



UNIVERSIDADE DA CORUÑA

Facultad de Economía y Empresa

Trabajo de
fin de grado

**Análisis económico-
financiero de tres
empresas del
sector textil**

INDITEX, H&M y GAP
Período 2010-2014

Fernando Manuel García Salas

Tutora: María Dolores Lagoa
Varela

**Doble Grado en Administración y Dirección de
Empresas y Derecho**
Año 2016

Resumen

Resumen

El presente trabajo tiene por objeto el análisis económico-financiero de las sociedades textiles Inditex S.A, The GAP Inc. y H&M. En primer lugar, se presentan las principales características de cada una de estas compañías haciendo especial hincapié en las fortalezas y debilidades de cada uno de sus respectivos modelos competitivos dentro del sector. A continuación se acometerá, tanto desde un punto de vista cuantitativo como cualitativo, la descomposición de sus estructuras, el cálculo de múltiples ratios y la interpretación de sus resultados, así como la evaluación de sus rentabilidades y los destinos de sus flujos de caja. Todo ello, partiendo de los datos obtenidos en las cuentas anuales consolidadas de las tres multinacionales. Las conclusiones nos permitirán elaborar un diagnóstico acerca de su situación económico-financiera durante el periodo 2010-2014, contribuyendo a entender las razones de los buenos resultados presentados por estas compañías ante una coyuntura económica no particularmente favorable.

Palabras clave: Industria textil, industria de la confección, distribución comercial, análisis de ratios, análisis económico, análisis financiero, rentabilidad.

Abstract

This work analyzes the finance economic realm surrounding Inditex, S.A, The Gap, Inc. and H&M. First of all, it will be focused on the main characteristics of each company, which includes the strengths and weaknesses belonging to each of the competitive economic-models within the sector. Thereafter, proceeding to study further on, looking from a quantitative and qualitative viewpoint, and analyzing the construction of their framework, calculating various ratios and interpreting their consequences, such as evaluating their profits and cash flow destinations. All of this includes data and findings from the multinational's consolidated annual accounts. The results will try to form a diagnosis about their relative situation during the years of 2010-2014. All of this to be used as a way to understand the reasons behind their great success within a particularly unfavorable and deteriorating economic environment.

Key Words: Textile industry, manufacturing, marketing distribution, ratio analysis, economic analysis, finance analysis, profit

Índice

1. Introducción	5
2. Descripción del sector textil y empresas más representativas	7
2.1. Introducción al sector	7
2.2. Descripción de las empresas consideradas	6
2.3. Análisis DAFO	9
3. Datos, metodología y objetivos	11
4. Análisis Estructural	13
4.1. Análisis Vertical o transversal y Temporal u horizontal	13
4.2. Estructura del Capital Corriente	22
4.3. Análisis del equilibrio financiero de las sociedades: Fondo de Maniobra	29
4.4. La financiación de las NOF: El equilibrio entre FM y NOF	31
5. Análisis de solvencia financiera	33
5.1. Análisis de Equilibrio o Solvencia a C/P	22
5.2. Análisis de Solvencia a L/P	33
6. El Coeficiente Básico de Financiación	39
7. Análisis del estado de los flujos de efectivo	43
7.1. Flujos de Explotación, Financiación e Inversión	43
7.2. Tesorería y equivalentes	47
7.3. Los modelos de expansión	48
8. Análisis Económico	49
8.1. Análisis de la rentabilidad económica	49
8.2. Rentabilidad de la explotación ajustada	50
8.3. Análisis del árbol de ratios	51
8.4. Análisis Margen x Rotación	54
8.5. Estado de la productividad y Valor Añadido	57
8.6. Apalancamiento operativo	60
8.7. Análisis de la rentabilidad financiera y Apalancamiento Financiero	63
9. Conclusiones	67
10. Bibliografía	70

Índice de gráficas

Gráfico

1. Evolución del sector textil y cuota del sector textil y confección	6
2. Activo Inditex	14
3. Análisis Horizontal Activo Inditex	15
4. Análisis horizontal Pasivo y PN Inditex	15
5. Análisis PyG Horizontal y Vertical Inditex (I)	16
6. Análisis PyG Horizontal y Vertical Inditex (II)	17
7. Análisis Horizontal activo GAP	17
8. Análisis Horizontal del Pasivo y PN de GAP	18
9. Análisis PyG Horizontal y Vertical GAP (I)	19
10. Análisis PyG Horizontal y Vertical GAP (II)	19
11. Análisis Horizontal del activo de H&M	20
12. Análisis Horizontal del Pasivo y PN H&M	21
13. Análisis PyG Horizontal y Vertical H&M (I)	21
14. Análisis PyG Horizontal y Vertical H&M (II)	22
15. Componentes de las NOF de Inditex y su evolución	23
16. Componentes de las NOF de GAP y su evolución	24
17. Componentes de las NOF de H&M y su evolución	25
18. Proporción CC compuesta por RLN y NOF, Inditex	26
19. Variación porcentual CC y sus causas NOF y RLN, Inditex	26
20. Proporción CC compuesta por RLN y NOF, GAP	27
21. Variación Porcentual CC y sus causas RLN y NOF, GAP	27
22. H&M Proporción CC compuesta por RLN y NOF	28
23. Variación porcentual de CC y sus causas RLN y NOF, H&M	28
24. Superávit de financiación INDITEX NOF<FM	30
25. Superávit de financiación GAP NOF<FM	30
26. Superávit de Financiación H&M NOF<FM	31
27. Ratios de equilibrio financiero Inditex	34
28. Ratios de equilibrio financiero GAP	34
29. Ratios de equilibrio financiero H&M	35
30. Ratio de autonomía financiera	37
31. Coeficiente básico de financiación Inditex	39
32. Coeficiente básico de financiación GAP	39
33. Coeficiente básico de financiación H&M	40
34. Comparativa Coeficientes básicos de financiación	40
35. Flujos de efectivo Inditex	42
36. Flujos de Efectivo GAP	42
37. Flujos de Efectivo H&M	43
38. Comparativa de flujos de explotación en euros al tipo de cambio 31/12/14	44
39. Evolución Efectivo y equivalentes INDITEX	44
40. Evolución Efectivo y equivalentes GAP	45
41. Evolución Efectivo y equivalentes H&M	45
42. Inditex, tiendas propias y franquicias	46
43. GAP, tiendas propias y franquicias	46
44. H&M, tiendas propias y franquicias	47
45. Total empleados por grupo societario	47
46. Superficie comercial total en millones de m ²	48
47. Ingresos y Beneficio Neto por superficie en m ²	48

48. Rentabilidad económica antes de impuestos	50
49. Rentabilidad Eco. de la Explotación Ajustada	50
50. Árbol de ratios de Inditex 2010-2014	51
51. Árbol de ratios de GAP 2010-2014	52
52. Árbol de ratios de H&M 2010-2014	53
53. Rentabilidad Económica de la explotación ajustada	54
54. Margen	55
55. Rotación	55
56. Ratios EVA Inditex	57
57. Ratios EVA GAP	58
58. Ratios EVA H&M	59
59. Apalancamiento Operativo	61
60. Rentabilidad y apalancamiento financieros, Inditex	65
61. Rentabilidad y apalancamiento financieros, GAP	66
62. Rentabilidad y apalancamiento financieros, H&M	66

Índice de tablas

Tabla

1. Capital corriente Inditex	27
2. Capital corriente GAP	28
3. Capital corriente H&M	28
4. Ratios de Estado de Valor añadido, Inditex	56
5. Ratios de Estado de Valor añadido, GAP	58
6. Ratios de Estado de Valor añadido, H&M	59
7. Apalancamiento Operativo Inditex, GAP y H&M	61
8. Rentabilidad y apalancamiento financieros Inditex	64
9. Rentabilidad y apalancamiento financieros GAP	66
10. Rentabilidad y apalancamiento financieros H&M	66

1. Introducción

En este trabajo, se estudiará la situación económico-financiera de tres grupos consolidados pertenecientes al sector textil: Inditex, S.A, The GAP, Inc. y H&M. La razón fundamental de esta elección es la posibilidad de contrastar cómo estas tres sociedades del mismo sector, presentan estructuras diferentes en el mismo periodo de tiempo, diferentes rentabilidades y diferentes políticas financieras. Se mostrará la importancia de mantener una estructura equilibrada en sociedades de semejante envergadura, de presentar una buena solvencia tanto a corto como a largo plazo, de disponer de recursos suficientes para cubrir las actividades textiles y de distribuir los flujos de caja de efectivo adecuadamente. Se pretende descomponer la información contenida en los estados consolidados para extraer los datos más relevantes y de ese modo llevar a cabo un análisis económico de la rentabilidad y el valor añadido generado y realizar una interpretación del apalancamiento tanto operativo como financiero, para finalmente alcanzar unas conclusiones representativas del período de estudio 2010-2014.

Mi experiencia de poco más de medio año en una pyme del sector textil cuyos proveedores y gran parte de su clientela estaban situados en Asia, me hizo ver esta industria como una de las más globalizadas y complejas. Sus buques insignia, la española Inditex y la sueca H&M, han conseguido la hegemonía mundial gracias a un modelo de producción rápido y basado en la distribución de una oferta variada, rica por su constante renovación y unos precios muy asequibles para la mayoría de los bolsillos. Podemos considerar a la americana GAP al mismo nivel de las dos grandes, pero con algunas diferencias sustanciales que se tratarán a lo largo del presente trabajo. Esta industria textil tiene su capital mundial de producción en China, centro neurálgico de la manufacturación y distribución, donde se crea alrededor del 65% del textil del planeta.

Cabe indicar que existe una doble motivación por la que se ha seleccionado este sector y concretamente estas compañías. Por un lado existen evidencias de la existencia de unos importantes márgenes dentro del sector de la moda rápida conocida como *“fast clothing”*. Además, teniendo en cuenta que los modelos de negocio son muy diferentes en cada una de las empresas seleccionadas (Inditex, H&M y GAP), cabe esperar diferencias significativas en estos márgenes.

A partir de los estados financieros y cuentas consolidadas durante el periodo que abarca desde 2010 a 2014, se acometerá el análisis de las ventajas competitivas de cada una de las compañías, así como de sus diferencias fundamentales desde una perspectiva económica y financiera.

2. Descripción del sector textil y empresas más representativas

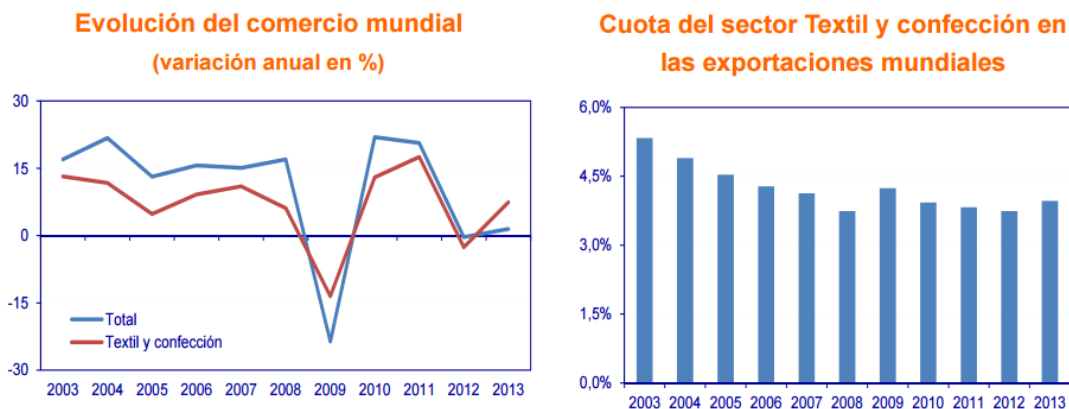
2.1 Introducción al sector

El sector textil y confección constituye uno de los ejes fundamentales de la producción de bienes de consumo. “Se centra en la fabricación de productos de primera necesidad en cuanto que cubre la distribución de prendas de vestir”, excluida la alta costura en que los productos de lujo son algo más que una necesidad (Costa, 2004; p. 263).

Con anterioridad, el sector se había caracterizado por una demanda débil, contenido tecnológico bajo, e intensidad en la mano de obra, particularmente en la confección. Sin embargo, en la última década se ha producido una importante reconversión sectorial, que mejoró el posicionamiento competitivo de las empresas, incorporando innovaciones al proceso y al producto.

Las exportaciones mundiales de textil han tenido hasta hace relativamente poco tiempo, una evolución algo menos dinámica que el resto del comercio mundial de otras mercancías. Esto ha cambiado en el año 2009, y especialmente, desde el año 2012 tal como indica la siguiente gráfica del INE de abril de 2015. En esos años se produce un considerable repunte en la participación o cuota correspondiente al sector textil y confección dentro de las exportaciones mundiales, en principio estable en el tiempo.

Gráfico 1: Evolución del comercio mundial y cuota del sector textil



Fuente: INE www.minetur.gob.es

Para contextualizar el sector, se debe hacer hincapié en que se compone de los subsectores de preparación e hilado de fibras textiles, la fabricación de tejidos, el acabado, la fabricación de otros productos, la confección de prendas de vestir y de punto, así como la fabricación de artículos de peletería, tal como indica el propio INE en su estudio.

La industria textil, pese a la patente rivalidad entre competidores, adquiere forma de pseudo-oligopolio, con la existencia de barreras lo suficientemente altas como para evitar la entrada de nuevas firmas en la industria de “*fast fashion*” o moda rápida.

2.2 Descripción de las empresas consideradas

2.2.1. Inditex, Industria de Diseño Textil, S.A.

Inditex es un grupo de sociedades con domicilio social en Arteixo, A Coruña, España, que surge en 1975. La actividad del grupo se centra en la producción y distribución de ropa, accesorios y productos textiles del hogar al por menor, utilizando para ello diferentes formatos de tienda.

Inditex como matriz de un gran grupo de sociedades, sin participaciones no dominantes relevantes, dispone de la mayoría del capital social y de los derechos de voto de Zara, su marca insignia, así como de “Pull&Bear, Massimo Dutti, Bershka, Stradivarius, Oysho, Zara Home y Uterqüe” (Memoria, 2014, p.10). Todas ellas dedicadas a la distribución de artículos de moda especializada: ropa, calzado, complementos y otros productos textiles para el hogar.

Ha sufrido una gran expansión desde que diera el salto a EEUU en 1989. Dentro de su expansión internacional, en determinados países, la venta al por menor se lleva a cabo por medio de contratos de franquicia, algunas de ellas con derechos de compra al cabo de un plazo establecido. A fecha 31 de enero de 2015, el grupo disponía de 6.683 tiendas en 88 mercados. Con una proporción en España de tienda propia frente a franquicia del 98% (de las 1.822 tiendas españolas) y del 85% (de las 5.810 tiendas a nivel mundial).

Inditex lleva a cabo su actividad a través de “un modelo integrado de tiendas” y venta online. De este modo, el modelo de negocio del grupo se basa en un eficaz control de las diferentes fases de la producción, diseño, fabricación y distribución, respondiendo así, eficazmente, a los rápidos cambios de tendencia propios de cada campaña comercial y a la demanda constante del mercado. Por lo tanto, esta sociedad “ha sabido comprender con gran lucidez esos cambios y responder adecuadamente a través de tres claves estratégicas: la tienda como eje y corazón del negocio, el diseño como núcleo de la oferta y el principio ‘*just in time*’” (Fábrega, 2004, p.19).

2.2.2. The GAP Inc.

GAP es una empresa norteamericana de distribución de ropa, accesorios y otros productos textiles. Trabaja a través de “canales online, *outlet* y franquicias haciendo uso de sus capacidades multicanal que unen la venta online con tiendas físicas”. “Incluye pedidos y reservas en tienda, ‘*reserve-in-store*’, ‘*find-in-store*’, y ‘*ship-from-store*’”, todo ello a

través de las marcas “Gap, Banana Republic, Old Navy, Piperlime, Athleta, e Intermix” tal como indica en su web corporativa.

The Gap Inc., (en adelante GAP), fue creada en California en 1969. Posteriormente, cambió su domicilio y fue de nuevo constituida bajo las leyes del Estado de Delaware en 1988, por su menor fiscalidad y la flexibilidad de sus leyes societarias. Su moneda de trabajo son los dólares americanos (US\$). En 1987 abrió su primera tienda fuera de Estados Unidos, en Londres. En la actualidad posee tiendas en Estados Unidos, Canadá, Reino Unido, Francia, Irlanda, Japón, Italia, China, Hong Kong, y Taiwán, así como también opera a través de franquicia en Asia, Australia, Europa, Latinoamérica, el Medio Oeste, y África. Bajo ciertos acuerdos, terceras personas venden a través de franquicia. También distribuye sus productos online a través de la web corporativa y subcontrata servicios de logística y atención al cliente. La mayor parte de los productos son diseñados y producidos por empresas independientes, aunque también vende productos de terceras empresas, especialmente a través de las marcas Piperlime e Intermix.

2.2.3. H&M (Hennes & Mauritz)

El grupo de negocios sueco H&M, nacido en 1947, tiene domicilio social en Estocolmo, Suecia, por ello su moneda es la corona sueca (en adelante SEK). Se dedica principalmente a la venta de ropa, accesorios, calzado, cosméticos y textil. Ofrece productos de moda amparados por su cartera de marcas “H&M, & Other Stories, COS, Monki, Weekday, Cheap Monday y H&M Home” (H&M, 2014, p.16).

Su modelo de negocio se centra en ofrecer moda de calidad media-baja a un precio competitivo, y para ello, su estrategia está enfocada al cliente por medio de una segmentación específica para cada mercado. El grupo logra bajos costes a través de una plantilla propia de diseñadores, evitando intermediarios, potenciando economías de escala, seleccionando cuidadosamente los productos y mercados donde adquiere sus materias primas, reduciendo costes en cada una de las partes de la organización y, sobre todo, a través de un sistema logístico eficiente.

H&M es un grupo dedicado al diseño de moda, orientado al consumidor a través de un buen trato a sus clientes. Lleva a cabo la expansión de su grupo persiguiendo una buena localización de sus tiendas en zonas comerciales. Consigue llegar a su target a través de tiendas en régimen de leasing, venta online y catálogo de ventas, así como franquicias en determinados mercados.

A finales del año financiero 2014, el número total de tiendas era de 3.511, con una superficie comercial total superior a 4 millones de metros cuadrados que se extiende por 59 mercados. H&M dispone de un departamento de diseño y compra que centraliza la creación de colecciones y no posee ninguna fábrica propia, en su lugar, consigue sus

productos a través de 850 proveedores independientes de Asia y Europa, mediante oficinas locales de producción de H&M. Su tienda H&M online, opera en trece países, la mayoría de países europeos, EEUU y China (H&M Informe anual, 2014, p.8).

2.3 Análisis DAFO

Inditex

DEBILIDADES	AMENAZAS
<ul style="list-style-type: none"> • Bajo desarrollo de las marcas, al margen de Zara. • Falta de exclusividad y consideración de baja calidad. • Competencia entre sus propias marcas. • Inventarios que no cubren toda la demanda. • Gasto enorme en alquileres y adquisición de locales en propiedad. • Distribución centralizada en España. • No hace publicidad: menor visibilidad. • Mayores costes debido a la integración vertical. 	<ul style="list-style-type: none"> • Competencia de marcas fuertes GAP y H&M. • Saturación del mercado. • Imitación. • Recesión económica de los últimos años. • Crecimiento más lento del sector. • Creación de tiendas <i>online</i> de menores costes. • Diversidad climática. • Mala imagen por copiar a grandes marcas.
FORTALEZAS	OPORTUNIDADES
<ul style="list-style-type: none"> • Rapidez en el servicio (<i>time to market</i>): Diseño y fabricación en 3-4 semanas. • Respuesta rápida a tendencias de moda y gustos • Producción <i>Just in time</i>. • Política de precios bajos. • Reconocimiento a través de experiencia en vez de publicidad. • Integración vertical: control de cadena de valor. • Subcontratación especializada. • Cadena de suministro integrada y flexible. • Uso de TICs (información en tiempo real para adaptar la producción al mercado). • Diversificación de productos: Zara Home. • Alta rotación de productos. • Inversión de recursos propios. • Tiendas y escaparates de diseño atractivo y estratégicamente ubicadas. • Servicio post venta flexible. • Reducción de stocks sistema "cross docking"¹. 	<ul style="list-style-type: none"> • Crecimiento internacional. • Crecimiento nacional. • Nuevas modas que explotar. • Aumento del gusto de los consumidores por la moda. • Venta online. • Competidores sin integración vertical. • Uso de algodón ecológico. • Nuevos métodos de cobro para agilizar la situación en las tiendas. • Red logística exclusiva e-commerce. • Venta online disponible en 28 países del hemisferio norte más Australia. • Implantación de la tecnología RFID. (Identificación por radiofrecuencia)

1. Cross Docking es un sistema de distribución en el que las unidades logísticas son recibidas en una plataforma de alistamiento y no son almacenadas sino preparadas para ser enviadas de la manera más inmediata.

Fuente: Elaboración propia a partir de la información contenida en las cuentas anuales y en la web corporativa de Inditex

GAP

DEBILIDADES	AMENAZAS
<ul style="list-style-type: none"> • Apreciación equivocada de tendencias de moda. • Aumento de costes operativos. • Demora en los procesos de producción que dificulta la actualización de las prendas. • Problemas de administración de inventarios. • Producto simple y tradicional de fácil imitación. • <i>Time to market</i> de 12 semanas. 	<ul style="list-style-type: none"> • Competidores fuertes y bien posicionados. • Escasa capacidad de reacción ante los cambios de los consumidores. • Expansión lenta. • Posible pérdida de personal clave con el cambio generacional. • Creciente polarización de la sociedad estadounidense (su principal mercado). • Estar situada en medio de la escala de precios (ni para los de clase baja ni para los de clase muy alta).
FORTALEZAS	OPORTUNIDADES
<ul style="list-style-type: none"> • Colocación elegante del producto en tienda. • Marca reconocida a nivel mundial. • Excelente calidad. • No opera mediante franquicias. • Ubicación estratégica de tiendas. • Personal capacitado y con experiencia. • Diseño de tiendas adaptado al cliente. • Ambiente de compra relajada. • Liderazgo en costos y diferenciación. • Producción de tallas grandes y extra grandes. • Buenas políticas empresariales. 	<ul style="list-style-type: none"> • Fuertes campañas publicitarias. • Diversificación (Banana Republic). • Productos para todo tipo de personas. • Posibilidad de incorporar nuevas tendencias. • Incorporación de nuevos y sofisticados diseñadores. • Desarrollo de nueva imagen de la empresa a partir de celebridades. • Internet y venta online. • Expansión. • Refuerzo del departamento de diseño en Europa. • Implementación de la responsabilidad social corporativa en la cadena de valor.

Fuente: Elaboración propia a partir de la información contenida en las cuentas anuales y en la web corporativa de GAP

H&M

<p style="text-align: center;">DEBILIDADES</p> <ul style="list-style-type: none"> • Baja calidad de producto. • Dependencia de proveedores asiáticos. • Falta de control sobre la producción de complementos. • Compra de grandes volúmenes de sobreStockage. • Tienda online sólo distribuye a Europa, EEUU y China. • Modelo estático. • Proveedores independientes (no posee fábricas). • Excesiva inversión en publicidad. 	<p style="text-align: center;">AMENAZAS</p> <ul style="list-style-type: none"> • Recesión económica de los últimos años. • Fuerte competencia. • Aumento de impuestos en algunos países. • Período de producción entre 2 y 24 semanas frente a las 3-4 de Inditex.
<p style="text-align: center;">FORTALEZAS</p> <ul style="list-style-type: none"> • Larga historia (69 años). • Precios bajos. • Imagen de marca fuerte. • Diseñadores propios. • Productos propios de cosmética y complementos. • Ediciones de diseñadores de moda a bajo precio. • Adaptación a las expectativas de sus clientes. • Sin intermediarios. • Compra de productos adecuados en los mercados adecuados. • Logística eficiente. • Estrategia de marketing bien desarrollada. • Grandes cantidades de existencias. • 6 marcas bien diferenciadas . • Alquiler de locales en las mejores ubicaciones comerciales. • Proveedores independientes son socios cercanos a largo plazo. • Recesión económica de los últimos años. 	<p style="text-align: center;">OPORTUNIDADES</p> <ul style="list-style-type: none"> • Público joven. • Integración vertical • Gran cantidad de proveedores y control sobre ellos. • Marca muy competitiva. • Mercado nuevo con la venta de algodón orgánico y confección de prendas con algodón reciclado. • Plan para un futuro de la moda más sostenible. • Gran cantidad de recursos destinados a sostenibilidad y formación. • Cooperación con diseñadores que quieren darse a conocer. • Objetivo de expansión (aumento de tiendas un 10 -15% al año). • Expansión online con desarrollo centrado sobre todo en smartphones y tablets. • Venta online disponible en 23 países. • Buen posicionamiento en el mercado europeo.

Fuente: Elaboración propia a partir de la información contenida en las cuentas anuales y en la web corporativa de H&M

3. Datos, metodología y objetivos

Las cuentas anuales de Inditex y H&M han sido preparadas de conformidad con lo establecido en las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) y sus interpretaciones (CINIIF) adoptadas por la Unión Europea (NIIF-UE), y con las demás disposiciones del marco normativo de información financiera aplicable. En cambio, la contabilidad de GAP, se basa en las normas contables estadounidenses (US GAAP) y las normas (SEC) para empresas cotizadas. Entre ellas, se pueden enumerar una serie de diferencias que se describen a continuación:

Principalmente en cuanto al fondo de comercio y los intangibles, la descomposición de los gastos por funciones, el reconocimiento de ingresos y gastos extraordinarios, la posibilidad de abonar directamente al patrimonio los beneficios fiscales relacionados con las operaciones sobre acciones para empleados, sin necesidad de esperar a que surjan las transacciones, y el no reconocimiento del efecto fiscal diferido en las diferencias temporales en el beneficio entre sociedades del grupo. Además el hecho de que no se permita la revalorización de activos intangibles y del inmovilizado, la posible utilización del método LIFO y la valoración del inventario por el menor, entre el coste de adquisición y el valor de mercado y no por el valor neto realizable (Busto, 2012, pp.44-80), pudiendo con ello, dar beneficios no comparables y por tanto una rentabilidad económica dispar.

Las principales fuentes de información utilizadas en este estudio son, en primer lugar, los Estados financieros de los años 2010, 2011, 2012, 2013, 2014 compuestos por Balance, Cuenta de PyG, Estados de flujo de efectivo, Estados de cambio en el PN, Memoria, Informe de gestión y otra información complementaria obtenida del mercado financiero, informes sectoriales, así como otras fuentes de información económica general.

La metodología que se utilizará en este estudio económico-financiero, tiene en cuenta que la normativa contable que le es aplicable a cada sociedad analizada, es variada y las normas de valoración pueden provocar sesgos importantes en los resultados. Además, el objetivo del análisis de los estados financieros es extraer información que no siempre se deduce directamente de las cuentas anuales, sino que requieren operaciones de cálculo y un análisis más profundo de los diferentes resultados obtenidos. Un análisis financiero como el que aquí se realiza puede resultar una herramienta útil en la toma de decisiones y puede servir como base para prever el futuro del sector.

Para analizar cada una de estas sociedades, se descompondrá primero la estructura económica y financiera de las mismas, para luego avanzar en un estudio más profundo de los cambios producidos en cada partida patrimonial. Una vez hecho esto, un segundo análisis tendrá en cuenta todos los datos en su conjunto. Este análisis nos llevará

a afirmar que, aunque las empresas tengan una situación financiera compleja, están previsiblemente equilibradas.

Como primera aproximación se estudiarán los balances y las cuentas de pérdidas y ganancias (PyGs) de estas tres sociedades consolidadas de los años fiscales 2010 a 2014. De acuerdo con los Estatutos de cada sociedad, debe entenderse como ejercicio de cada año X (por ejemplo 2010) para Inditex y GAP, aquel cuya fecha de cierre del ejercicio es el 31 de enero del año X+1 (ej. 2011), y para H&M, el 30 de noviembre del mismo año X (ej. 2010).

Se procederá a continuación al estudio de las variaciones temporales horizontales de cada partida desde el año base 2010. Esto ayudará a entender cómo las sociedades, van creciendo tanto en términos absolutos, sus activos totales, sus ventas y su beneficio neto, como en términos relativos, ya que al partir de escalas diferentes, necesitamos un método que nos permita su comparación.

Al mismo tiempo, se realizará un estudio “vertical” del peso de cada masa patrimonial con respecto al total del activo, y de cada ingreso y gasto con respecto al total de ventas. Se trata, en todo caso, de convertir los datos obtenidos a partir de las cuentas anuales obligatorias, en cifras relativas, comparables y valorables, que muestran la importancia de cada subpartida dentro de la extensa información contable propia de cada empresa. Todo este proceso, permitirá conocer la importancia que tiene y representa cada masa patrimonial.

Finalmente, se completará este estudio preliminar, con varios ratios y su explicación en conjunto, de la liquidez y solvencia de las sociedades, un análisis económico y otra información relevante, que pueda dar una visión más completa de la situación real actual de estas tres sociedades multinacionales.

4. Análisis Estructural

4.1 Análisis Vertical y Horizontal

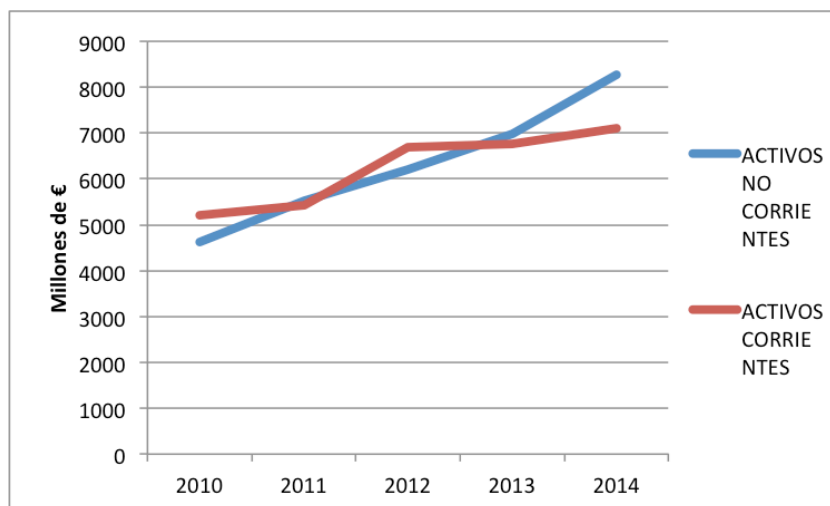
Como se aprecia en las cuentas consolidadas y por motivos de limitación de espacio, no se mostrarán las tablas en hoja de cálculo que contienen las operaciones con variaciones porcentuales que dan origen al siguiente análisis “vertical”, (que compara cada una de las partidas del balance tanto en 2010 como en 2014 con respecto al activo total y los ingresos y gastos con respecto al total de ventas) y al análisis “horizontal”, (que mide la variación de las partidas en el tiempo).

Se observa que en Inditex, durante el período de estudio, la proporción del Activo No Corriente (en adelante ANC) sobre el activo total, aumenta un 6,7% hasta el 53,8% y la partida del Activo Corriente (en adelante AC) disminuye en esa misma proporción hasta el 46,2%.

Dentro del ANC, de acuerdo con la memoria anual, el inmovilizado material de Inditex, representa en 2014 el 39,3% de los bienes y derechos de la empresa. Es una proporción considerablemente mayor de tiendas en propiedad y sus mejoras que en el resto de sociedades estudiadas. Este ANC, representa en valor contable, más del doble que las instalaciones técnicas y otro inmovilizado material y terrenos que el de sus competidoras (a tipos de cambio de divisa del 31 de diciembre de 2014). Esto, tendrá importantes repercusiones una vez que avance el presente estudio.

El activo no corriente sufre un aumento considerable tanto en términos absolutos como muestra el gráfico 2, como en términos relativos al activo total, reflejado en el gráfico 3. Como componente de esta partida, en el período de estudio el inmovilizado material se ha incrementado en términos absolutos un 77,82%. Asimismo, se produce un considerable incremento de la partida de inversiones financieras a largo plazo, entre los años 2010 y 2012, pasando de los 9mill.€ a los 150mill.€, equivalentes al 1% del total de activo. Todo parece apuntar a que es debido a una decisión de índole financiera por parte de la compañía en un contexto de gran inestabilidad fruto de la crisis financiera de los años precedentes.

Gráfico 2: Activo Inditex

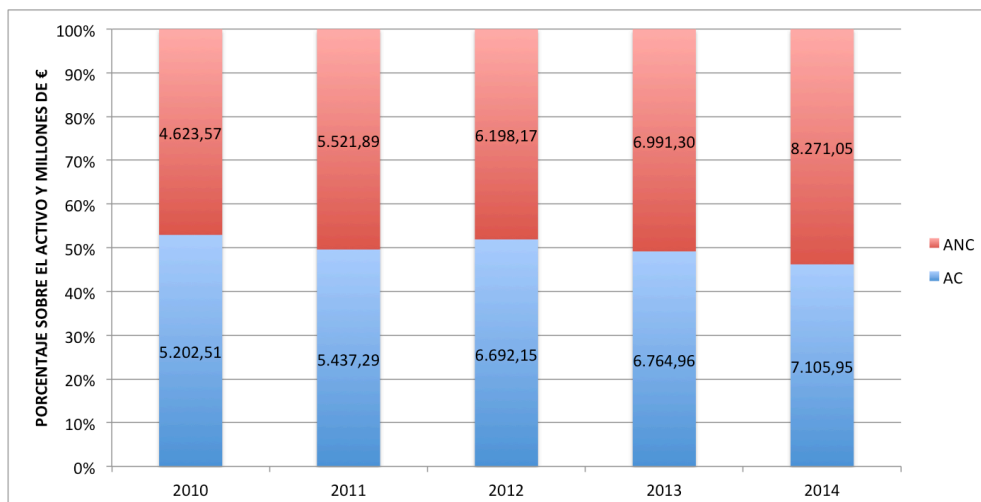


Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros Inditex 2010-2014.

Dentro del AC, las partidas que presentan un mayor peso son las existencias y el efectivo y equivalentes, representando en 2014 un 12% y 25% del activo total, respectivamente. En el gráfico 2, se puede observar el aumento del 36,6% en el AC durante el período analizado, alcanzando los 7106mill.€. Mientras que durante ese mismo horizonte temporal, el efectivo y equivalentes tan solo se incrementa en un 10%, aspecto

que será tratado con más profundidad en el apartado que aborda el análisis de los flujos de caja de efectivo.

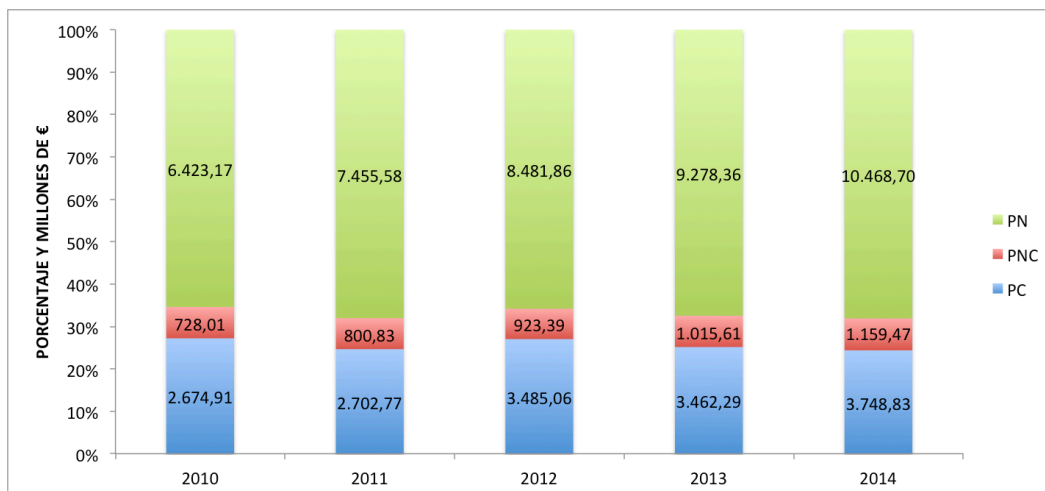
Gráfico 3: Análisis Horizontal del Activo de Inditex



Fuente: Elaboración propia

Tal como se puede observar en el gráfico 4, entre las partidas de pasivo, disminuye ligeramente el peso relativo del Pasivo Corriente (en adelante PC) con respecto al total de activo, en un 2,84%, se mantiene el peso del Pasivo No Corriente (en adelante PNC), aumentando por consiguiente el del Patrimonio Neto (PN) hasta los 10.468,7 mill.€, el 67,8% del activo total.

Gráfico 4: Análisis Horizontal Pasivo y PN Inditex



Fuente: Elaboración propia a partir del balance de Inditex 2010-2014. Inditex. Memorias.

La partida de acreedores (3508mill.€), que representa casi la totalidad del PC (3.748mill€), pasa de representar en 2014 el 22,8% del activo total, tras reducirse su peso relativo un 2,20%, pese a haber aumentando un 40,15% durante el período de estudio.

El PNC, sin embargo, representa el 7,5% del total de bienes y derechos (1.159,47mill.€), tras haber crecido en términos absolutos un 59,27%.

A continuación se extraerán unas conclusiones, a partir de la cuenta de pérdidas y ganancias, (en adelante PyG), como reflejan los gráficos 5 y 6:

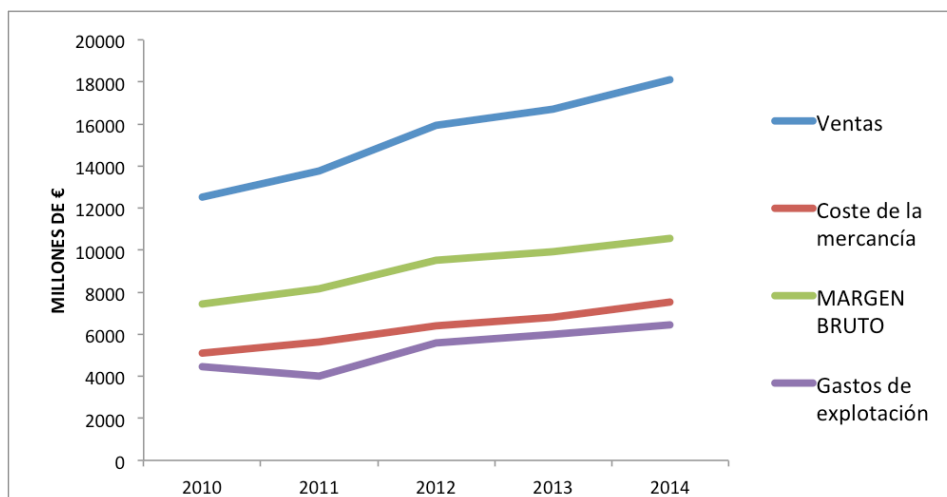
Como muestra el gráfico 6, en Inditex el Resultado Neto del ejercicio (2.510mill.€) y el Beneficio Antes de Impuestos (3.245mill.€) (en adelante EBT o BAT) entre 2010 y 2014, muestran resultados muy positivos, con aumentos del 44,16% y el 39,77%, respectivamente, alcanzando el 13,86% y el 17,6% del importe neto de la cifra de negocios.

Además, la misma gráfica muestra como el Impuesto sobre Sociedades de Inditex, en los años de estudio oscila entre un 4% y el 4,6% de la cifra de ventas, mientras la sociedad soporta una tasa de impuestos efectiva del 22,64% en 2014, acercándose por tanto al tipo medio del 25%.

El resultado financiero, cuyo saldo oscilará entre -18mill.€ y 14mill.€ en el período de estudio, no tendrá excesiva relevancia en este punto por no disponer casi de deuda con terceros y sostenerse el negocio casi íntegramente por medio de sus fondos propios.

El gráfico 5, muestra la evolución de los costes de las mercaderías, y cómo los aprovisionamientos han aumentado linealmente en estos últimos cinco ejercicios, algo llamativo si se tiene en cuenta el considerable desplome que actualmente viven las materias primas a nivel mundial. El coste de las mercancías del grupo textil gallego en el 2014, alcanzó los 7.730mill.€, mientras que en 2010, representaba tan solo 5.327mill.€. Esto, supone un aumento de costes del 45,13%, que incluyen la fabricación por terceros de productos destinados a la venta, productos destinados a su transformación y otros gastos directos relacionados con la adquisición de mercancías como son los costes de diseño, logística y transporte. Tal como indica la memoria, se trata de costes FIFO incluyendo el coste de los materiales consumidos, mano de obra y fabricación.

Gráfico 5: Análisis PyG Horizontal y Vertical Inditex (I)

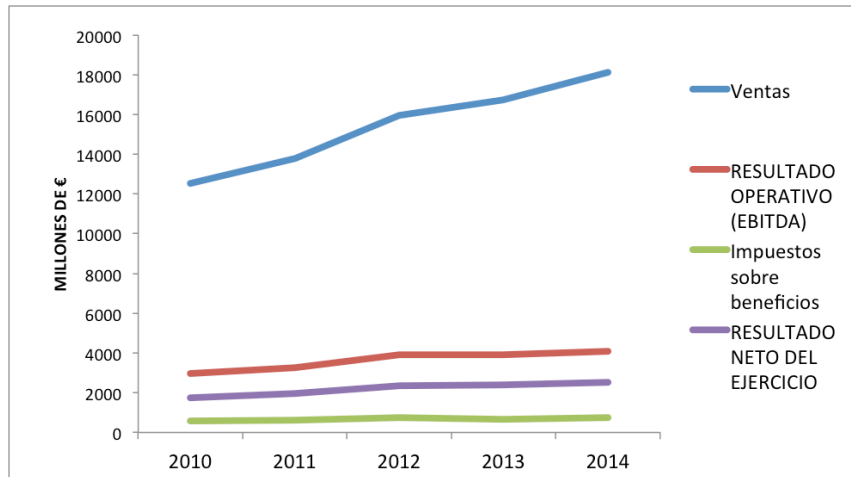


Fuente: Elaboración propia a partir de cuentas anuales de Inditex 2010-2014

Al analizar la cuenta de PyG, se observa que durante el período de estudio, su estructura apenas se ve modificada, creciendo casi todas sus magnitudes proporcionalmente. Son datos positivos, lo cual es una clara señal de evolución equilibrada

de Ingresos y Gastos para la sociedad número uno en el sector a nivel mundial. Las ventas de Inditex, como muestra el gráfico 5, han aumentado un 44,62%, sin embargo también lo han hecho los costes de las mercancías o consumos, en un 48%. Así, como el margen bruto creció un 42,4%, en una proporción similar, puede decirse que su peso se mantiene invariable.

Gráfico 6: Análisis PyG Horizontal y Vertical INDITEX (II)

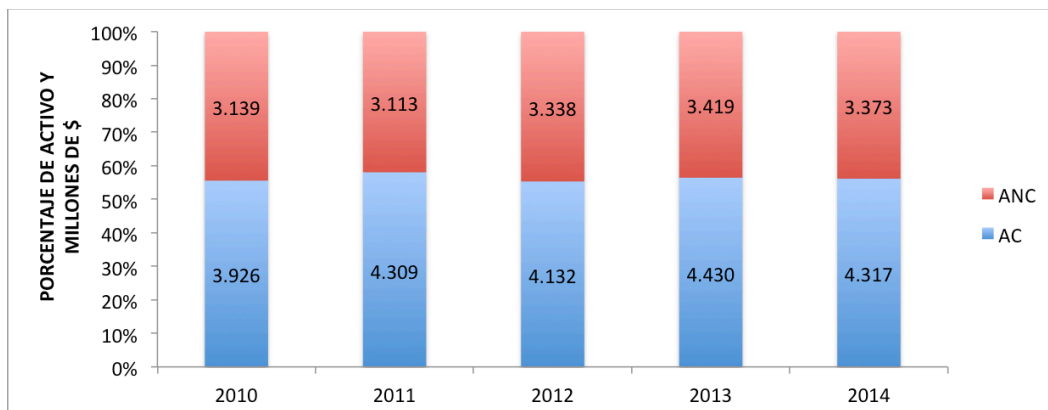


Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales 2010-2014

El resultado operativo (en adelante EBITDA) ha aumentado en términos absolutos un 38,32% en el período de estudio, y la sociedad generó en 2014 un beneficio antes de impuestos, intereses, amortizaciones y depreciaciones de 22,65€ por cada 100 € de ventas. Por otro lado, el aumento del 45% en los gastos de explotación reflejado en el gráfico 5, los cuales están compuestos por gastos de personal, arrendamientos operativos, así como otros gastos operativos, provoca que, aunque las ventas hayan aumentado un 44,6%, el EBITDA aumente solo un 38,32%, tal como aparece en el gráfico 6.

A continuación, dando paso al análisis de la sociedad americana GAP, se observa que su activo total ha crecido un 8,85%, pasando de un valor contable de 7.065mill.\$ en 2010 a 7.690mill.\$ en 2014.

Gráfico 7: Análisis Horizontal activo GAP



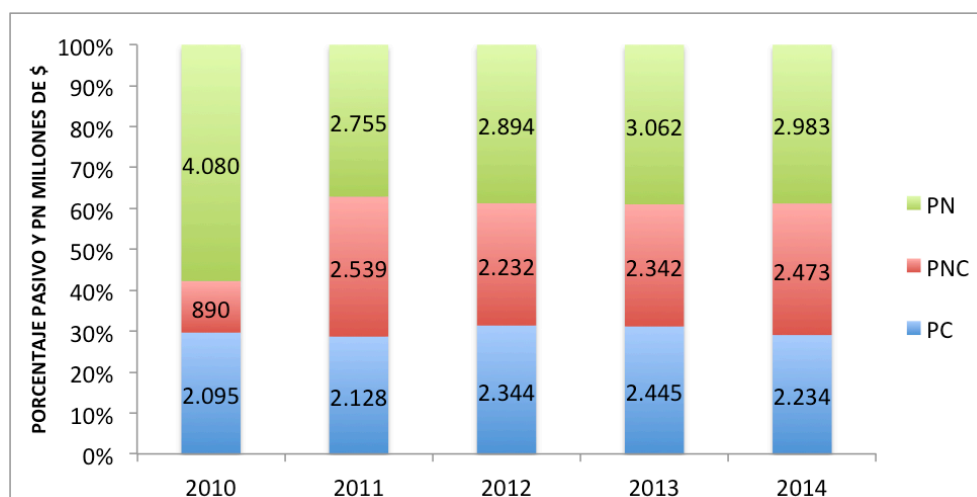
Fuente: Elaboración propia a partir de cuentas anuales de GAP 2010-2014

El Activo Corriente (AC) de la sociedad americana representa el 56,2% del activo total, tras crecer casi un 10% entre 2010 y 2014. Por un lado, sus existencias son el 24,56% de los activos, el doble que en el caso de Inditex, tras haber aumentado estas en términos absolutos un 16,6% en ese mismo período. Por otro lado, del total de activo, el efectivo, que se estudiará posteriormente más en profundidad, representa el 19,7%, mientras que los deudores solo el 5,42% del mismo.

El ANC de GAP aumenta desde 2010 cerca del 8%, alcanzando en 2014 casi el 44% de los bienes y derechos, formado en su mayor parte por inmovilizado material equivalente al 35% del activo total, un 4% menor que la de Inditex en ese mismo año.

La partida de PC, que aparece representada en el gráfico 8 junto con el resto de partidas de pasivo, representa una proporción del activo total del 29,05%, mientras que el PNC es el 32,16% y el PN el 38,79% del mismo.

Gráfico 8: Análisis Horizontal del Pasivo y PN de GAP



Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de GAP 2010-2014

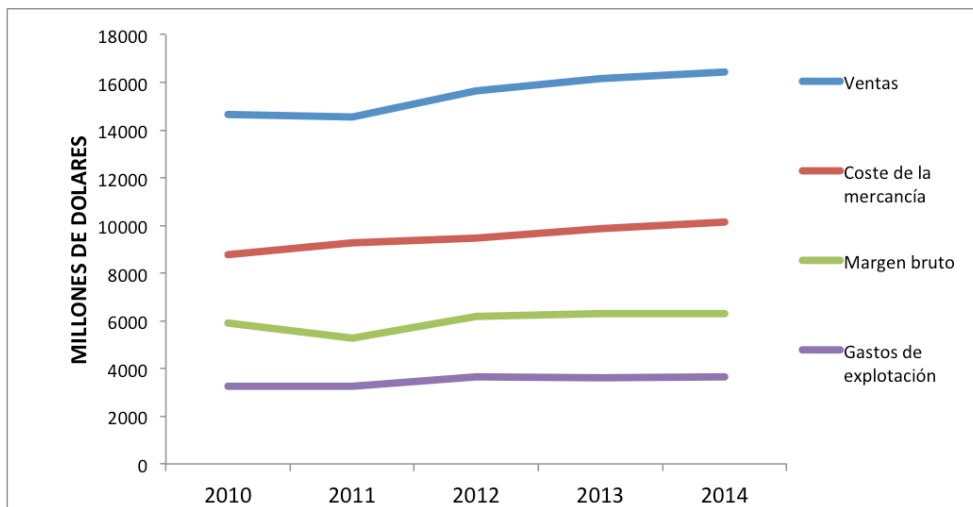
Profundizando en el análisis del pasivo de GAP, el PC que solo aumenta en términos absolutos un 6,63% desde 2010, cuatro años después está compuesto mayoritariamente por su partida de acreedores y la de otros pasivos corrientes, siendo el 15,25 y el 13,26% del total de bienes y derechos, respectivamente.

El PNC, aumenta cerca del 188% entre los años de estudio, creciendo en unos llamativos 1.500mill.\$ en 2011 a través del endeudamiento a L/P, que, anteriormente, salvo por la tenencia de algunas obligaciones a L/P, era casi inexistente. Así, las principales partidas de PNC en 2014 son: pasivo a largo un 17,32% y otras obligaciones a largo un 15% del total activo.

Finalmente, el PN cuyo peso en 2014 es del 38,79% del activo, sufre durante el período de estudio una drástica reducción cercana al 27%, al deshacerse de una autocartera de 10.866mill.\$. Pasa a consistir casi exclusivamente de beneficio retenido en reservas, 36,37 %.

Al analizar la evolución de la cuenta de pérdidas y ganancias de GAP, se observa como el resultado neto del ejercicio aumenta desde los 1.204mill.\$, en 2010, a los 1.262mill.\$ en 2014, siendo el 7,68% de las ventas. El resultado antes de impuestos es de 1.982mill.\$ en 2010 y 2.013mill.\$ en 2014 y representa un 12,25% de la cifra de negocio. El impuesto sobre el beneficio, significa para GAP 778mill.\$ en 2010 y 751mill.\$ en 2014, lo que supone una menor tributación efectiva, pasando la tasa efectiva del 39,25% en 2010 a 37,31% en 2014, muy superior al 22,64% de Inditex. La sociedad norteamericana, paga de este modo más de 4,5\$ de impuestos por cada 100\$ que ingresa la empresa, y genera por ello unos beneficios netos de 7,68\$.

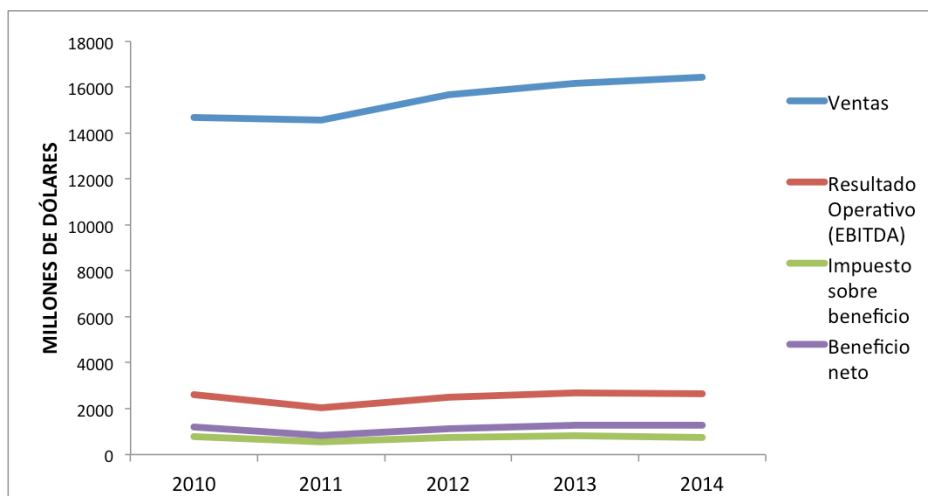
Gráfico 9: Análisis PyG Horizontal y Vertical GAP (I)



Fuente: Elaboración propia a partir de la PyG de GAP 2010-2014

La principal causa de la variación del resultado financiero es un incremento en los gastos de 8mill.\$ a cobrar en 2010, a unos 75mill.\$ a pagar en 2014. Sin embargo, dada la pequeña cuantía de los intereses, apenas afecta al EBT o BAT que es prácticamente idéntico al EBIT (Beneficio antes de impuestos e intereses).

Gráfico 10: Análisis PyG Horizontal y Vertical GAP (II)



Fuente: Elaboración propia a partir de la PyG de GAP 2010-2014

A través de los gráficos 9 y 10, puede concluirse, que los costes de las mercancías y aprovisionamientos soportados por GAP oscilan entre el 59-62% de las ventas, mientras que en Inditex representaban alrededor del 40-42%. Estos costes se incrementan un 15,6% en relación con el año base 2010, y crecen un 2% en relación con la variable de referencia “ventas”. El margen bruto sufre una caída en 2011 del 10,44%, sin embargo se recupera y se estabiliza de nuevo con una subida del 19% en 2012.

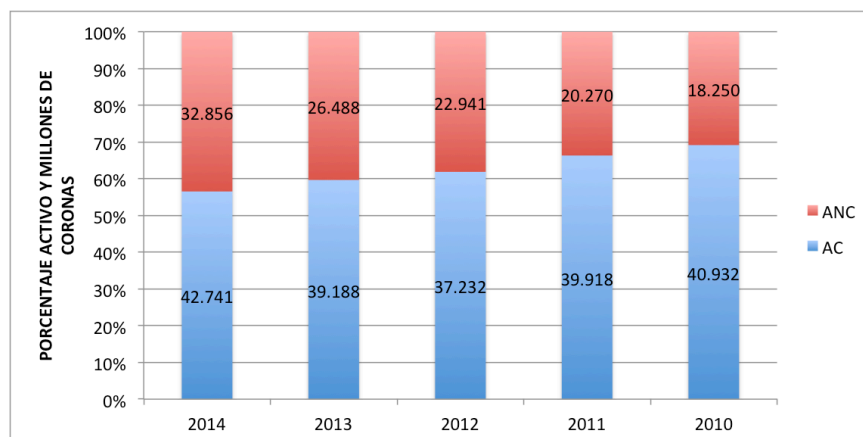
El margen bruto de GAP que aumenta finalmente un 6,8%, pierde peso frente a las ventas cercano al 2%, representando el 38,27% sobre las mismas, algo menor que en caso de Inditex que era un 58,34%. Las amortizaciones, que equivalen al 3,5% de las ventas frente al 5% en el caso de Inditex, disminuyen un 13% en el periodo de estudio.

Finalmente, la sueca H&M, como se observa en el gráfico 11, dispone de un ANC y un AC que representan en 2014 cada uno, el 43,46% y el 56,54% del total de bienes y derechos de la empresa. Se trata de una estructura de activo más parecida a la de GAP, al tener una proporción mayor de AC que ANC.

Dentro de su ANC, en 2014, el inmovilizado material, aumenta su proporción 10%, hasta alcanzar el 34,58% del activo total, similar al 35% de GAP, y considerablemente menor al 39,3% de Inditex. En términos absolutos el ANC aumenta en el período de estudio un 80%, resultado de la expansión constante a nivel mundial del grupo. Este crecimiento está motivado, fundamentalmente, por un incremento del 76,5% de la inversión en Instalaciones técnicas y otro inmovilizado material que se materializa en mobiliario para las tiendas en régimen de “leasing”.

Dentro del AC, las existencias representan en H&M el 25,67% del activo total, algo más que el 24,56% de GAP y más del doble en relación con el 12% de Inditex. Esto tiene su explicación, posiblemente, en una mayor subcontratación de la producción, ya que trabajan con proveedores externos y H&M tiene a un mayor período medio de maduración que Inditex, esto es, tarda más en fabricar, vender y cobrar las prendas de ropa.

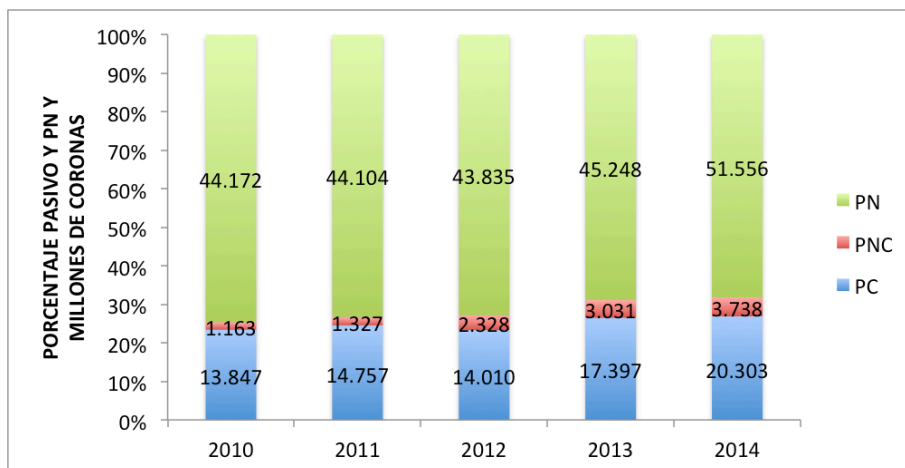
Gráfico 11: Análisis Horizontal del activo de H&M



Fuente: Elaboración propia a partir de los balances de H&M 2010-2014

Asimismo, las existencias en H&M aumentan un 68,9% en los cinco años de estudio, los deudores o clientes a cobrar, un 38% y otros activos corrientes se incrementan un 73%. En contraposición, otros activos financieros disminuyen un 68,14% y el efectivo y equivalentes disminuye un 15,5%. En términos absolutos el AC solo aumenta un 4,42%, esto hace que el ANC dentro del balance aumente un 12,62% en detrimento del AC.

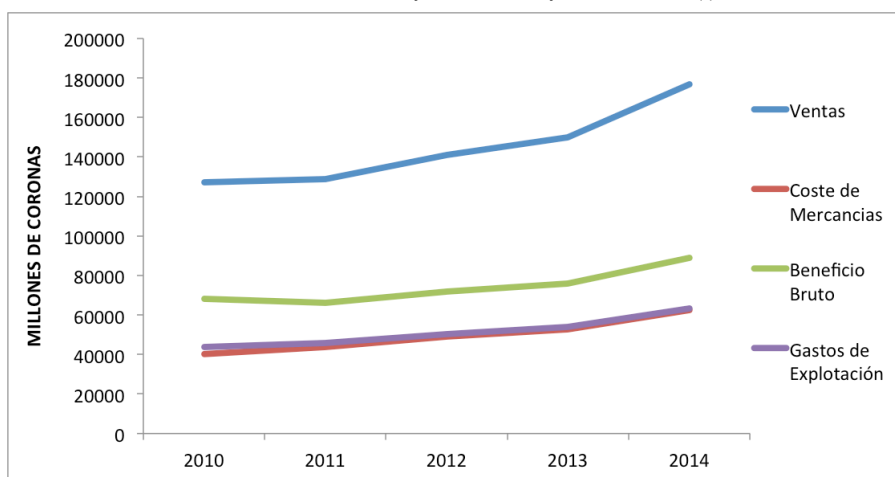
Gráfico 12: Análisis Horizontal del Pasivo y PN H&M



Fuente: Elaboración propia a partir de balances de H&M 2010-2014

En cuanto a las partidas de pasivo, las ganancias retenidas, componente fundamental del PN, representan el 41% del total de activo. En este sentido, tal como muestra el gráfico 12, el PN aumenta un 16,7% en el periodo de estudio, creciendo también el PNC un 221,4% y el PC un 46,6%. Sin embargo, en términos relativos al activo total, mientras que la importancia del PNC y PC sufre un ligero repunte del 3% y 3,46% respectivamente, el PN retrocede en la misma proporción, un 6,46%.

Gráfico 13: Análisis PyG Horizontal y Vertical H&M (I)



Fuente: Elaboración propia a partir de las PyG de H&M 2010-2014

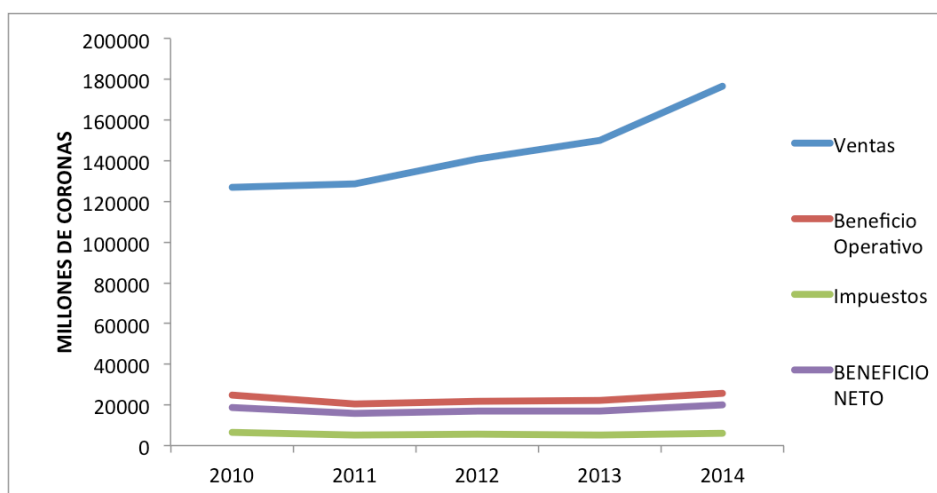
El gráfico 13, refleja un beneficio bruto que crece un 30,44% por un crecimiento de las ventas en el período de estudio del 39,11%, mientras que los costes de los bienes vendidos aumentan un 55,09%. Los gastos de administración aumentan un 73% y el beneficio operativo despunta un 3,75%. El coste de los aprovisionamientos, aumenta frente

a las ventas en un 3,64% y pasa a ser el 35,31% de la cifra de negocio en 2014, inferior al 41% de Inditex y al 61,7% de GAP.

La gráfica 14 muestra el resultado neto del ejercicio de H&M en los últimos cinco ejercicios, este ha aumentado casi un 7% pasando de 18.681mill. a 19.976mill.SEK en 2014, un 14,7 y un 11,31% de las ventas totales al inicio y final del período analizado.

El resultado antes de impuestos, ligeramente inferior al beneficio operativo, ha aumentado un 3,55% hasta alcanzar los 25.895mill.SEK. La sociedad sueca, soporta en 2014 una tasa efectiva de impuesto del 22,86%, casi idéntica a la de Inditex 22,64% y muy inferior a la de GAP 37,3%. Estos impuestos en 2014 representan el 3,35% de las ventas, frente al 3,06% y 4,57% de Inditex y GAP, respectivamente.

Gráfico 14: Análisis PyG Horizontal y Vertical H&M (II)



Fuente: Elaboración propia a partir de las PyG de H&M 2010-2014

4.2 La estructura del Capital Corriente

El capital corriente (en adelante CC) compuesto por la suma de NOF y RLN, es “el componente central de la liquidez de la empresa” (Garrido e Íñiguez, 2015, p.305) y es “su capacidad para atender sus compromisos de pago a corto plazo”. Por tanto, las sociedades deben disponer de efectivo suficiente en el momento en que puedan necesitarlo, de lo contrario habrán de endeudarse o liquidar activos disponibles.

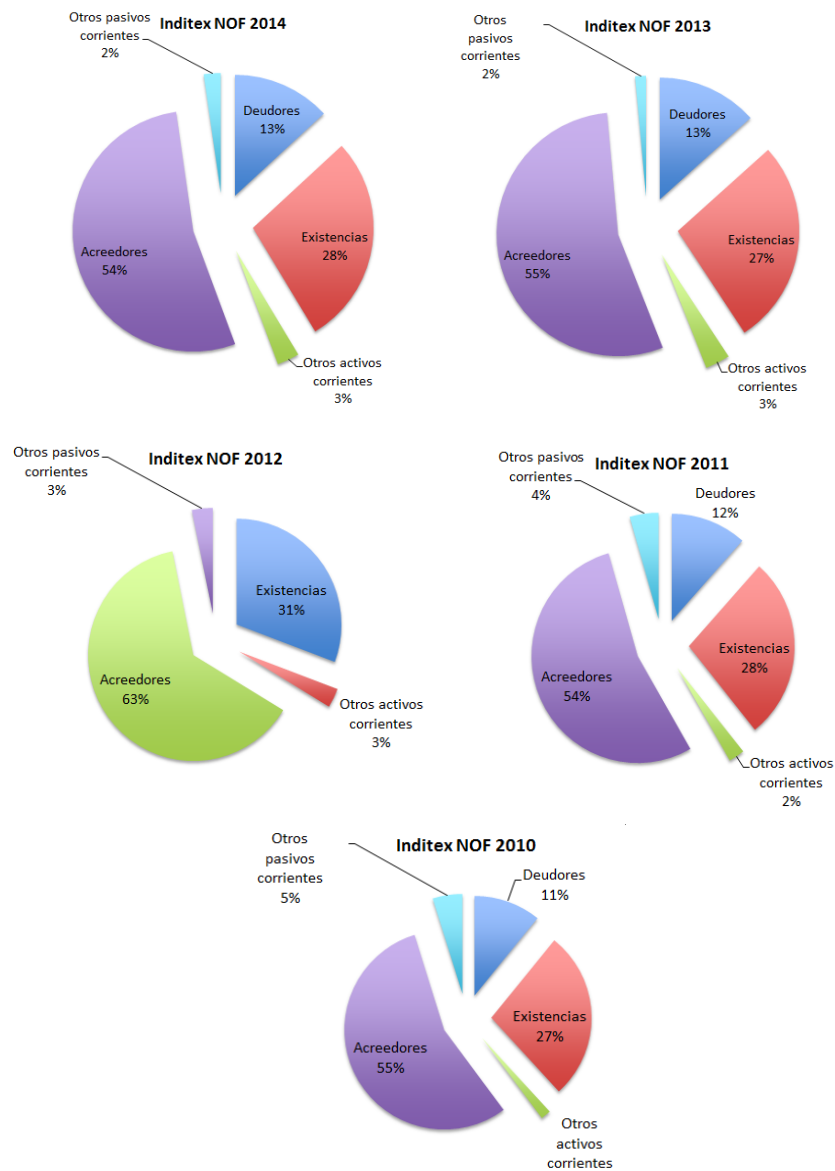
Los Recursos Líquidos Netos (en adelante RLN), se definen como la caja neta de que dispone la empresa y es uno de los componentes del capital corriente (CC). Están compuestos por tesorería y activos líquidos, inversiones financieras a corto (C/P) y en empresas del grupo a corto plazo (C/P), menos las deudas financieras a C/P y las deudas a C/P con empresas del grupo. En conclusión, la RLN es AC financiero menos PC financiero.

Las Necesidades Operativas de Fondos (en adelante NOF) en cambio, comprenden “la parte del capital corriente...relacionada con el recorrido del ciclo de explotación de la

empresa”, “también denominado financiación espontánea o recurso sin coste” (Llorente, 2010, pp.228 y 286) ya que el proveedor no le aplica intereses. Las NOF indica “los fondos que la empresa tiene que tomar para financiar sus activos operativos en el caso que la financiación de los proveedores no sea suficiente” (Llorente, 2010). Se trata de la parte de AC de la explotación que no está financiada por PC de la explotación, esto es el AC de la explotación (ACEx) menos el PC de la explotación (PCEx). El ACEx son las existencias y deudores, periodificaciones de activo a C/P y activo por impuesto corriente. El PC de explotación, en cambio, son acreedores, periodificaciones de pasivo a C/P y pasivo por impuesto corriente.

En las siguientes gráficas 15, 16 y 17 se descomponen las partidas positivas y negativas que conforman las NOF para observar cuál de los dos grupos es preponderante y por tanto determina la magnitud y el signo de las NOF.

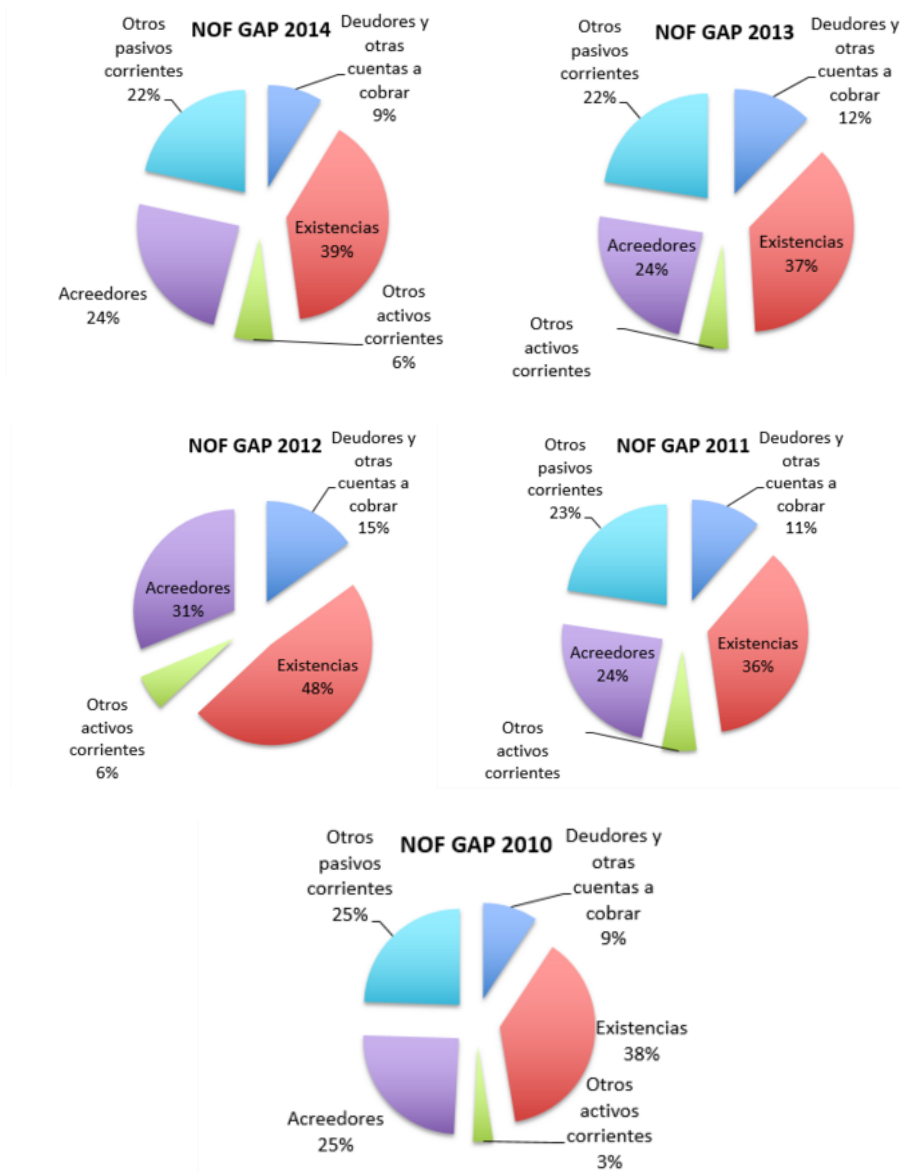
Gráfico 15: Componentes de las NOF de Inditex y su evolución



Fuente: Elaboración propia a partir de los balances de Inditex 2010-2014

Como se observa en el gráfico 15, las NOF de Inditex son negativas, a diferencia de las de sus competidoras. Esto se debe a que el AC de explotación, es mayor que el PC de explotación. Los acreedores y otros pasivos corrientes son superiores a las existencias, deudores y otros activos corrientes. Sin embargo, las NOF aumentan en el período de estudio, de -903 a -741mill.€ por una ligera, aunque importante, reducción de la partida de acreedores del PC de explotación. Esto puede ser debido, en parte, a la nueva legislación española que invita a la reducción del periodo medio de pago a proveedores. La considerable partida de acreedores, que representa 3.500mill.\$, es una partida que aparece restando en el cálculo de las NOF. Esta menor necesidad de fondos, supone una de las razones del éxito de Inditex, al financiar por completo su proceso productivo los acreedores y tener unos créditos con clientes y existencias mucho menores, de 862 y 1.860mill.€, respectivamente.

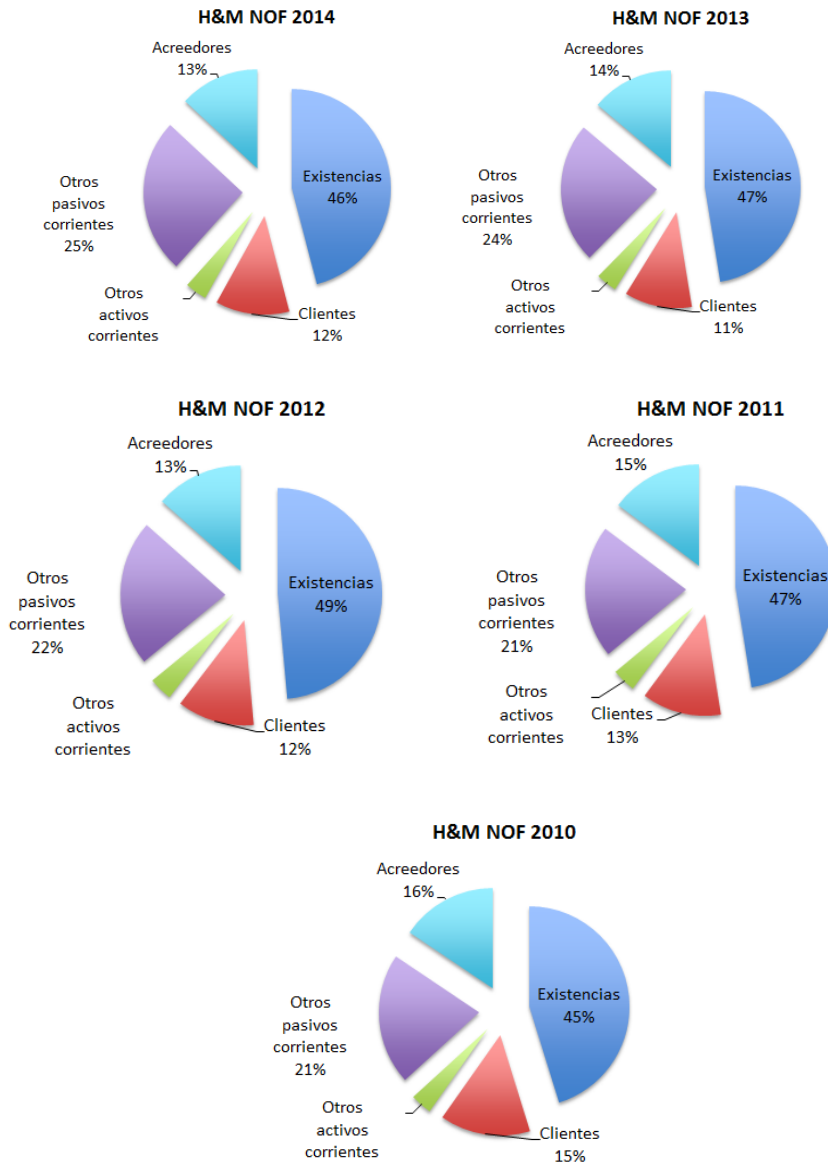
Gráfico 16: Componentes de las NOF de GAP y su evolución



Fuente: Elaboración propia a partir de los balances de GAP 2010-2014

Para GAP, como el peso del AC de explotación en 2010 es superior al PC de explotación, las NOF serán 68mill.\$.. Al final del período de estudio las NOF alcanzan los 390mill.\$, pudiéndose observar cómo este aumento del 473% es debido a la acumulación de un mayor stock en forma de existencias.

Gráfico 17: Componentes de las NOF de H&M y su evolución

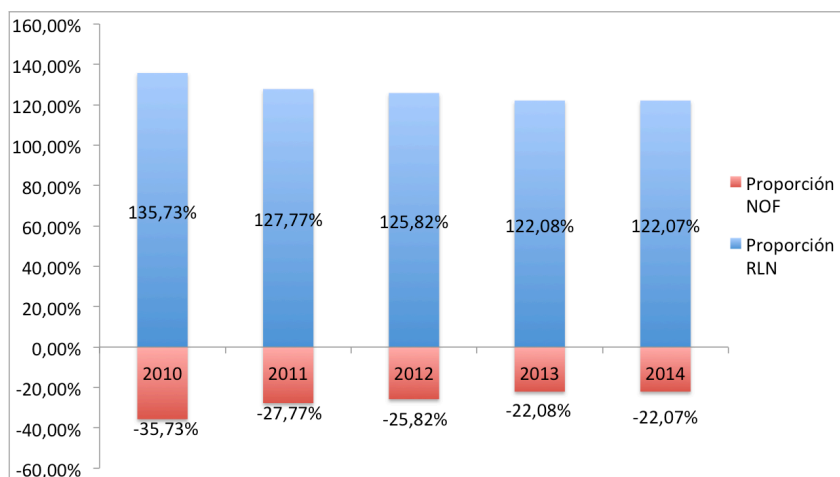


Fuente: Elaboración propia a partir del balance de H&M 2010-2014

En H&M, debido a que en 2014, su AC de explotación es mayor que el PC de explotación, las NOF son positivas. Esto indica que la empresa sueca debe invertir en su ciclo de explotación, al contrario que Inditex que está totalmente financiada por sus acreedores. En este caso los acreedores disminuyen al financiarle cada vez menos. Crece las necesidades operativas de fondos casi un 30% en el periodo de estudio porque al aumentar las ventas, se aprovisiona con un 38,21% más de existencias en fábrica, aun no vendidas. Este stock no le permite adaptarse con rapidez a los cambios en la tendencia del mercado.

Para las tres sociedades, al descomponer el Capital Corriente (CC) o AC menos PC, es posible entender la forma en que amortiguan y absorben los desfases entre las corrientes de cobros y pagos. Es importante, entender que esta variable es equivalente en su magnitud al Fondo de Maniobra, pero tienen diferente interpretación. Para estudiarlo, se presenta en los gráficos 18 a 23 la proporción y variación porcentual del CC junto con la causa de sus cambios, NOF y RLN.

Gráfico 18: Proporción CC compuesta por RLN y NOF, Inditex



Fuente: Elaboración propia a partir de los balances de Inditex 2010-2014

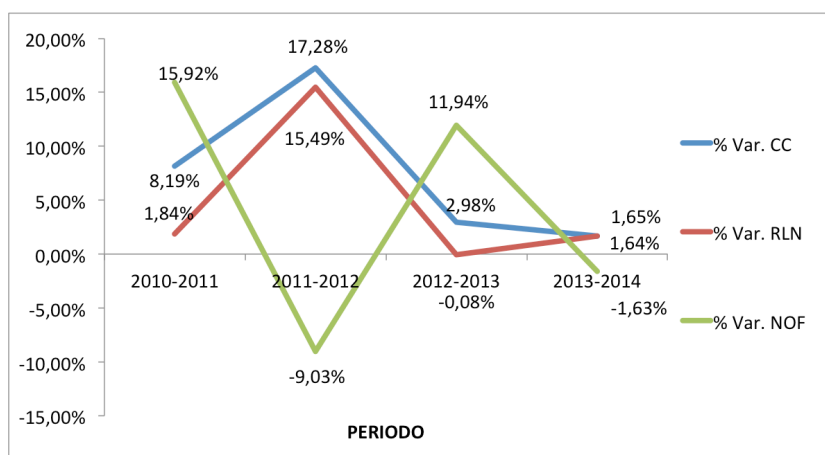
A través de un segundo análisis de la estructura del CC, y volviendo de nuevo sobre Inditex, se observa que aún siendo las NOF negativas en 2010, se hacen menos negativas al aumentar su valor según se aproxima al 2014. A su vez, la tabla 1 muestra cómo la RLN también aumenta, y se observan a través del gráfico 19 los cambios porcentuales positivos del CC.

Tabla 1: Capital corriente Inditex

INDITEX mil.€	2010	2011	2012	2013	2014
RLN	3.431	3.494	4.035	4.032	4.098
NOF	-903	-759	-828	-729	-741

Fuente: Elaboración propia a partir de los balances de Inditex 2010-2014

Gráfico 19: Variación porcentual CC y sus causas NOF y RLN, Inditex



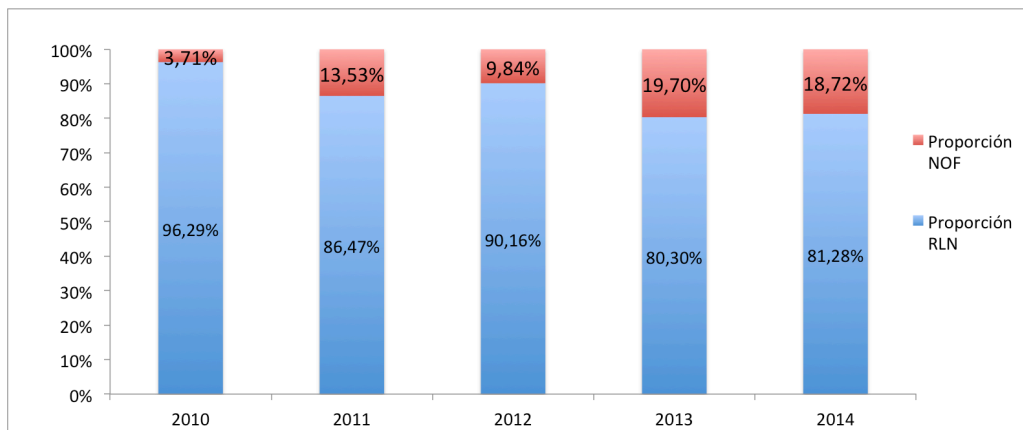
Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de Inditex 2010-2014

De nuevo, del gráfico 19 se desprende también que, el aumento del 8,19% de Capital Corriente en el período comprendido entre 2010 y 2011, es debido a un incremento tanto de las NOF, que crecen un 15,92% como de la RLN que aumenta un 1,84%.

El CC, en tanto que destino de esos recursos, aumentará aún con más fuerza en el periodo siguiente, un 17,28%, al crecer la RLN el 15,49% (641mill.€).

Continuando con el análisis de GAP, como se observa en la gráfica 20, dispone de unas NOF que ya son positivas. Con todo, no llegan a superar el 20% del valor del capital corriente, en el período de estudio. Las NOF, tal como expresa la tabla 2, oscilan entre 68mill.\$, y 391mill.\$, y sufren, tal como muestra la gráfica 21, un drástico aumento en el periodo 2010-2011 del 333%. En contraprestación, presenta una liquidez de entre el 80% y el 96,29% del CC, cuyo valor mínimo 1.594mill.\$, se alcanza en 2013.

Gráfico 20: Proporción CC compuesta por RLN y NOF, GAP



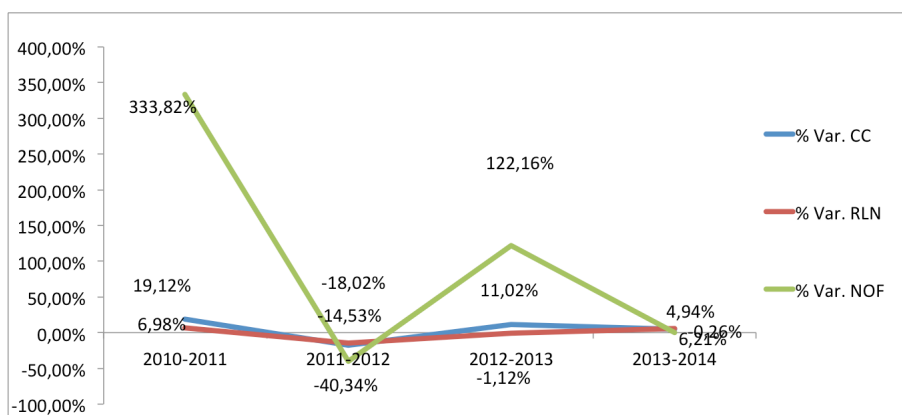
Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales consolidadas de GAP 2010-2014

Tabla 2: Capital corriente GAP

GAP mill.\$	2010	2011	2012	2013	2014
RLN	1.763	1.886	1.612	1.594	1.693
NOF	68	295	176	391	390

Fuente: Elaboración propia a partir de los balances consolidados de GAP 2010-2014

Gráfico 21: Variación Porcentual CC y sus causas RLN y NOF, GAP



Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales consolidadas de GAP 2010-2014

Una vez expuesto lo anterior, GAP no tendrá ningún problema para cuadrar las corrientes de cobros y pagos durante el periodo 2010-2014, pues tendrá un considerable colchón de efectivo para hacer frente a cualquier imprevisto.

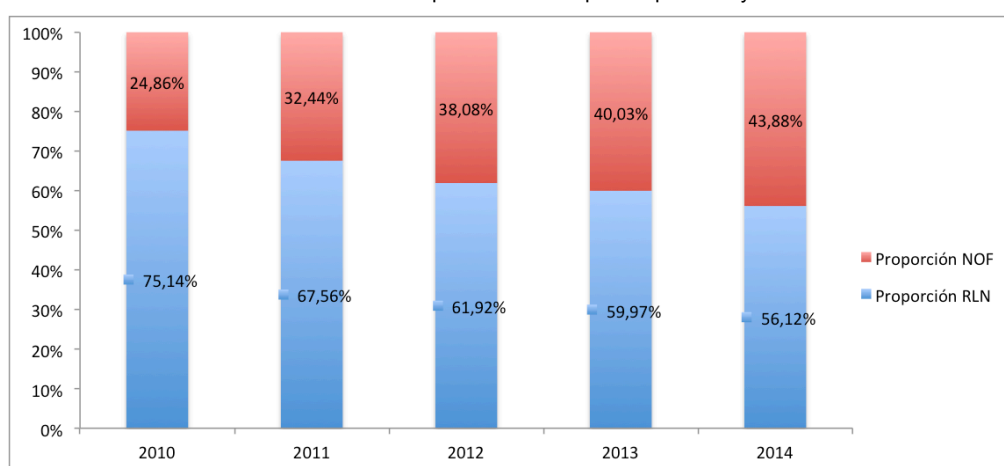
Finalmente, H&M presenta unos recursos líquidos netos más que suficientes para cubrir las NOF, y dispone un CC similar a GAP en términos absolutos tal como se muestra en la gráfica 22 y en la tabla 3.

Tabla 3: Capital corriente H&M

H&M mil.SEK	2010	2011	2012	2013	2014
RLN	20.352	16.998	14.378	13.067	12.592
NOF	6.733	8.163	8.844	8.724	9.846

Fuente: Elaboración propia a partir de los balances consolidados de H&M 2010-2014

Gráfico 22: H&M Proporción CC compuesta por RLN y NOF



Fuente: Elaboración propia a partir de los balances consolidados de H&M 2010-2014

Se observa sin embargo en el gráfico 23, cómo, mientras las NOF aumentan un considerable 21,21% entre 2010 y 2011, los recursos líquidos sufren una caída del 16,5%, provocando una reducción del CC superior al 7%.

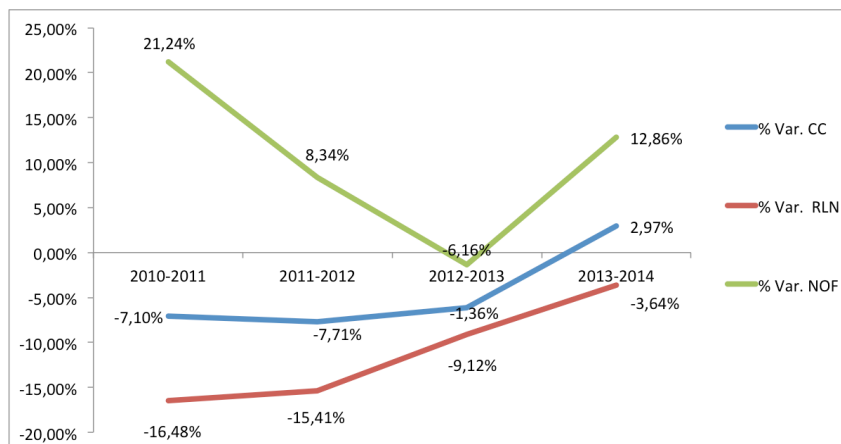
Ocurre lo mismo el año 2011-12, reduciéndose la RLN en H&M en un 15% mientras aumentan de nuevo las NOF un 8%. De este modo, en 2014 alcanzan máximos las NOF y mínimos la RLN. Es un claro indicativo de la tendencia a corto y medio plazo sobre el menor tamaño del CC que, por tanto, reduce el margen de seguridad para hacer frente a los desajustes de los pagos y cobros en el futuro sin necesidad de endeudarse.

Al cabo de los cinco años, las NOF de H&M han aumentado un 46,23% mientras que la RLN ha bajado un 38%, en consiguiente el CC disminuye algo más de un 17%.

Por todo lo anterior, debe notarse que si el CC sigue disminuyendo, al aumentar las NOF, la expansión a través de la deuda en el caso de GAP y H&M, se verá limitada, ya que llega un punto en que el riesgo es excesivo. Por otro lado, la deuda habrá que rentabilizarla, ya que tiene un coste considerable. Si esa deuda no les genera una rentabilidad superior al coste de los intereses, como se explicará en el último apartado de

este trabajo, los gastos financieros minorarán el margen y finalmente disminuirán los beneficios y la rentabilidad, siendo una cuestión de vital importancia a tener en cuenta.

Gráfico 23: Variación porcentual de CC y sus causas RLN y NOF, H&M



Fuente: Elaboración propia a partir de los balances consolidados de H&M 2010-2014

Debe concluirse que el CC es positivo en las tres sociedades analizadas, por cumplirse que el AC es mayor que el PC. Se trata de la situación óptima, ya que parte del AC está financiado por recursos permanentes. En el caso de Inditex y H&M, no utilizan deuda financiera, ya que resulta suficiente la financiación de los proveedores. Esto les permite expandirse más porque no dependen de deuda ni de costes financieros, por lo que mejorarán su rentabilidad. Es previsible que desde el punto de vista de la generación de flujos de efectivo y de solvencia a C/P, Inditex tenga una mejor posición que sus competidores. Otro aspecto a destacar es el excesivo CC, ya que un exceso de liquidez supone un coste de oportunidad para las sociedades.

4.3 Análisis del equilibrio financiero de las sociedades: El Fondo de Maniobra

El Fondo de Maniobra (en adelante FM) coincide económicamente con el capital corriente (CC), pero difiere en su interpretación económica. Es el exceso de los capitales permanentes PN y PNC que ya han cubierto la financiación del ciclo de producción, que incluye al ANC y se destinan a financiar al AC a través de las NOF.

$$FM = (PN + PNC) - ANC \quad (1)$$

Las sociedades financian el ANC con estos recursos permanentes y lo que excede es el Fondo de Maniobra, que se destina a financiar el CC, compuesto por NOF y RLN. Como se observa en las gráficas 24, 25 y 26, este exceso debe financiar las NOF (no así en el caso de Inditex que es negativa) y la RLN.

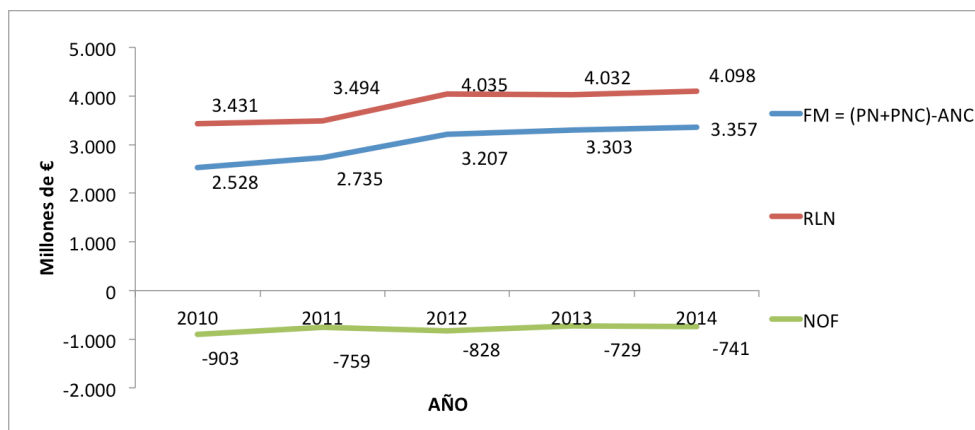
El FM es lo que le permite a las sociedades tener cierto margen de maniobra de seguridad o colchón para dar estabilidad o liquidez al CC, para hacer frente a imprevistos, ya que depende de la realización del ciclo de producción, en que se aprovisionan,

producen, venden y cobran las prendas de ropa. Se llama FM, porque evita problemas ante un retraso en el Periodo Medio de Maduración (PMM).

4.4 La financiación de las NOF: El equilibrio entre FM y NOF

En el caso de Inditex, como muestra el gráfico 24, se puede observar como el CC, en tanto que aplicación del FM, está compuesto por unas NOF negativas, porque el proveedor le financia todo el ciclo de producción, aportando mucho más dinero del que la sociedad necesita. Esos recursos excedentarios estarán financiando la tesorería, y por tanto, la RLN superará en magnitud al FM. Se constata en las tres sociedades, la existencia de un “superávit de financiación” (Llorente, 2010, p.236) por ser $FM > NOF$, ya que en Inditex la RLN alcanza los 4.098mill.€ en el año 2014 tras haber aumentado un 19,5% en el periodo de estudio.

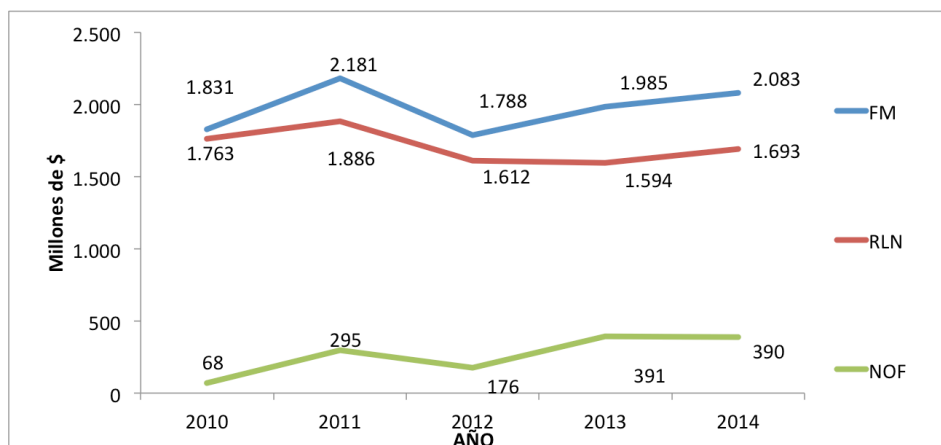
Gráfico 24: Superávit de financiación INDITEX $NOF < FM$



Fuente: Elaboración propia a partir de los balances consolidados de Inditex 2010-2014

Como consecuencia de su particular modelo de negocio, Inditex obtiene más recursos de los que necesita, en cierto modo debido a que posee un ciclo de explotación muy dinámico totalmente financiado por el proveedor. De esta forma no arriesga su capital porque lo que tarda en pagar al proveedor suficiente para hacer frente a sus acreedores.

Gráfico 25: Superávit de financiación GAP, $NOF < FM$

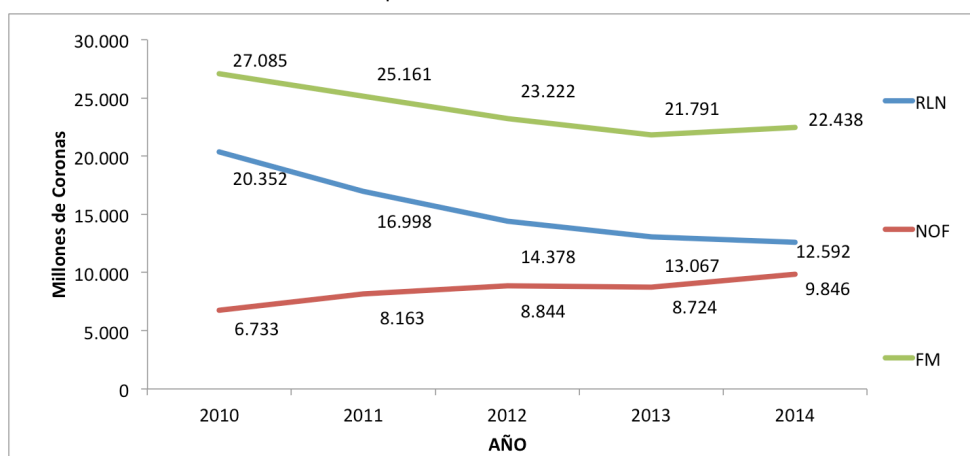


Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas consolidadas de GAP 2010-2014

En cambio, GAP como se expresó anteriormente, es la única que no obtiene la totalidad de sus recursos financieros de su PN ya que dispone de préstamos bancarios a L/P en 2014 de 1.141mill.\$. Estos recursos son más que suficientes para financiar a los clientes y las existencias no financiadas por proveedores.

Finalmente, H&M ve reducida su tesorería y aumenta su necesidades operativas de fondos. Reduce su FM en más de un 17% en el periodo de estudio, aumentando el riesgo al tener un menor margen de seguridad. Sin embargo, tiene capacidad para endeudarse si fuese necesario, no constituyendo un problema para la sociedad a medio plazo.

Gráfico 26: Superávit de Financiación H&M NOF<FM



Fuente: Elaboración propia a partir de los balances consolidados de H&M 2010-2014

Las tres sociedades financian correctamente su estructura productiva tanto no corriente como corriente al haber superávit con fondos de maniobra positivos en los tres casos y mayores que las NOF. La tesorería que no necesitan, la destinan a invertir en ANC, es decir, a expandirse. Por ello, las tres empresas están perfectamente equilibradas entre sus necesidades económicas, sus activos y los recursos financieros necesarios para realizar su ciclo productivo.

5. Análisis de solvencia financiera

5.1 Análisis de equilibrio o solvencia a C/P

Siendo el equilibrio financiero, “la capacidad de la empresa para hacer frente en cada momento a las exigibilidades” (Llano y Piñeiro, 2003, p.16), el equilibrio o solvencia a corto plazo (C/P) o de la estructura financiera a C/P, lo sustenta el Coeficiente Básico de Financiación (CBF) que será analizado posteriormente. A continuación se analizarán tres ratios de liquidez o riesgo financiero a C/P que permitirán conocer la capacidad de cumplimiento de las obligaciones a C/P de las tres grupos consolidados.

a) Ratio corriente o de liquidez general (en adelante RC) (Garrido e Iñiguez, 2015, p.331). También conocido como ratio de disponibilidad inmediata, ratio de solvencia a corto plazo, distancia a la suspensión de pagos o “*working capital ratio*”. “Es igual al activo corriente dividido por el pasivo corriente” (Amat, 2008, p.90). Este ratio indica la capacidad de la empresa para generar suficientes recursos líquidos, por medio de los cobros a C/P, para atender a sus obligaciones de pago del PC, por tanto inferiores a un año. A mayor ratio, mayor será la garantía para los acreedores a C/P para cobrar sus deudas por existir mayor liquidez, al haber más AC que PC. Parece lógico que la existencia de un ratio excesivo implicará menor rentabilidad esperada por tener recursos ociosos.

El ratio de liquidez general debe ser mayor que la unidad, y su valor ideal será aquel que permita a la sociedad superar situaciones de adversidad económica, por ejemplo, ante una crisis que implique disminución de ventas o disminución de los periodos de pago. Se debe situar, según Garrido e Iñiguez, entre 1,5 e incluso cercano a 2, significando el doble de AC que PC. Sin embargo, no hay que olvidar que depende del sector de la actividad. Por ello, para sectores como el textil de rápido cobro y de pago dilatado, se debería poder trabajar sin problemas de liquidez con ratios más reducidos.

Por un lado Inditex, una sociedad prototipo de solvencia, de acuerdo con el ratio corriente representado en la gráfica 27, reduce ligeramente su liquidez durante el periodo analizado. Mantiene su RC en 1,94 en 2010, y 1,9 en 2014. Si descomponemos los componentes de este ratio, observamos que la tesorería y equivalentes dentro del AC, pueden hacer frente por si solos al PC, ya que representan el 101,31% del total de PC. Por otro lado GAP, cuenta con una ratio de liquidez general representada en la gráfica 28, que indica que, en principio, la liquidez ha ido aumentando ligeramente al crecer la ratio de 1,874 en 2010, a 1,932 en 2014. Finalmente, la misma ratio en H&M, como muestra el gráfico 29, es 2,96 en 2010 y 2,11 en 2014. Por ello, la solvencia a corto de H&M es superior a la de sus competidores. Sin embargo, tiende a reducirse debido a la disminución del 15% de su efectivo y equivalentes. Además aunque las existencias aumentan casi un 69%, tan solo es síntoma de un exceso de stock que no justifica por si mismo la disponibilidad de recursos líquidos, hasta que no se vendan y se cobren.

b) *Quick Ratio*, test o prueba ácida 1 (Garrido y Iñiguez, 2015, p.332) (en adelante TA1). También utilizado por otros autores como Ratio de liquidez, o Ratio de Disponibilidad Ordinaria.

$$TA1 = \frac{AC - Inventarios}{PC} = \frac{AC - Existencias - ANCMV}{PC} \quad (2)$$

El “*quick ratio*” es el AC menos las existencias y el ANC mantenido para la venta (en adelante ANCMV). Este ratio, muestra el grado en que se cubre el PC por las

disponibilidades y cuasi-disponibilidades, que son: tesorería, inversiones financieras temporales y clientes. Tal como se observa en los gráficos de ratios anteriormente citados 27, 28 y 29, su cálculo nos lleva a concluir que la ratio es mayor que 1 en las tres sociedades. No presenta problemas para hacer frente al PC mediante el efectivo y los derechos de cobro. No obstante, un ratio excesivo implicará en cierta medida una menor rentabilidad potencial.

El “*quick ratio*” en Inditex, representado en el gráfico 27, muestra el nivel de disponibilidad ordinaria o de liquidez que pasa de 1,49 en 2010, a 1,4 en 2014. En GAP se mantiene en 1,1 en 2010 y en 1,087 en 2014 y finalmente en H&M baja de un considerable 2,13 en 2010 a 1,15 en 2014. Como muestran los gráficos 28 y 29, GAP y H&M son las que tienen un ratio más próximo a la unidad, las que en principio se podría esperar, sean más eficientes con sus activos líquidos. De este modo, se confirma que la liquidez general de H&M se debe más a sus existencias que a su efectivo y equivalentes.

Los tres grupos textiles consolidados se encuentran actualmente en un contexto de crecimiento y destinan un buen nivel de sus flujos de explotación a inversión. Tal como muestran sus Estados de Flujos de Efectivo (EFE), las sociedades invierten en 2014 las siguientes proporciones de su flujo de explotación: el 28% GAP, el 36% H&M y más del 55% Inditex. Es posible afirmar que las tres sociedades rentabilizan suficientemente su efectivo al generar valor con crecimientos sostenibles.

En este contexto de expansión controlada y al existir un nivel de dividendo importante, puede decirse con relativa seguridad, que las empresas generan riqueza a mayor velocidad de la que son capaces de consumirla en forma de inversión o dividendos y la utilizan como colchón financiero para reaccionar con rapidez ante oportunidades en el mercado, sin necesidad de ampliar capital o pedir más crédito.

En el caso de Inditex, soluciona su excesivo “cash”, repartiendo como dividendos más del 50% de sus beneficios netos, quedando el remanente en tesorería, cuando podría repartirlo todo y con ello aumentar la rentabilidad de los recursos disponibles y mostrar así un mejor ratio de liquidez.

c) Ratio de Tesorería (RT o AT2) (Garrido e Iñiguez, 2015, p.333) o Liquidez inmediata o “*Acid Test*” 2 para no confundirlo con el quick ratio que también es conocido como “*Acid Test*”.

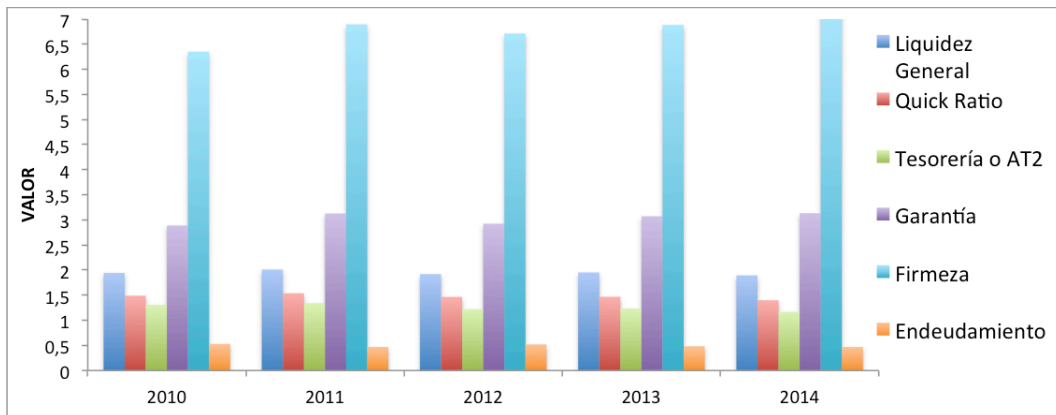
$$RT = \frac{\text{Efectivo y equivalentes}}{PC} \quad (3)$$

El AT2 de Inditex, como muestran los gráficos 27, 28 y 29, evoluciona en los cinco años de estudio, pasando de 1,31 a 1,17, el de GAP de 0,91 a 0,9 y el de H&M de 1,86 a 0,9. Una posible interpretación de este ratio es como “la exigencia de” los “proveedores”

(Llano y Piñeiro, 2003, p.16) que requieren que “entre el 80% y el 100%” del “exigible a corto plazo, debe estar garantizado por activos a corto plazo” (disponible más realizable cierto), lo cual se constata para las tres sociedades.

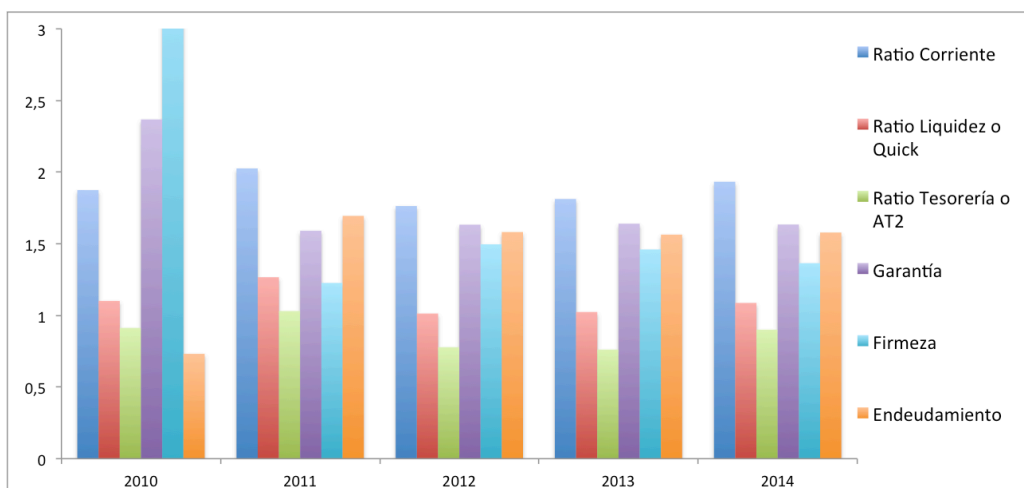
En el caso particular de Inditex, al tener suficientes activos disponibles y realizables para hacer frente a sus obligaciones a C/P, tiene un ratio de liquidez inmediata superior a 1. Se podría llegar a pensar que tiene recursos ociosos y que la sociedad no tiene la intención de crecer, pero al estudiar su modelo de expansión detenidamente, se observa que tiene niveles de crecimiento altos, con una expansión sostenible y saneada. Podría llegar a invertir además de los 1.800mill.€, los casi 3.800mill.€ que tiene de remanente en tesorería en 2014. En cambio, opta por una estrategia de crecimiento y riesgo controlados. Protege de este modo el crecimiento de los beneficios futuros, evitando así deteriorar su tamaño comercial, económico y financiero. La empresa gallega, se centrará en el personal con talento y la apertura de tiendas con un posicionamiento bien estudiado.

Gráfico 27: Ratios de equilibrio financiero Inditex

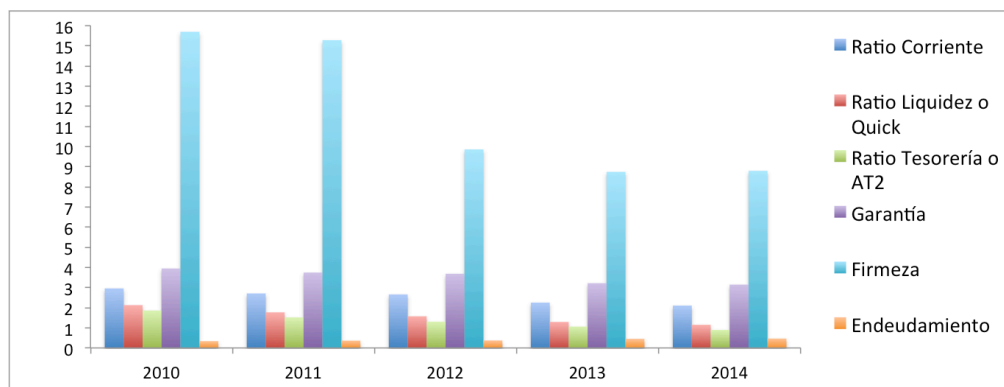


Fuente: Elaboración propia a partir de los balances de Inditex, 2010-2014

Gráfico 28: Ratios de equilibrio financiero GAP



Fuente: Elaboración propia a partir de los balances de GAP, 2010-2014

Gráfico 29: Ratios de equilibrio financiero H&M

Fuente: Elaboración propia a partir de los balances de H&M 2010-2014

5.2 Análisis de Solvencia a L/P

Los ratios de largo plazo (L/P) determinan la capacidad de la empresa para hacer frente a sus obligaciones a medio y largo plazo.

a) Ratio de Garantía o “distancia a la quiebra” (Amat, 2008, p.94) también conocida como ratio de solvencia, mide la proporción de activos en relación a las deudas exigibles, tanto financieras como no financieras.

$$\text{Ratio de garantía} = \frac{\text{Activo Total}}{\text{Pasivo Total}} \quad (4)$$

La garantía debe ser intuitivamente superior a la unidad, ya que indica la capacidad de la sociedad para afrontar sus deudas con terceros. Muestra “la garantía que ofrece a sus acreedores en caso de una hipotética liquidación de sus activos” (Garrido e Íñiguez, 2015, p.359). Cabe suponer que los activos superan a los pasivos y por tanto el PN, en tanto que Activo menos Pasivo, será positivo, pudiendo entender entonces que la devolución de la deuda está garantizada.

La ratio de Garantía mostrará mayor solvencia cuanto mayor sea su valor, mientras que reducirá su rentabilidad en caso de un exceso de PN, por existir una relación indirecta entre garantía y endeudamiento. Como muestran los gráficos 27, 28 y 29, en Inditex la garantía es de 2,89 en 2010 y de 3,13 en 2014, en GAP es de 2,37 en 2010 y 1,63 en 2014 y, finalmente, en H&M 3,94 en 2010 y 3,14 en 2014.

Se puede concluir que, las tres sociedades también tienen capacidad para devolver sus deudas con un ratio de garantía superior a uno. Ofrecen a sus acreedores suficientes garantías ante una hipotética situación de dificultad. Sin embargo, si comparamos sus activos reales y el exigible total para hacer frente a sus obligaciones a corto y largo plazo sin necesidad de liquidar o vender ningún activo real, el orden de mayor a menor garantía será el siguiente: Inditex y H&M respaldan de igual modo la devolución de su ya de por sí reducida deuda, sin embargo GAP proporciona a sus acreedores menor certeza de cobro.

b) Ratio de Endeudamiento (RE) es la suma de los endeudamientos a C/P y a L/P. Sirve para comprobar el plazo de vencimiento de la deuda. Esta ratio trata de evaluar la cuantía de las obligaciones de pago adquiridas con terceros con respecto a los recursos propios, para conocer la situación estructural del Pasivo y PN. Mide el riesgo financiero de accionistas y acreedores. Un valor en torno a 1, mostrará un equilibrio entre fondos propios y ajenos.

$$RE = \frac{PC}{PN} + \frac{PNC}{PN} \quad (\text{Garrido e Íñiguez, 2015, p.365}) \quad (5)$$

Tanto en Inditex, como en H&M tal como muestran las gráficas 27 y 29 respectivamente, el ratio de endeudamiento es inferior a 0,5. Existe por tanto, una proporción de PN algo más de dos veces superior a la de Pasivo.

En el caso de GAP, como muestra el gráfico 28, su ratio de endeudamiento se encuentra entre el 0,73 en 2010 y algo superior al 1,5 el resto de años, muestra de equilibrio, pues aumenta su endeudamiento a L/P desde 2011, mientras mantiene una deuda a corto plazo reducida. En 2014 reduce su PN en un 25%, tras varios años en que el beneficio retenido en reservas se destinaba íntegramente a la compra de autocartera. Es llamativa la amortización de esta autocartera valorada contablemente en 2010 en 14.245mill.\$. Se trata posiblemente, de una reducción del capital social indirecta. Es algo negativo porque se descapitaliza GAP, quizás sea uno de los motivos por los que ha bajado tanto en bolsa en el último ejercicio.

Como se desarrollará en la última sección del presente trabajo, mientras el endeudamiento se rentabilice a través del apalancamiento financiero, la rentabilidad de la deuda elevará la rentabilidad financiera (en adelante RF).

Además, son de aplicación aquí los siguientes ratios que miden la fortaleza de la sociedad en función de la cobertura del ANC, (Garrido e Íñiguez, 2015, p.361):

c) Ratio de Firmeza (con un valor superior a dos, mostrará que la empresa es suficientemente consistente).

$$\text{Ratio de firmeza o consistencia} = \frac{ANC}{PNC} \quad (6)$$

Se observa en los gráficos 27, 28 y 29 que la ratio de firmeza de Inditex se mueve desde 6,35 en 2010 a 7,13 en 2014 y el de H&M se reduce considerablemente de 15,7 en 2010 a 8,89 en 2014. Puede decirse que ambas sociedades superan el test de firmeza. Sin embargo GAP, con una ratio de 3,53 en 2010 y 1,36 en 2014, está en un valor más discreto que roza la inconsistencia.

d) Ratio de Autonomía Financiera

Es el PN dividido entre total Pasivo y mide “el grado de independencia que tiene la empresa en función de la procedencia de los recursos financieros que utiliza” (Garrido Miralles, 2015, p.360).

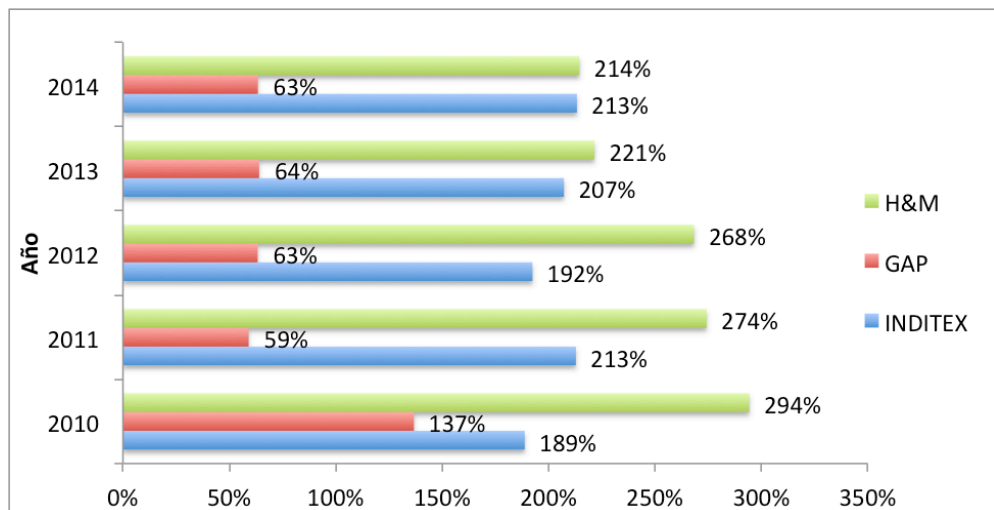
Inditex se caracteriza por una independencia financiera estable y óptima.

En el caso de H&M, muestra una gran, aunque, decreciente firmeza, un endeudamiento reducido y una garantía más que solvente.

GAP es la única de las tres sociedades en la que pueden existir ciertas dudas sobre su autonomía financiera. Tiene una autonomía financiera del 63,37%, al estar mucho más endeudada que sus competidoras. La ratio de GAP muestra cómo empeora su situación de dependencia con respecto al 2010. Tiene una dependencia financiera alta y está mucho más sujeta al pasivo exigible, tanto a corto como a largo plazo, en comparación con Inditex y H&M que tienen una independencia financiera equivalente en 2014 al 213-214%.

Debe notarse que antes del 2010, tanto GAP como H&M tenían mayor autonomía financiera, como se observa en el gráfico 30. Con el tiempo, GAP pierde en términos absolutos un 73,3% de autonomía financiera y H&M un 80%. Inditex, sin embargo, aumenta su independencia un 24,5%. En este punto, siguen siendo tanto la española como la sueca, ejemplos de sociedades con total independencia con respecto al pasivo exigible, teniendo gran poder sobre sus proveedores y entidades financieras.

Gráfico 30: Ratio de autonomía financiera



Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de Inditex, GAP y H&M 2010-2014

6. Coeficiente Básico de Financiación

El coeficiente básico de financiación (en adelante CBF), es utilizado “para el análisis del peso relativo de los Recursos Líquidos Netos en el Capital Corriente Total, dicho de otro modo, para comparar el Capital Corriente Total con las NOF” (Ruiz, 2012, p.30). El CBF está vinculado con el FM y sus componentes NOF y RLN. Es la estructura de financiación de las sociedades e indica si la utilización de recursos permanentes necesarios es excedentaria o deficitaria. Así, cuando los capitales permanentes son mayores que la inversión económica, ya sea en la estructura productiva del ANC o en el ciclo de explotación representado por las NOF, ese coeficiente será mayor que la unidad. Siempre que sea así, va a indicar que a corto plazo, no habrá problemas de liquidez ni de solvencia.

$$CBF = \frac{\text{Patrimonio Neto} + \text{Pasivo No Corriente}}{\text{Activo No Corriente} + \text{NOF}} \quad (7)$$

Los tres grupos consolidados sometidos a estudio, son solventes y generan recursos financieros suficientes para hacer frente a sus obligaciones, a través de sus flujos de explotación. Este indicador muestra, en los tres casos, que no se financia con deuda a corto plazo, ni con las NOF ni con el ANC, sino con deuda a largo plazo.

Ninguno de los tres grupos consolidados tiene problemas de solvencia en términos del CBF, por no tener deuda exigible a corto plazo y, además, la RLN, que es AC financiero menos PC financiero, es positiva en los tres casos y, por consiguiente, el CBF será mayor que la unidad. Esto significa que se financia íntegramente el ciclo de explotación y sobra efectivo en tesorería, para inversiones futuras o en forma de recursos ociosos.

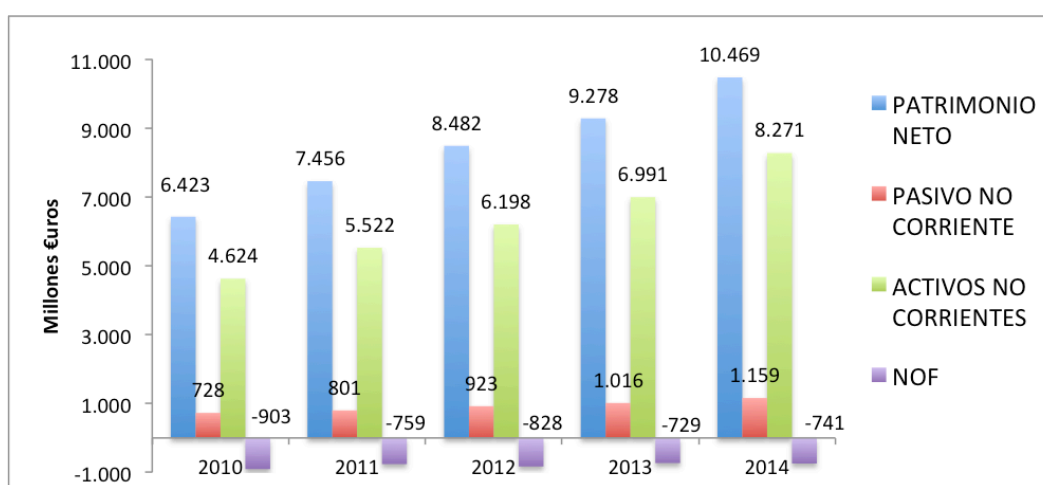
Se utilizan varios gráficos para representar la evolución del CBF de cada una de las sociedades, cuyo comportamiento depende de la relación entre las magnitudes del numerador (destinos) frente a las del denominador (orígenes) según la fórmula (7).

De este modo, puede aumentar la suma de los recursos permanentes, del ANC más las NOF (en adelante los orígenes) que los (destinos) o la suma PN más PNC, como ocurre en Inditex tal como muestra el gráfico 31, así como el gráfico 33 en relación con H&M, y, sin embargo, disminuir el valor del CBF, como refleja comparativamente el gráfico 34. También puede que disminuya el CBF por crecer más los orígenes, mientras aumentan en el numerador los destinos aunque en menor medida. No depende tanto de que los recursos líquidos aumenten para que el CBF crezca, sino de la proporción numerador y

denominador de la fórmula (7). Así, los gráficos 31, 32 y 33 muestran la descomposición de las distintas variables que constituyen el CBF.

En Inditex, aunque el coeficiente disminuye de 1,92 a 1,54 entre 2010 y 2014, con todo, es mayor que la unidad y por tanto el ANC como las NOF están siendo financiados totalmente por recursos permanentes. Además, que los capitales permanentes hayan aumentando progresivamente en el período y que las NOF sigan siendo negativas, en 2010 (-903mill.€) y en 2014 (-741mill.€), no pone en peligro el modelo de Inditex, sino que significa que la liquidez se la proporcionan sus proveedores, sencillamente porque el ciclo de explotación de la sociedad gallega es muy dinámico y al tener cierto margen de maniobra, no tendrá problemas para hacer frente a sus obligaciones.

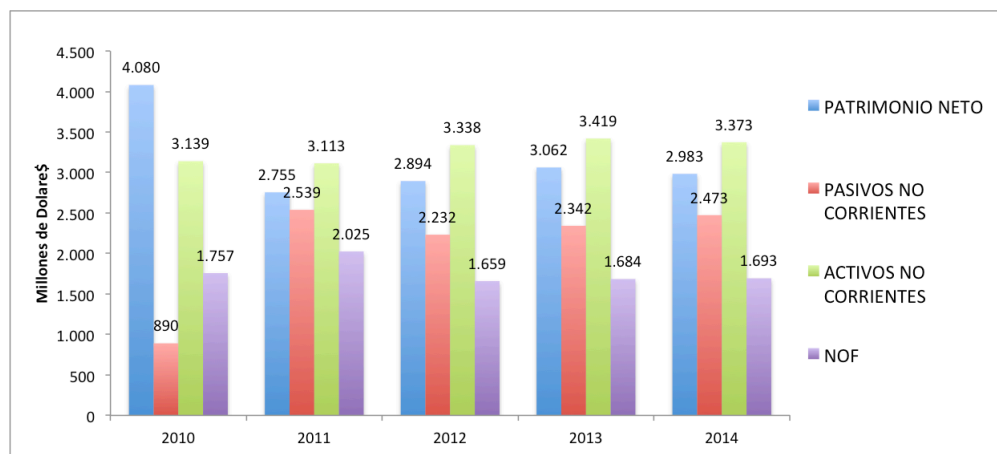
Gráfico 31: Coeficiente básico de financiación Inditex



Fuente: Elaboración propia a partir de los balances consolidados de Inditex 2010-2014

Se puede explicar el CBF de Inditex del siguiente modo: Cuando le compra al proveedor y paga a más de 30 días y cobra esa venta antes de pagarla, puede entenderse que el aprovisionamiento, fabricación, venta y cobro son casi inmediatos, por lo que el negocio le proporciona suficiente liquidez al aprovecharse del margen entre cobros a los clientes y pagos a proveedores.

Gráfico 32: Coeficiente básico de financiación GAP

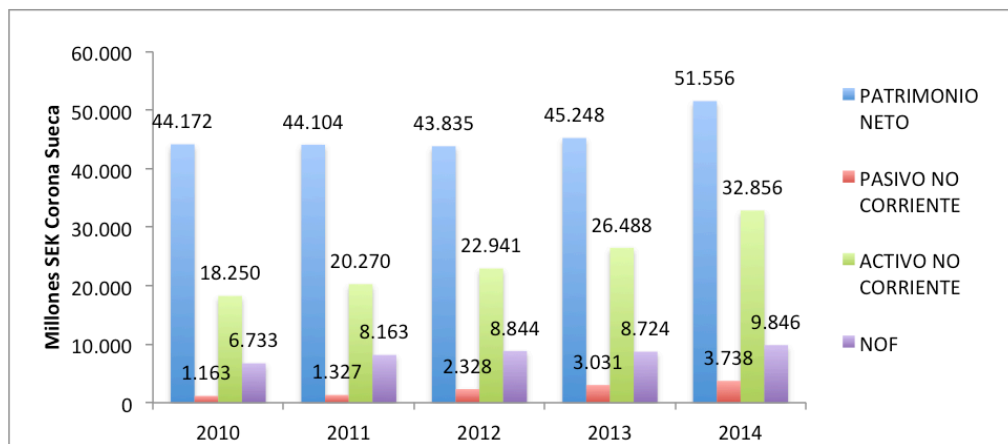


Fuente: Elaboración propia a partir de los balances consolidados de GAP 2010-2014

En relación con GAP sin embargo, el CBF se mantiene estable, a pesar de que aumenta su autocartera entre 2011 y 2013, para, posteriormente, llevar a cabo alguna operación de reducción de capital, por la que el PN se reduce un 27%, en más de mil mill.\$, como se puede constatar en la gráfica 32. Esta reducción de los fondos propios en 2011, se compensa en parte con el aumento del 178% del PNC, resultado de la adquisición por la empresa norteamericana de pasivos a L/P de entre 1.246 y 1.606mill.\$, así como por el incremento de obligaciones a L/P en más de un 28%, llegando a alcanzar 1.141mill.\$ en 2014.

En el caso del H&M, en ese mismo período acaba reduciéndose el CBF de 2,04 a 1,5, siendo separadas sus partidas en el gráfico 33. Supone un descenso similar al del coeficiente de Inditex aunque algo más pronunciado.

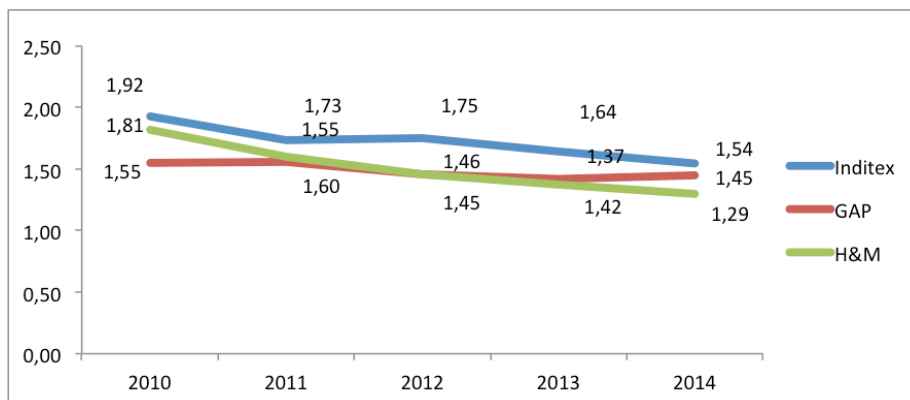
Gráfico 33: Coeficiente básico de financiación H&M



Fuente: Elaboración propia a partir de los balances consolidados de H&M 2010-2014

Podría plantearse de nuevo la cuestión de la existencia de recursos ociosos en H&M, por ser el ratio CBF superior a 1,5. Sin embargo, como se constatará más adelante, en el caso de H&M, las inversiones anuales oscilan entre el 15% y el 45% de su flujo de caja de explotación. Esto demuestra que es una sociedad en expansión que, aunque no invierte tanto como Inditex, lo hace en una proporción similar a la de GAP, sin tener que reducir por ello su tesorería disponible.

Gráfico 34: Comparativa Coeficientes Básicos de Financiación



Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de Inditex, GAP y H&M 2010-2014

La gráfica 34 coteja los CBF de los tres grupos consolidados. Nos presenta a Inditex y H&M de nuevo como las sociedades más líquidas en 2010, es decir, las que tienen mejor solvencia a C/P. Sin embargo, en 2014 asumen más deuda a corto, especialmente H&M que empeora su CBF, quedando Inditex en una mejor posición relativa. Será H&M la que ajusta cada vez más el uso de los recursos permanentes a sus necesidades.

Por ser el CBF mayor que la unidad, todas las sociedades tienen liquidez suficiente, no hacen uso de deuda a corto y no existe riesgo de insolvencia. Muestran capacidad de generar liquidez, así como de afrontar inversiones en el futuro, sin depender de excesiva deuda. Otra cuestión muy distinta es la magnitud de los recursos ociosos o el efectivo apalancado en tesorería, al utilizar más recursos permanentes de los que se necesitan, no siendo capaces de dar aplicación a todos los flujos de explotación.

7. Análisis del Estado de flujos de efectivo

7.1 Flujos de Explotación, Financiación e Inversión

Con el CBF ya se ha comprobado que ninguna de las tres empresas tiene dificultades de liquidez, ya que el efectivo que utilizan, tiene su origen en el flujo de explotación del negocio textil. Las siguientes tres gráficas (35, 36 y 37), muestran el destino de los flujos de explotación de cada sociedad. De este modo, las empresas invierten sus recursos líquidos como flujo de inversión para expandirse y como flujo de financiación para distribuir dividendos y remunerar la deuda con terceros.

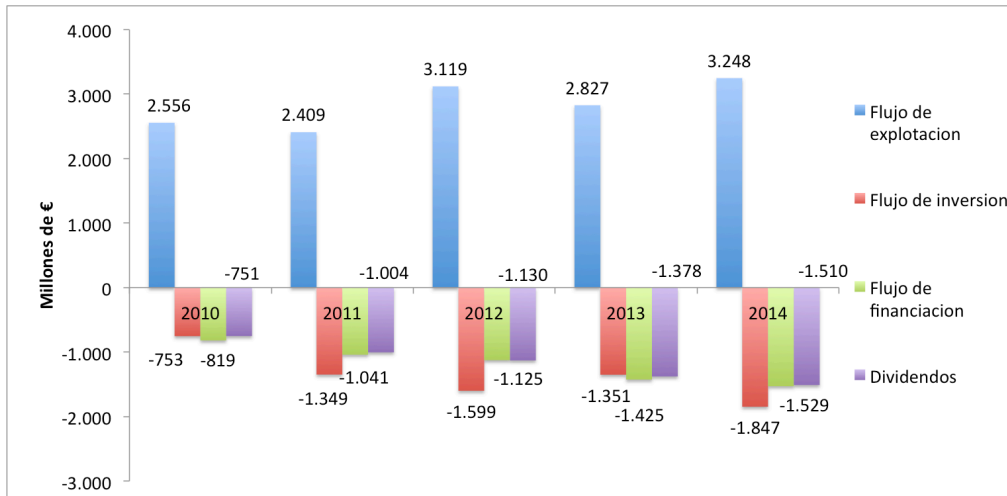
En el caso de Inditex, tal como se observa en la gráfica 35, al no tener deuda neta, sus flujos de caja de financiación se dirigen íntegramente al accionista. En el año 2014 el flujo de efectivo de la actividad textil alcanzó los 3.248mill.€, una liquidez más que considerable, resultado de la explotación después de hacer frente a cobros por ventas y a pagos a proveedores y trabajadores.

Por un lado, el ritmo de inversión del grupo textil crece un 145,3% en los últimos cinco años, siendo el flujo de inversión en 2014 de 1.847mill.€ con un crecimiento un 27% superior al de los flujos de explotación.

Por otro lado, en 2014 los flujos de caja para la financiación representan para Inditex 1.529mill.€, habiendo aumentado el 86% en los últimos cinco ejercicios. De estos, se destinan a dividendo el 99% (1.510mill.€), (6mill.€) a la deuda a corto y los restantes

(27mill.€) para la compra de acciones propias. Constatándose que se destina más a la expansión del grupo que a remunerar a sus accionistas.

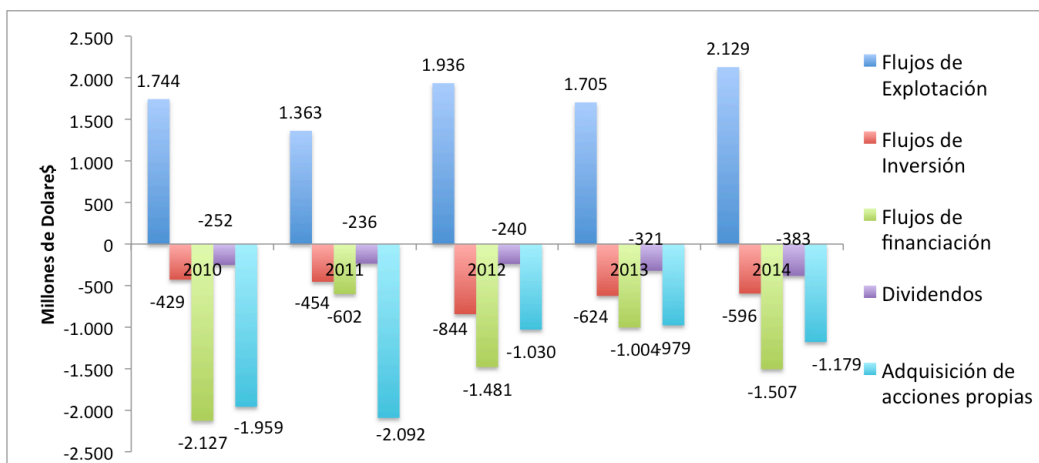
Gráfico 35: Flujos de efectivo Inditex



Fuente: Elaboración propia a partir del EFE consolidado de Inditex

En GAP sin embargo, los flujos de efectivo han tenido un crecimiento proporcionalmente más limitado que en el caso de Inditex. Como muestra la gráfica 36, su inversión crece un 39% (167mill.\$) mientras que los flujos de la actividad crecen solo un 22% (385mill\$). Asimismo, GAP destina a las inversiones una proporción de los flujos de explotación inferior al 30%, muy por debajo del 57% de la sociedad gallega. Se puede observar aquí la llamativa y considerable compra de autocartera, llegando a destinar en 2010 y 2011 los flujos de explotación íntegros a la compra de acciones propias, además de liquidar casi 3.000mill.\$ en concepto de prima de capital durante el ejercicio 2014.

Gráfico 36: Flujos de Efectivo GAP



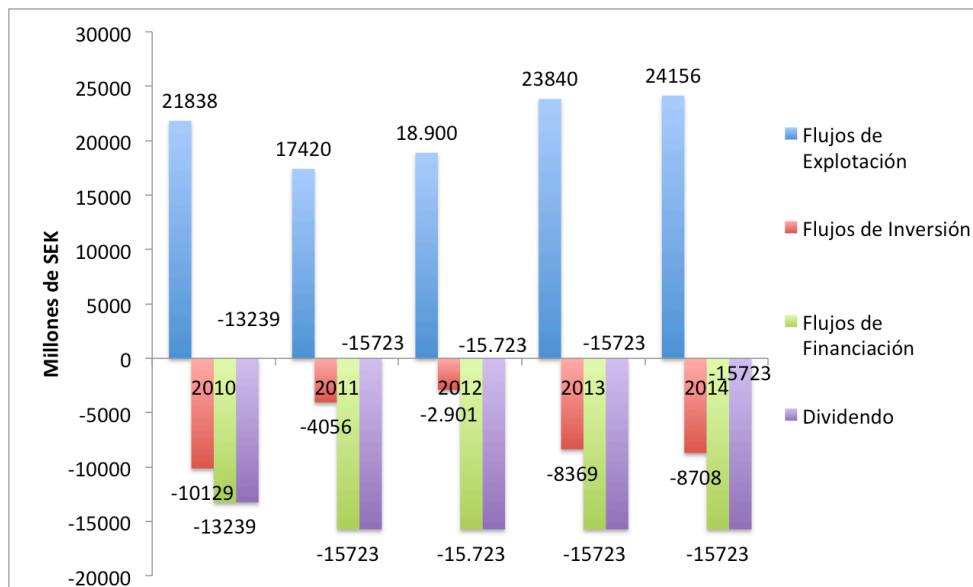
Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales consolidadas de GAP 2010-2014

A diferencia de sus competidoras, GAP solo destina a dividendos un 12% del flujo de financiación en 2010, o, en términos comparativos, un 14,5% del efectivo de explotación, incrementándose estos hasta representar un 25% y un 18% respectivamente en 2014, alcanzando los 383mill.\$.

sociedades americanas no repartir apenas dividendos y destinar sus flujos de la actividad textil íntegramente a su expansión, lo cual es en cierto modo lo que ocurre en GAP, no así en sus competidoras europeas.

Finalmente, H&M invierte el mismo nivel que GAP, alrededor de un 30% del efectivo generado por el negocio. Sin embargo, en términos de los flujos de financiación destina el 100% a pagar dividendo, tal como se observa en la gráfica 37. Con todo, en 2010 la remuneración al accionista representa un 60% de los flujos de explotación, un 90% en 2011 y tan solo un 65% en el 2014. Estas fluctuaciones se deben a que se mantiene el montante destinado a dividendos desde 2011 mientras que los flujos de la explotación, pese a aumentar un 10,6% en total en el periodo de estudio, habían descendido ya en el ejercicio 2011 un 20%.

Gráfico 37: Flujos de Efectivo H&M

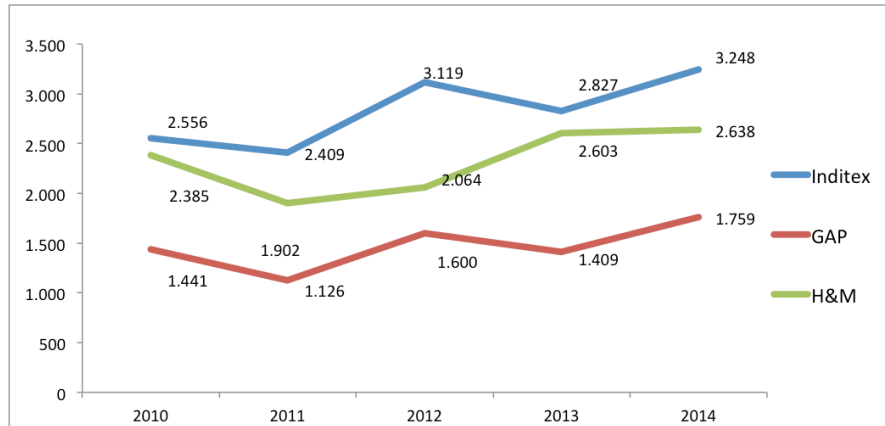


Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales consolidadas de H&M

Se puede verificar que, a través del análisis del estado de flujos de efectivo (EFE), los tres grupos consolidados efectivamente generan flujos de explotación suficientes con los que atender a sus pasivos exigibles, los pagos de inversiones y hacer frente a sus necesidades de expansión. Una vez cubierto lo cual, hacen frente al pago de nuevo activo inmovilizado, para abrir tiendas y realizar reformas, así como retribuir en forma de dividendos a los accionistas.

Para finalizar este apartado, el gráfico 38, cuyos datos están homogeneizados en euros, muestra el efectivo generado por la explotación a tipos de cambio a 31/12/2014 (0,1092 SEK/€) y (1,2101 \$/€). En él, se pueden comprobar las diferencias de nivel efectivo generado por la actividad textil, siguiendo de mayor a menor, el siguiente orden Inditex, H&M y GAP. Nótese que pueden darse los sesgos propios de la fluctuación de divisas.

Gráfico 38: Comparativa de flujos de explotación en € al tipo de cambio 31/12/14



Fuente: Elaboración propia a partir de los EFEs consolidados de las tres sociedades 2010-2014

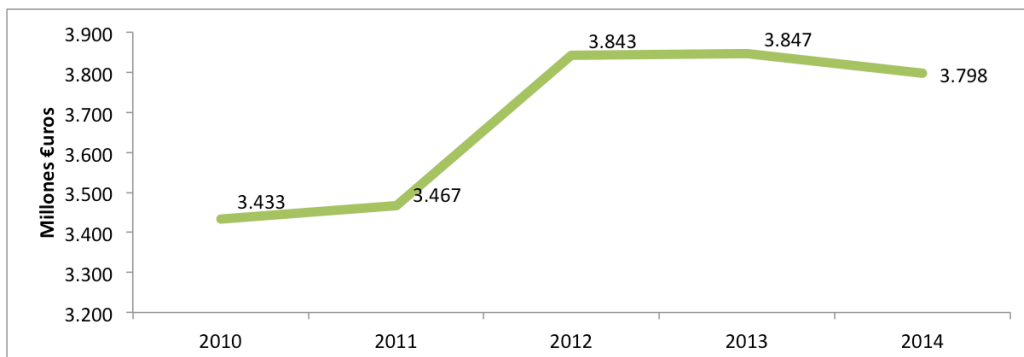
En este gráfico se observa cómo destaca Inditex por su mayor capacidad para generar flujos de efectivo, lo cual le permite imponerse en cuanto a capacidad para hacer frente a imprevistos dentro del dinamismo de su ciclo de explotación. Este excedente de liquidez es una ventaja competitiva que le otorga una mayor capacidad financiera vinculada al crecimiento, ya sea a través de la adquisición de establecimientos comerciales o la mejora en competitividad de los que ya posee.

7.2 La tesorería y otros activos líquidos equivalentes

La tesorería o equivalentes con exigibilidad de menos de tres meses, para cada sociedad en su respectiva divisa, se representa en las siguientes gráficas 39, 40 y 41.

Inditex, durante el periodo de estudio, incrementa su efectivo y equivalentes un 10,6%, tal como se observa en la siguiente gráfica. Sin embargo, reduce su peso relativo a los flujos de explotación en un 17,37% por el aumento del 27% que sufren estos últimos. Esta reducción de “cash” frente a los flujos generados por la actividad es coherente con un nivel de inversión agresivo, que aumenta un 145,34% en el periodo de estudio.

Gráfico 39: Evolución Efectivo y equivalentes INDITEX

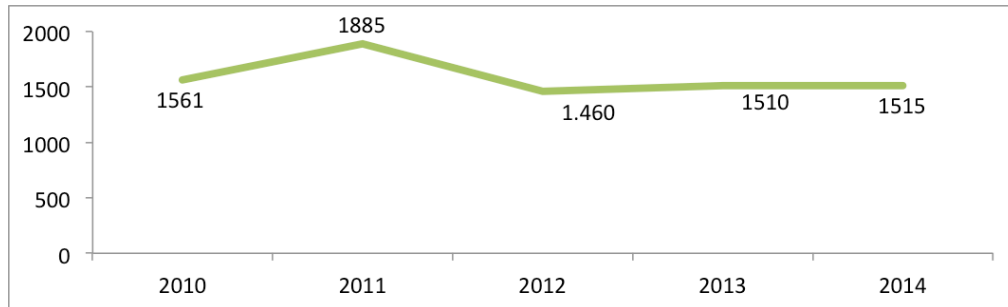


Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales consolidadas de Inditex 2010-2014

En GAP, el efectivo y equivalentes representado en el gráfico 40, disminuye entre 2010 y 2014 tanto en términos absolutos un 2,95%, como en relación con el flujo de

explotación, en un 18,35%. Por esto último, pasa a representar el 71% del flujo de explotación en 2014, esto es 1.515mill.\$ de 2.129mill€.

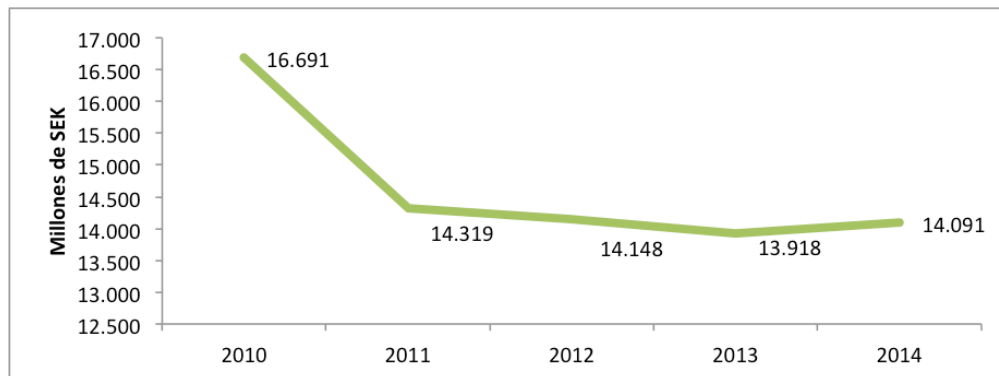
Gráfico 40: Evolución Efectivo y equivalentes GAP



Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales consolidadas de GAP 2010-2014

Finalmente H&M, como se puede observar en el gráfico 41, sufre una reducción del 15,58% en su efectivo y equivalentes. Su liquidez pasa de ser el 76,43% de los flujos de explotación en 2010 (16.691millSEK) al 58,33% en 2014 (14.091mill.SEK).

Gráfico 41: Evolución Efectivo y equivalentes H&M



Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales consolidadas de H&M 2010-2014

Esta sociedad con domicilio en Estocolmo, al haber sido superada por Inditex como primera firma textil a nivel mundial en el período de estudio, toma la decisión de invertir más agresivamente. Tanto el aumento de la partida de dividendos como una mayor inversión en equipamiento, para recuperar el terreno perdido frente a la competencia, implican un riesgo añadido para la sociedad, ya que deberá llegar a rentabilizarlo para que el crecimiento sea sostenible.

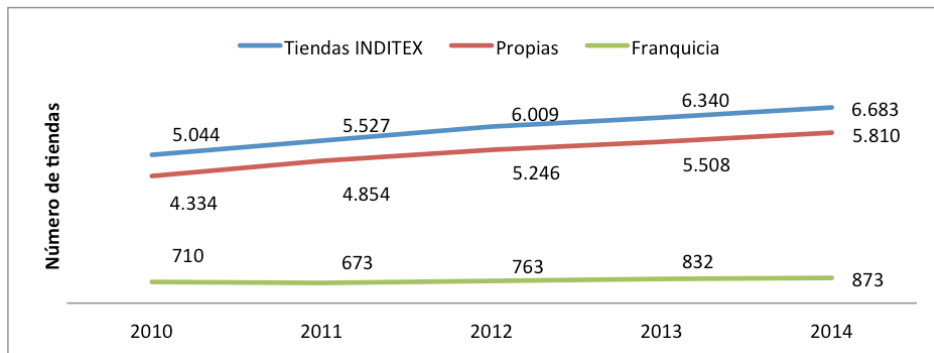
7.3 Los modelos de expansión

A partir de las superficies comerciales totales y el régimen de la propiedad en que las sociedades disponen de sus tiendas, se puede obtener una imagen clara de la forma en la que cada sociedad encara su expansión.

Para Inditex, en el ejercicio 2014, el haber tenido unas ventas netas en tiendas propias de 16.557mill.€, mientras que en franquicias solo ha vendido 1.357,8mill.€, es un dato relevante. Nos indica que las ventas en tiendas propias son 12,2 veces superiores a las ventas por medio de franquicia, mientras que la proporción de tiendas propias frente a

franquicias es de 6,1 veces, como se deduce del gráfico 42. Las tiendas propias han sido un 83,2% más eficientes que las franquicias en términos de ventas netas. Este desfase en los ingresos puede estar justificado por el margen que se queda en manos del franquiciado.

Gráfico 42: Inditex, Tiendas propias y franquicias

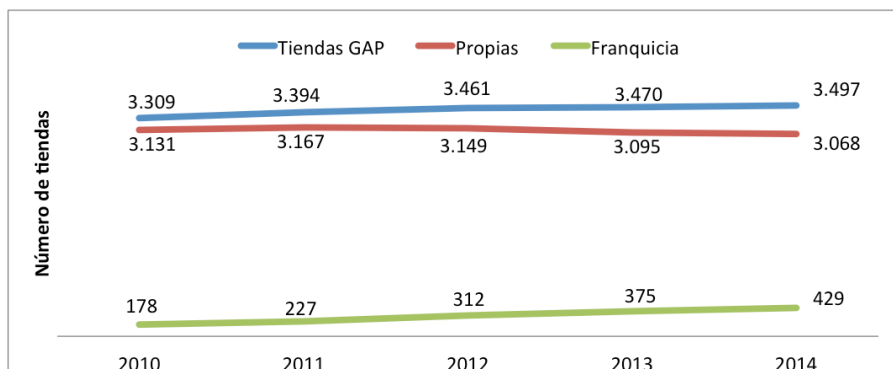


Fuente: Elaboración propia a partir de las memorias de Inditex 2010-2014

La expansión de Inditex, fundamentada en la adquisición de ANC resultado de la aplicación del flujo de inversión, se duplica en 2010, hasta alcanzar los 1.847mill.€ en 2014. Es por tanto una expansión rentable y sostenible a pesar de la cual se acumula tesorería, tal como se confirmó en el apartado anterior.

En el caso de GAP, la sociedad americana se rinde definitivamente a la “*fast fashion*”, replanteándose su viejo modelo de producir ropa con un año de antelación, y con una rigidez que no le permite ajustar la fabricación de prendas. La sociedad intenta cambiar a un modelo de ajuste rápido a los gustos de los clientes en tienda, para de este modo acelerar las ventas, tal como hacen ya Inditex y H&M. Para ello, se dispone a cerrar las tiendas que no superan un rendimiento mínimo, esto es, alrededor de 175 tiendas. Esta decisión implicará costes a corto plazo y pérdidas equivalentes a 300mill\$ al año, tal como indica la sociedad en su memoria. El grupo con sede en Delaware (EEUU), se dispone a cambiar a un modelo basado en franquicias mientras que hasta ahora, disponía de casi todas las tiendas en régimen de *leasing*.

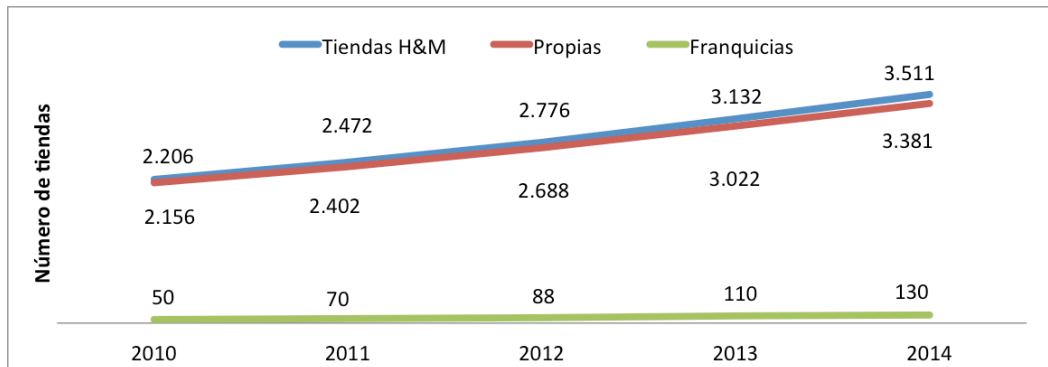
Gráfico 43: GAP, tiendas propias y franquicias



Fuente: Elaboración propia a partir de las memorias de GAP 2010-2014

Finalmente el grupo H&M, aunque se caracteriza por actuar a través de franquicias en determinados mercados específicos, no llega a disponer de una proporción de franquicia frente a tienda en propiedad del 3,7%, tal como muestra el gráfico 44. Sin embargo, se planea alcanzar un crecimiento sostenible de tiendas propias por año del 10-15%, y para que este sea sostenible, intenta incrementar sus ventas en una proporción similar. En total en 2015 planificó la apertura de 400 nuevas tiendas, la mayor parte en China y EEUU (Memoria H&M, 2014).

Gráfico 44: H&M, tiendas propias y franquicias

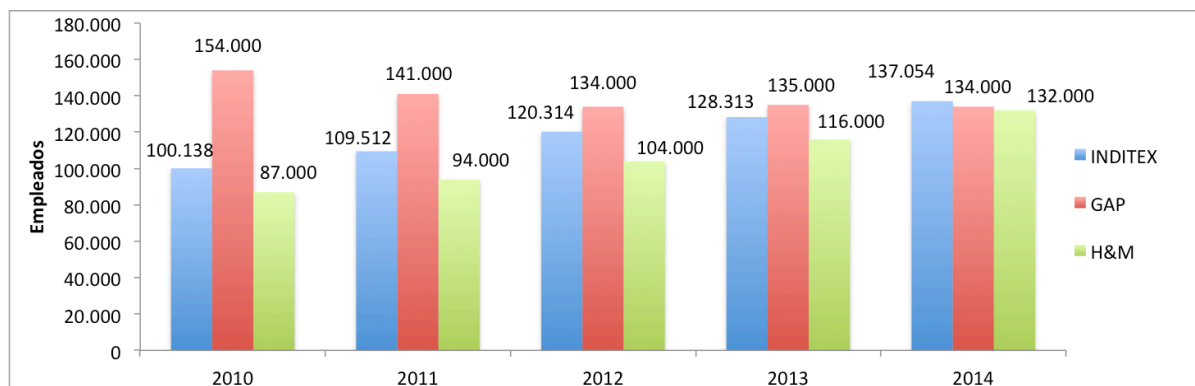


Fuente: Elaboración propia a partir de las memorias de H&M 2010-2014

H&M, que ha duplicado su inversión en ANC en el período de estudio hasta alcanzar los 8.708mill.SEK, lo ha conseguido al margen de los acuerdos de leasing que el grupo tiene firmados, ya que computan como gasto y no como inversión. Estos contratos implican unos costes de arrendamiento para el año financiero 2014, que alcanzaron los 17.176mill.SEK, más del 10% de la cifra de negocio de la compañía. Resulta además llamativo ver cómo las cuotas de alquiler que desembolsa cada año sean ligeramente inferiores al valor contable de los activos fijos tangibles de la sociedad.

Como parte del análisis de la expansión de cada grupo consolidado, se puede concluir que a partir del número de empleados por sociedad y año, tal como muestra el gráfico 45, GAP pierde el liderazgo que ostentaba en 2010, pasando a existir en 2014 un empate técnico en términos de plantilla entre las tres grandes.

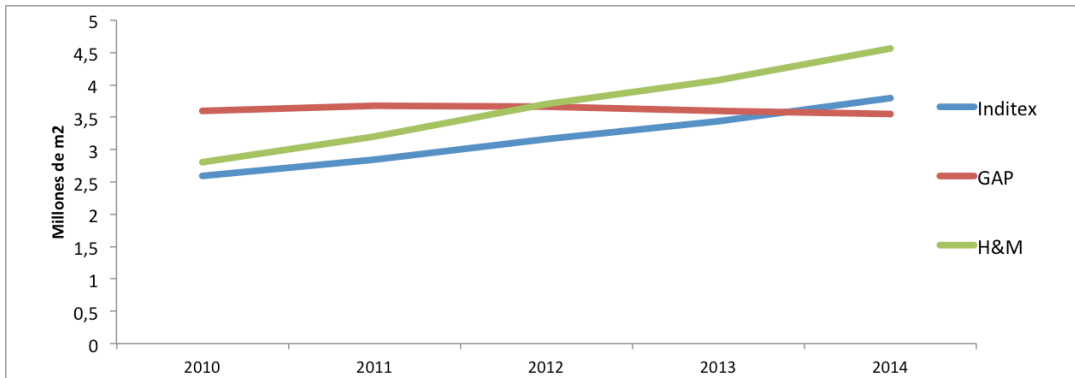
Gráfico 45: Total empleados por grupo societario



Fuente: Elaboración propia de las memorias de las tres sociedades 2010-2014

El gráfico 46 muestra sin embargo cómo la superficie comercial total de GAP se ve progresivamente superada, tanto por Inditex como por H&M.

Gráfico 46: Superficie comercial total en millones de m²

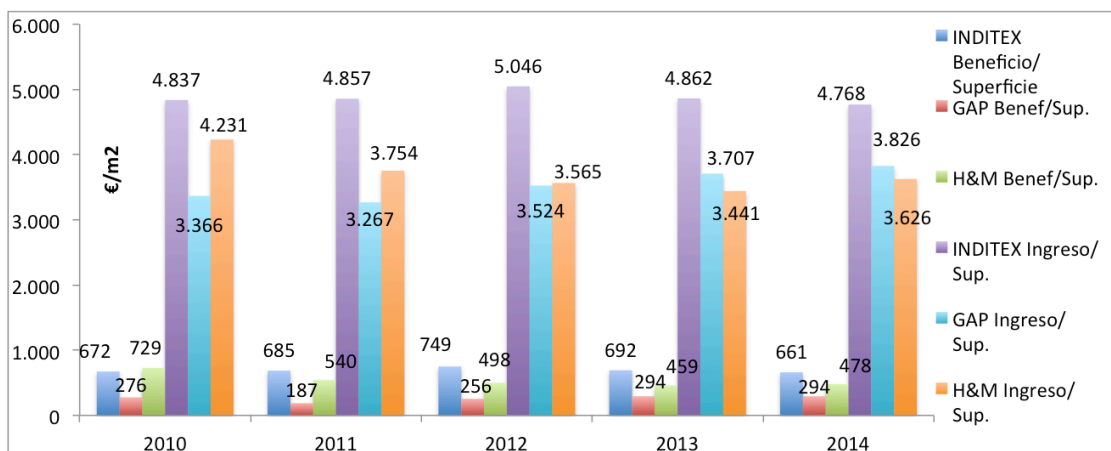


Fuente: Elaboración propia de las memorias de las tres sociedades 2010-2014

Para concluir, la gráfica 47 muestra la evolución de los ingresos y beneficio, ambos en proporción por metro cuadrado, homogeneizados en euros al tipo de cambio a cierre (31/12/2014). Se puede constatar que Inditex es líder indiscutible con 6.683 tiendas y una superficie total de 3,8mill. de m². De mayor a menor ingreso en 2014 se posicionan Inditex con 4.768€/m², GAP 4.630\$/m², (al cambio en euros 3.826 €/m²) y H&M 33.206SEK/m², (en euros 3.626€/m²) y lo que es más importante, Inditex obtiene como beneficio neto 661€/m², GAP 355\$/m² (294€/m²) y H&M 4.381SEK/m² (478€/m²).

Así, las tres sociedades rentabilizan su modelo de expansión. Por un lado, Inditex mantiene sus ingresos/m², así como el beneficio neto por m² (gráfico 47), por lo tanto, es posible afirmar que soporta un crecimiento sostenible. Por otro lado, GAP consigue mantener estables los beneficios/m² con el cierre de sus locales menos productivos, viendo ya reducidos sus ingresos/m² desde 2010. Finalmente, se observa cómo H&M pierde el liderazgo frente a Inditex en términos de beneficio/m², así como de ingreso/m², pasando a la tercera posición en 2014, tal como muestra el siguiente gráfico.

Gráfico 47: Ingresos y Beneficio Neto por superficie en m²



Fuente: Elaboración propia a partir de las PyGs y memorias de las tres sociedades

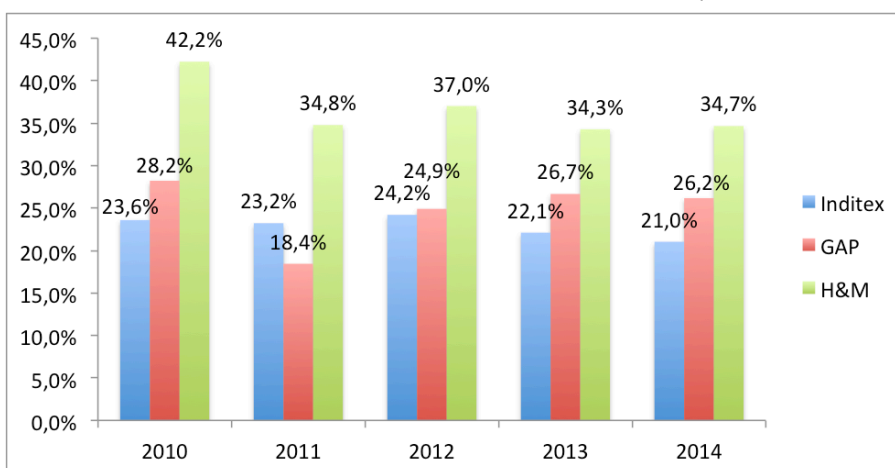
8. Análisis Económico

Para conocer la situación actual de estos tres grupos consolidados, se calculará su rentabilidad: económica, de la explotación y financiera.

8.1 Análisis de rentabilidad económica

La rentabilidad económica es el retorno en función del activo total, excluidos los intereses de la deuda. A partir de este análisis de la rentabilidad, se evalúa la capacidad de la sociedad para generar beneficios. La ratio de rentabilidad económica “*Return on Assets*” (ROA) es el EBIT o resultado neto antes de Impuestos más los gastos financieros por deuda, dividido todo ello entre el activo total.

Gráfico 48: Rentabilidad económica antes de impuestos



Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales consolidadas de los tres grupos de sociedades 2010-2014

Tanto la rentabilidad económica de Inditex como la de GAP, tal como muestra el gráfico 48, tras haber disminuido ambas cerca de un 2% en el período de estudio, se sitúan al final del período en el 21% y el 26%, respectivamente. En cambio, H&M en ese mismo período reduce su rentabilidad económica en más de un 7%, hasta el 34,67%. Se debe en gran medida al aumento del 7% en sus costes de aprovisionamiento, junto con un aumento de los gastos de comercialización y de administración.

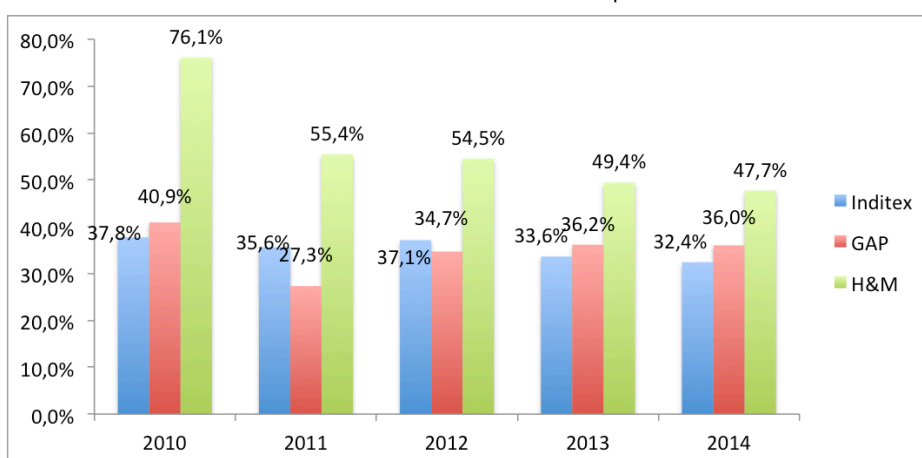
8.2 La rentabilidad de la explotación ajustada

La rentabilidad económica de la explotación es el rendimiento de las inversiones en activo funcional. El Activo Funcional, es aquel que genera ingresos de explotación vinculados a la actividad textil. No las inversiones financieras en filiales del grupo, que no aparecen como inversión, sino como componente del activo total, al tratarse de sociedades consolidadas. Asimismo, la rentabilidad, es el resultado de la explotación dividido entre el

Activo Funcional. Se compone de inmovilizado, otros activos no corrientes, el fondo de comercio, propiedad industrial y otros activos intangibles; a ello hay que sumarle el AC de explotación, restarle las subvención de capital, que es un activo con coste cero o sin esfuerzo inversor propio y finalmente extraerle el activo por impuesto corriente, (por ser la rentabilidad una magnitud, antes de IS e intereses). El Activo Fijo Funcional (AFF), sin embargo, en tanto que componente del Activo Funcional y necesario para el cálculo de la rentabilidad de la explotación ajustada, es todo el ANC, menos impuesto diferido y menos los activos financieros a largo plazo.

A continuación la gráfica 49 muestra la evolución de la rentabilidad económica de la explotación.

Gráfico 49: Rentabilidad Eco. de la Explotación



Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales consolidadas de Inditex, GAP y H&M 2010-2014

Una vez expuesto todo lo anterior, resulta adecuado calcular la rentabilidad ajustada, una ratio bastante más representativa de la realidad, por medir únicamente el esfuerzo inversor propio. Aparecerá reflejada en el siguiente apartado a través del gráfico 53. Se calcula como el resultado de explotación dividido entre el AFF neto o ajustado. Al ser ajustada, el Activo Funcional Neto, en vez de AC de explotación, contiene las NOF. Se debe a que las sociedades no financian todo el AC de explotación, al haber una parte que la financia el acreedor. Por ello, el AFF neto será pues, AFF más NOF.

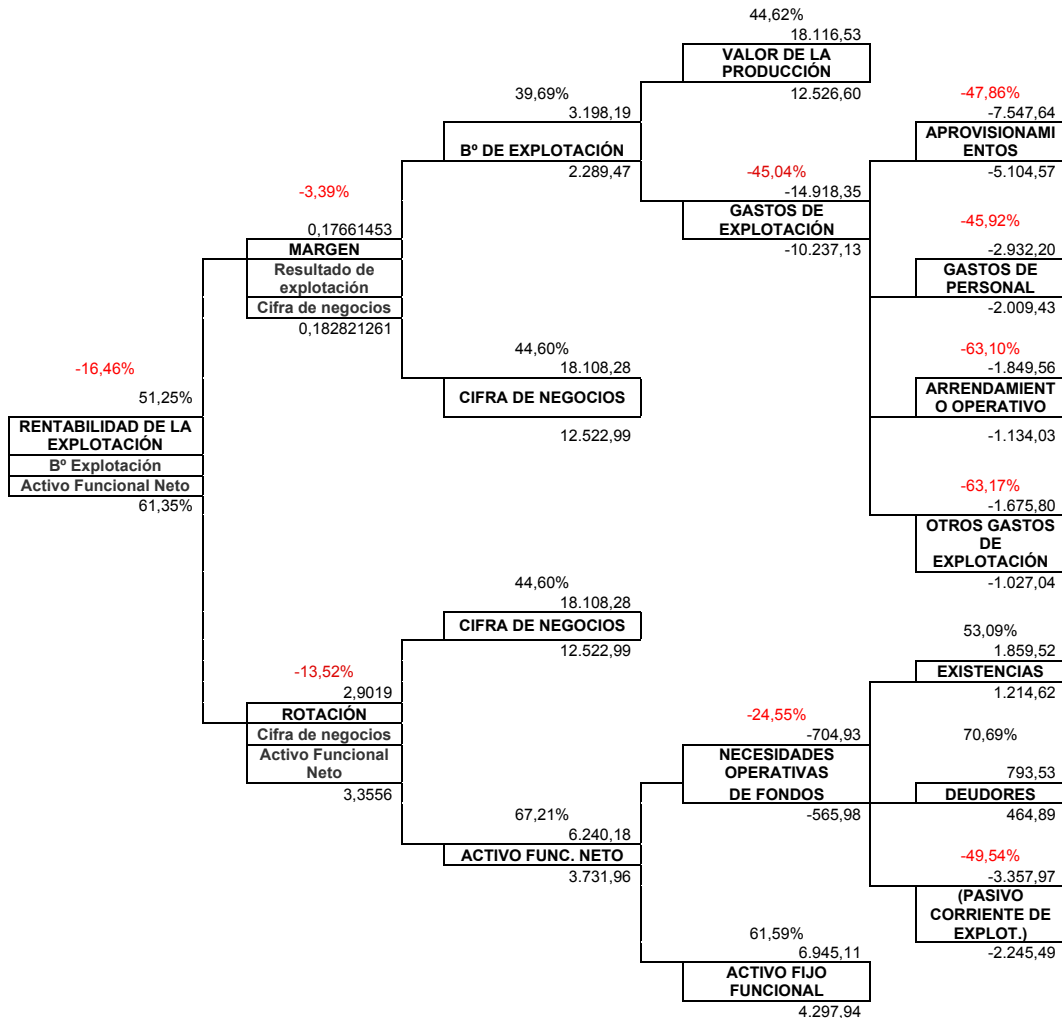
8.3 Análisis del Árbol de Ratios

El análisis por medio de un árbol de ratios, similar al análisis de la pirámide de “Du Pont” (Llorente, 2010, p. 281 y 304), permite mostrar de un golpe de vista las razones por la que varían la rotación y el margen y con ellos la rentabilidad de la explotación.

Inditex, pese a no ser la sociedad más rentable de las tres como se deduce al comparar el resultado porcentual del gráfico 50 con los gráficos 51 y 52, mantiene un crecimiento más sostenible, como se explicará posteriormente. La sociedad española crece en tamaño, sacrificando algo su rentabilidad, que se reduce del 61,35 al 51,25%. Se

caracteriza asimismo por unos ingresos por ventas (o valor de la producción), que aumentan en el período de estudio un 44,6%. Sin embargo los gastos de la explotación aumentan en ese mismo periodo un 45%. En consecuencia, el margen decrece en cinco años un 3,39%, desde un ratio de 0,183 a otro 0,177. Nótese que, para crecer el margen, el beneficio de la explotación debería estar creciendo por encima de la cifra de negocio.

Gráfico 50: Árbol de ratios de Inditex 2010-2014

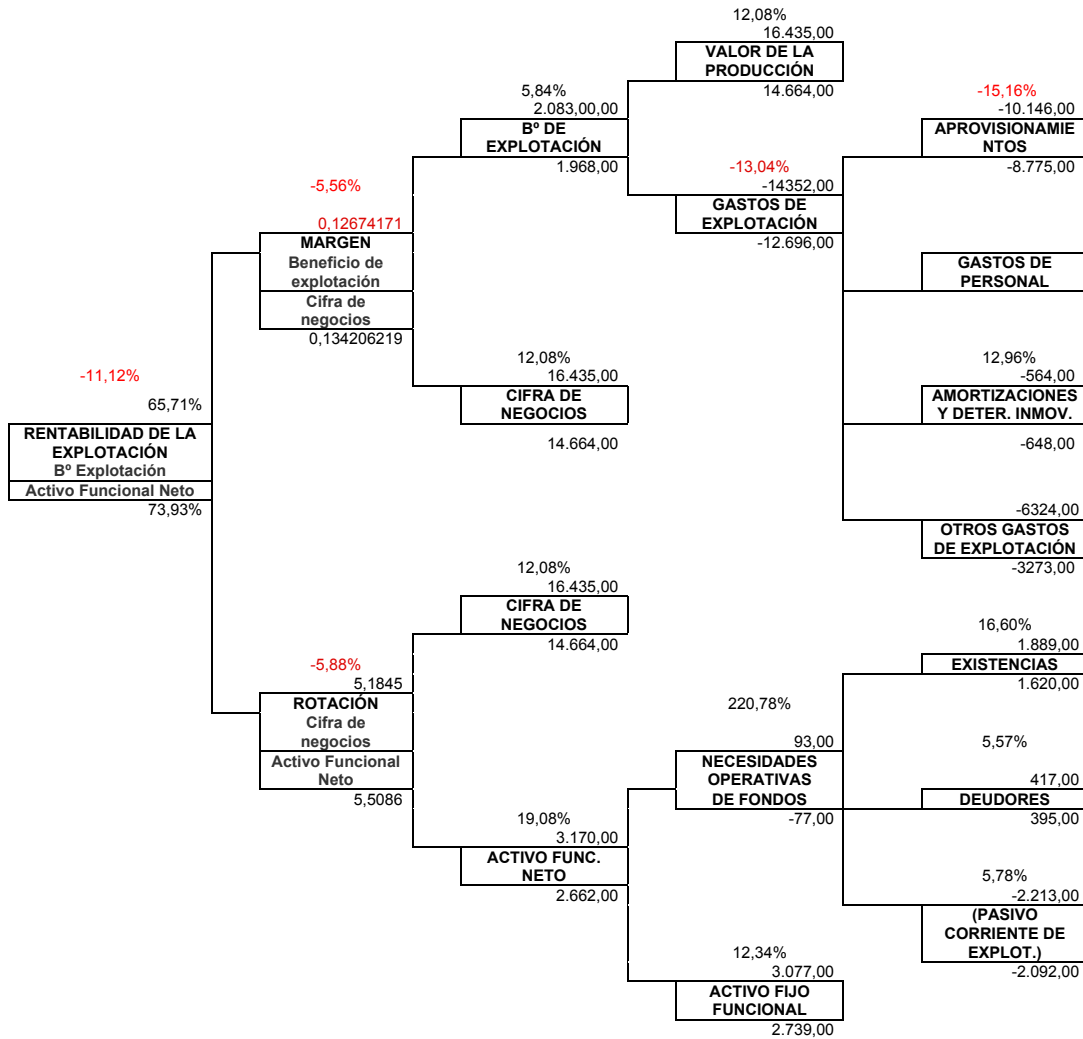


Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales consolidadas de Inditex, 2010-2014

En Inditex, la rentabilidad de la explotación o (margen*rotación), ha bajado en el período de estudio un 16,46%. Junto con la rotación, que disminuye un 13,52%, por aumentar la inversión en Activos funcionales un 67,21%, por encima del crecimiento de la cifra de negocio, baja también, aunque en menor medida el margen, un 3,39%.

El grupo consolidado The GAP, Inc., en 2014 ocupa el segundo puesto en cuanto a la rentabilidad de la explotación, con un ratio del 65,71% y, un primer puesto en cuanto a la rotación de los activos, siendo 5,18 un ratio elevado. Disminuye pues, tanto el margen como la rotación en el período de estudio, en más de un 5,5%.

Gráfico 51: Árbol de ratios de GAP 2010-2014

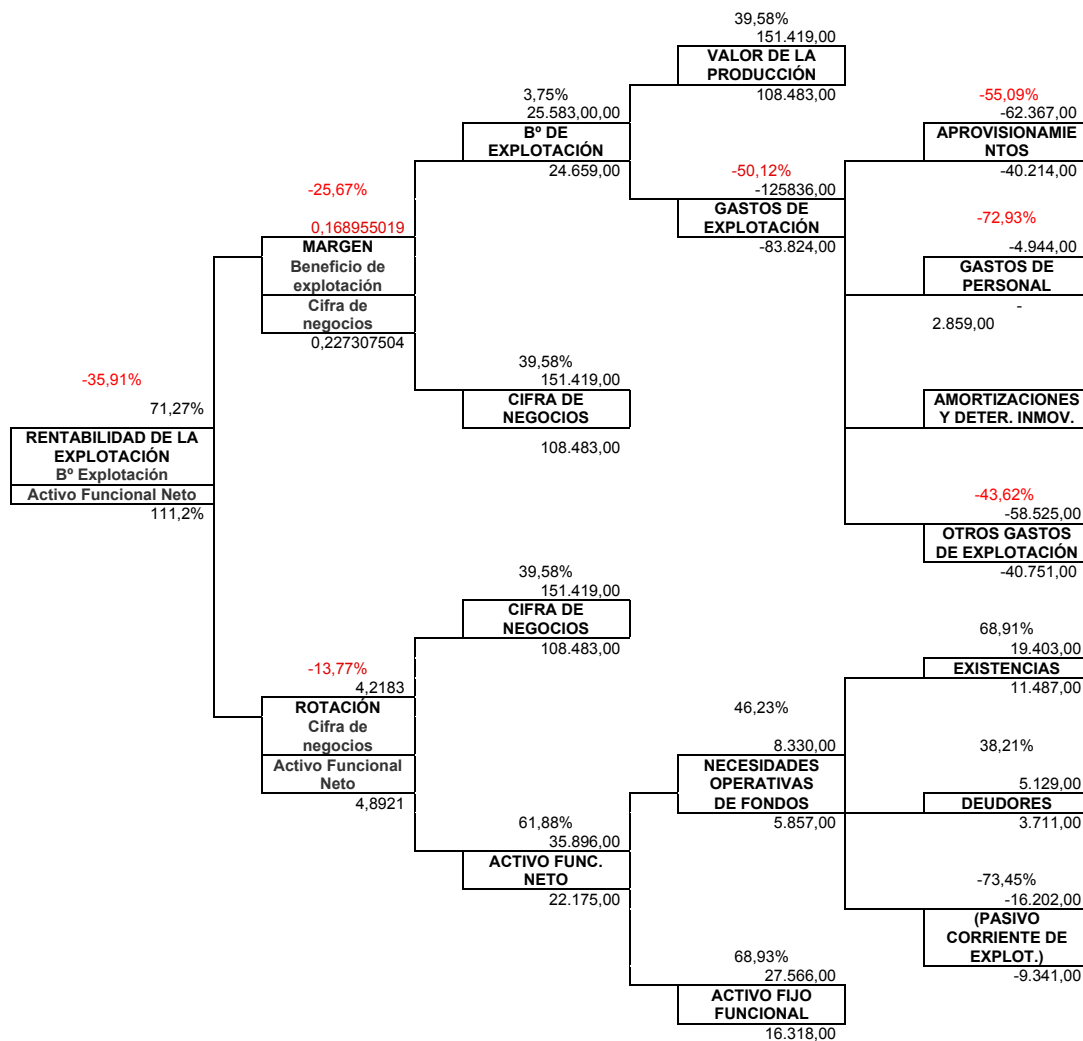


Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales consolidadas de GAP, 2010-2014

Finalmente, H&M se posiciona como primera sociedad en cuanto a rentabilidad de la explotación, con un ratio de 71,27%. Tiene a su vez, una rotación de 4,22, ratio que representa lo que vende, por cada unidad monetaria que tiene invertida en Activo Fijo Funcional. De este modo, en 2014, por cada euro en activo fijo funcional, H&M vende 2,9€, siendo claramente inferior a la rotación de Inditex. Esto se debe a que H&M tiene un menor volumen de AFF, por tener menos tiendas en propiedad. Tiene un menor margen, sin embargo lo compensa con una menor inversión en locales comerciales, tanto en tienda como en su reforma, al tener los locales en régimen de alquiler.

En conclusión, no quiere decir que los activos de Inditex, sean menos productivos que los de H&M, sino que su modelo de negocio es diferente, teniendo la sociedad española, un mayor margen y una menor rotación. La clave como veremos, está en el margen.

Gráfico 52: Árbol de ratios de H&M 2010-2014



Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales consolidadas de H&M, 2010-2014

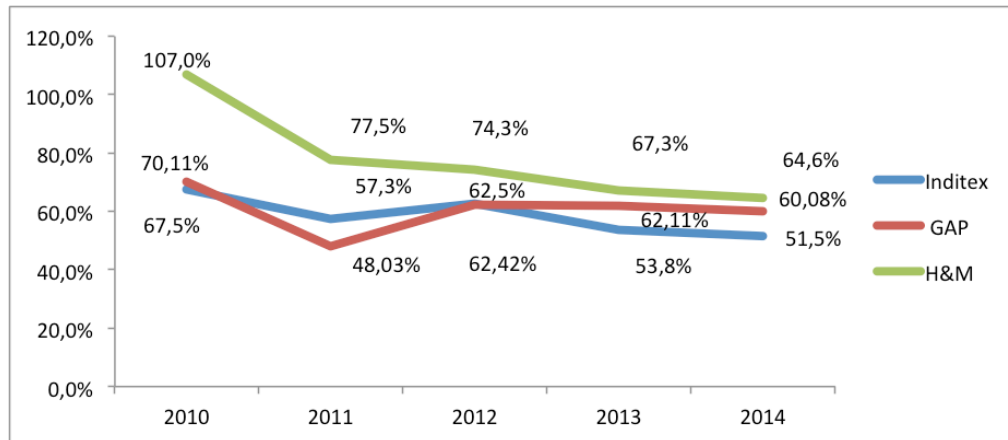
El hecho de que H&M y GAP, le den una mayor importancia al “leasing”, mediante el cual, hacen uso de las tiendas ya reformadas, sin tenerlas en propiedad, hace que la rotación del activo, no sea representativa.

Inditex controla todo el proceso productivo, mediante una estructura vertical integrada mucho más dinámica que la de sus competidoras. H&M en cambio, externaliza a través de más de 850 proveedores independientes, y crece a costa de sacrificar su margen, que llega a caer más de un 25% en los últimos cinco años, por crecer los ingresos un 39,5%, por debajo del incremento de los costes (50,12%).

Se observa, que no es posible la comparación efectiva de las rentabilidades, ya que la reducida rentabilidad económica de la explotación en Inditex, se debe exclusivamente a una menor rotación de sus activos. Tiene un mayor volumen de activos, porque desde el punto de vista de valoración contable, las inversiones en tienda las contabiliza como activo, mientras que las otras, H&M y GAP, contabilizan sus instalaciones como gasto de explotación, la mayor parte por alquileres operativos y *leasing*. Por lo tanto, no existe

equidad a la hora de comparar la rotación, ya que esta ratio no representa de forma adecuada la realidad.

Gráfico 53: Rentabilidad Económica de la explotación ajustada



Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas consolidadas anuales de las tres sociedades 2010-2014

Se puede concluir que el dato más significativo para entender cuál de los tres grupos de sociedades obtiene mejores resultados, es el margen (resultado de explotación dividido entre la cifra de negocio).

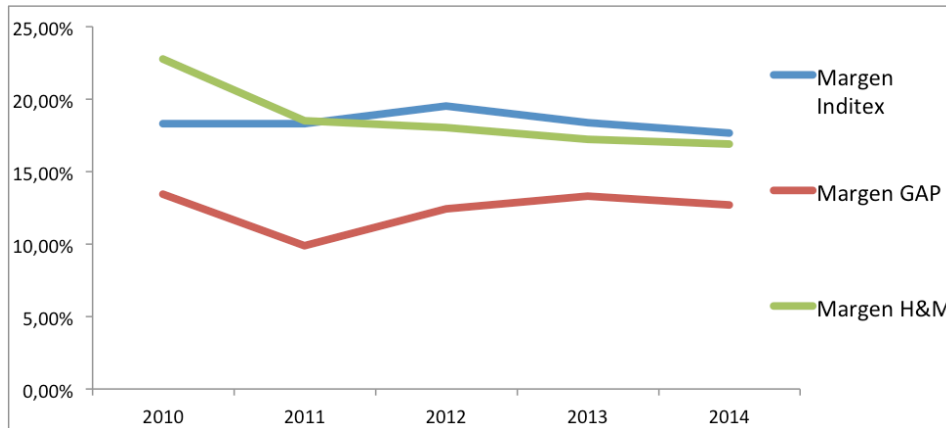
La sociedad que tenga mayor margen será la que sea capaz de sacar mayor rentabilidad a su volumen de ventas. En el fondo, el margen muestra la riqueza que la sociedad obtiene de su negocio de explotación. Por consiguiente, los activos de Inditex que, en volumen, representan aproximadamente el doble que los de sus competidoras, consiguen menores ventas, no porque sean menos productivos, sino porque los activos de los otros grupos consolidados valen menos, por una cuestión contable. Y también porque Inditex tiene importantes inversiones en logística, no así sus competidoras, siendo una ventaja competitiva que le permite responder con mayor rapidez a las demandas del mercado y le permite tener un mayor crecimiento de ventas. Inditex consigue el mayor crecimiento de las ventas, con un incremento en el periodo de estudio de la cifra de negocio del 44% (5.590mill.€), seguida de H&M con el 39,6% (42.936mill.SEK) y finalmente las ventas de GAP crecen un 12% (1.771mill.\$). Prácticamente puede observarse como Inditex y H&M, aumentan su tamaño productivo en 1/3 cada cinco años.

8.4 Análisis del Margen x Rotación

El margen sobre ventas, o *“Return on Sales”* ROS (Llorente, 2010, p.288) “representa qué parte de cada unidad vendida permanece en la empresa en forma de beneficio, tras haber hecho frente a todos los costes y gastos de la explotación”. Es el beneficio de explotación antes de gastos financieros e impuestos, dividido entre ventas netas.

La gráfica 54, confirma que Inditex tiene un margen mayor que sus competidoras. Sin embargo, en todas ellas tiende a reducirse, porque crece más el gasto de explotación que el valor de la producción. H&M es en la que más ha disminuido, alrededor del 25%. A ese ritmo, su expansión puede peligrar, ya que crece a costa de reducir el margen, pudiendo llegar a erosionar el resultado del grupo.

Gráfico 54: Margen

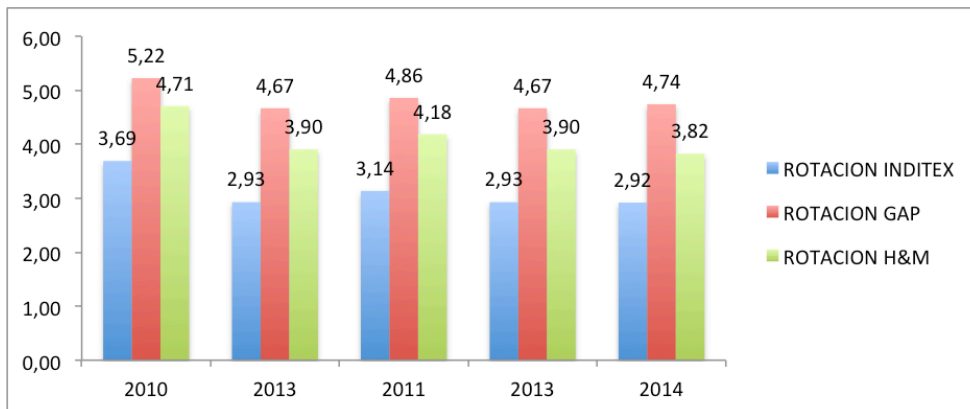


Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales consolidadas de Inditex, GAP y H&M 2010-2014

Durante los años objeto de estudio, el margen de GAP se recorta alrededor de un 5,5% y el de Inditex también sufre una evolución negativa del 3,39%. Inditex mantiene su liderazgo en margen desde 2011. Siendo la sociedad que más controla su expansión y su crecimiento, mediante el ajuste de los costes, pese a crecer en los tres grupos de sociedades.

$$Rotación = \frac{Cifra\ de\ negocio}{ANC\ Funcional + NOF} \quad (8)$$

Gráfico 55: Rotación



Fuente: Elaboración Propia a partir de las cuentas anuales consolidadas de Inditex, GAP y H&M 2010-2014

La rotación “indica el número de veces que las ventas cubren a la inversión total” (Ruiz. 2012; p.55), es un indicador de eficiencia. Tanto GAP como H&M, tienen menor número de activos funcionales y por ello una mayor rotación. Sin embargo, Inditex tiene mucha menor rotación, pero muchos más activos.

8.5 Análisis de la productividad y Valor Añadido (EVA)

El “*Economic Value Added*” o Valor Añadido (en adelante EVA), adaptado de (Ruiz, 2012) es un estado financiero que se establece en el modelo de la cuenta de pérdidas y ganancias analítica del Plan General Contable. Es la riqueza que generan los activos de la empresa por la realización de su actividad principal, y cuanto mayor sea, mayor crecimiento potencial futuro. Se define como “la diferencia entre producción y factores adquiridos a terceros ajenos a la empresa” (Ruiz, 2012). Su objetivo es conocer la capacidad de crecimiento por autofinanciación de la sociedad.

El EVA muestra la productividad de la empresa, y se destina inicialmente a pagar al personal y a los acreedores financieros. Esto determina la supervivencia a corto plazo de la sociedad, por ser capaz de financiar las NOF. Una vez que cubren el C/P, hay que comprobar si las sociedades generan autofinanciación para evitar problemas por falta de crecimiento sostenible (financiación de enriquecimiento) o mantenimiento de la actividad (financiación de mantenimiento), lo que garantizaría la supervivencia a L/P, una vez que la empresa cubre los costes por contribución fiscal al Estado y los dividendos a sus accionistas, ya que aunque dicha fuente financiera no es exigible, la lógica nos lleva a pensar que tácitamente han de ser remunerados.

A continuación se van a exponer las conclusiones obtenidas para cada sociedad:

Tabla 4: Ratios de Estado de Valor añadido Inditex

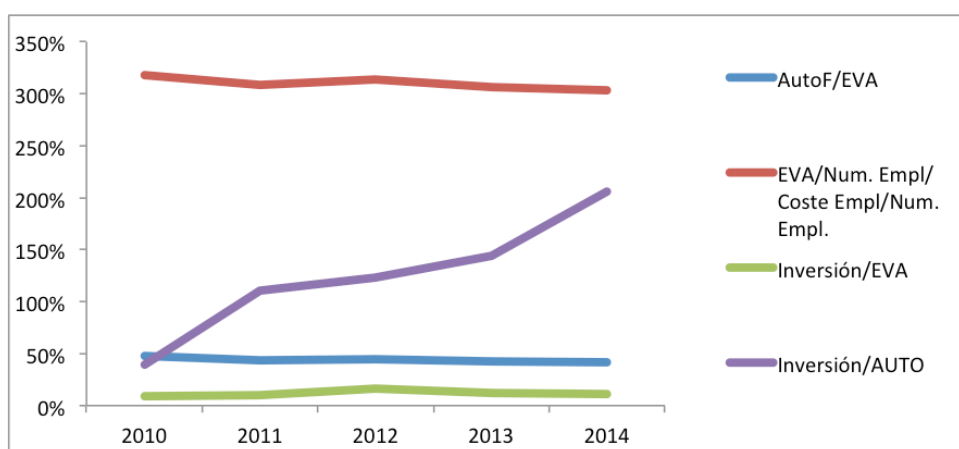
INDITEX (en mill.€)	2010	2011	2012	2013	2014
VALOR DE LA PRODUCCIÓN	12.526,60	13.792,61	15.946,14	16.724,44	18.116,53
COSTES DE PRODUCCIÓN	-6.131,61	-6.898,63	-7.944,19	-8.445,73	-9.223,44
EVA INDITEX	6.394,98	6.893,98	8.001,95	8.278,71	8.893,10
PERSONAL	-2.009,43	-2.234,18	-2.547,71	-2.697,73	-2.932,20
ACREEDORES FINANCIEROS	-3,56	-13,86	-10,52	-11,11	-9,91
IMP. SOBRE SOCIEDADES	-580,31	-613,48	-763,96	-671,13	-734,64
DIVIDENDO	-751,36	-1.003,88	-1.129,77	-1.377,72	-1.510,37
AUTOFINANCIACIÓN	3.050,33	3.028,59	3.550,00	3.521,01	3.705,97

Fuente: Elaboración propia a partir de los balances de Inditex 2010-2014

Inditex es la sociedad que mayor capacidad absoluta (en millones de euros) tiene para generar Valor Añadido (en adelante VA), aumentando este un 39,06% en el horizonte temporal, aunque se aprecia una pérdida de productividad ya que, mientras el Valor de la Producción (en adelante VP) crece un 44,62%, los costes de producción crecieron un 50,42%. Aunque H&M, en términos relativos, genera mayor VA sobre el VP (51,6% en 2014, aunque desciende un 8,5% en relación a 2010), por unos aprovisionamientos menores, en parte por una menor calidad de sus productos en relación a Inditex, ésta última sociedad optimiza mejor dicha riqueza, al ser capaz de generar mayor autofinanciación. Inditex, en 2014, genera una riqueza equivalente al 49% de su VP, aunque desciende un 1,8% desde 2010.

Con el valor añadido (VA) generado, la sociedad destina a autofinanciación el 47,70% del mismo en 2010 y el 41,67% en 2014, descendiendo el VA destinado a Autofinanciación del 2010 al 2014 un 12,63%. Ello es consecuencia de que, mientras el VA creció un 39,06%, su aplicación a Personal crece un 45,92% y, a Dividendo un 101%. En cuanto a la competitividad de su capital humano, aunque también desciende un 4,7%, sigue siendo muy alta e Inditex genera un ratio entre VA por empleado y Coste por Empleado de 3,03 en 2014, es decir que por cada 100€ de coste de personal, éstos aportan valor añadido por 303€. La inversión en activos que destina la sociedad es sostenible ya que equivale al 20,77% del VA en 2014, aumentando esa proporción desde el 11,77% en 2010, pudiendo crecer la sociedad un 76,43% en dicho periodo por la capacidad que ha tenido para generar riqueza a través de su actividad. Además, dicha inversión es totalmente autofinanciada, ya que la inversión realizada por la sociedad (computada a través de los flujos de inversión) representa en 2014 casi la mitad de la autofinanciación (49,8%), frente al 24,68% en 2010. El resto de autofinanciación se destina a costear los “arrendamientos operativos”, y el excedente se acumula en tesorería u otros activos líquidos, lo que le da gran autonomía a la empresa para oportunidades corporativas emergentes.

Gráfico 56: Ratios EVA Inditex



Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales consolidadas de Inditex 2010-2014

GAP, de las tres sociedades, es la de menor capacidad para generar VA, y por lo tanto la de menor competitividad de su negocio. En 2010, Gap generaba VA equivalente al 34,3% de su VP, mientras que en 2014 dicho porcentaje baja al 32,5%, descendiendo un 5,3%. Igual que le sucede a Inditex, GAP aumenta más sus costes de producción, que aumentaron un 15,24%, en relación al VP que solo aumentó un 12,08%.

Además, a través de la autofinanciación, que equivale al 5,41% del VA en 2014, frente al 21,68% en 2010 (-75,05%), no es capaz de autofinanciar sus inversiones, ya que mientras en 2010 las inversiones equivalían a 0,39\$ por 1\$ de autofinanciación, en 2014 por cada 1\$ de autofinanciación, la empresa realiza inversiones por 2,06\$, financiando las mismas

con pasivo exigible (de ahí, el importante aumento del pasivo exigible en el periodo de análisis de esta sociedad).

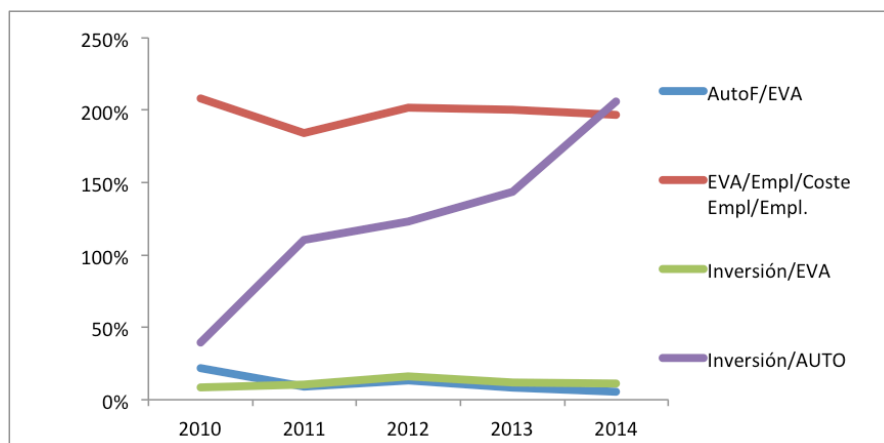
Tabla 5: Ratios de Estado de Valor añadido GAP

GAP (en mill.\$)	2010	2011	2012	2013	2014
VALOR DE LA PRODUCCIÓN	14.664,00	14.549,00	15.651,00	1.594	1.648,00
COSTES DE PRODUCCIÓN	-9.624,42	-10.116,89	-10.432,45	391	-10.791,36
EVA GAP	5.039,58	4.432,11	5.218,55	5.343,82	5.356,64
PERSONAL	-2.425,43	-2.406,40	-2.588,68	-2.718,35	-2.670,88
ACREEDORES FINANCIEROS	8,00	-74,00	-87,00	-75,00	-61,00
IMPUESTO SOBRE SOCIEDADES	-778,00	-536,00	-726,00	-751,00	-813,00
DIVIDENDO	-751,36	-1.003,88	-1.1129,77	-1.510,37	1.377,72
AUTOFINANCIACIÓN	1092,80	411,83	687,11	289,10	434,04

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales consolidadas de GAP 2010-2014

El descenso de la autofinanciación de GAP se debe al importante aumento del dividendo, que crece un 101% desde 2010 y, en menor medida al Personal, que avanza un 12,08, ambas magnitudes en relación a un crecimiento del VA de solo el 6,04% desde 2010. En cuanto a la productividad del Personal, el capital humano de GAP presenta una menor productividad en relación a las otras dos sociedades de análisis, ya que mientras en 2010 por empleado se generaban 2,08\$ de VA por 1\$ de coste, en 2014 dicha relación es de 1,97\$ de VA por 1\$ coste, descendiendo dicha productividad un 5,39%.

Gráfico 57: Ratios EVA GAP



Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales consolidadas de GAP 2010-2014

En H&M, la capacidad para generar riqueza a través de la producción ha aumentado un 27,65% desde 2010, aunque también se produce una pérdida de productividad, ya que mientras el VP crece un 39,58%, los Costes de Producción se incrementan un 55,05%. H&M aumenta su riqueza con su expansión, en mayor medida que GAP, pero no en relación a Inditex. La capacidad de generar autofinanciación sobre el VA aumenta un 1,38%, situándose en el 39,76% de éste en 2014, frente al 39,22% de 2010. Este aumento relativo en la Autofinanciación es consecuencia de que, el dividendo experimenta un menor crecimiento que el VA, ya que solo aumentan un 18,76%, frente a un aumento del VA del 27,65%.

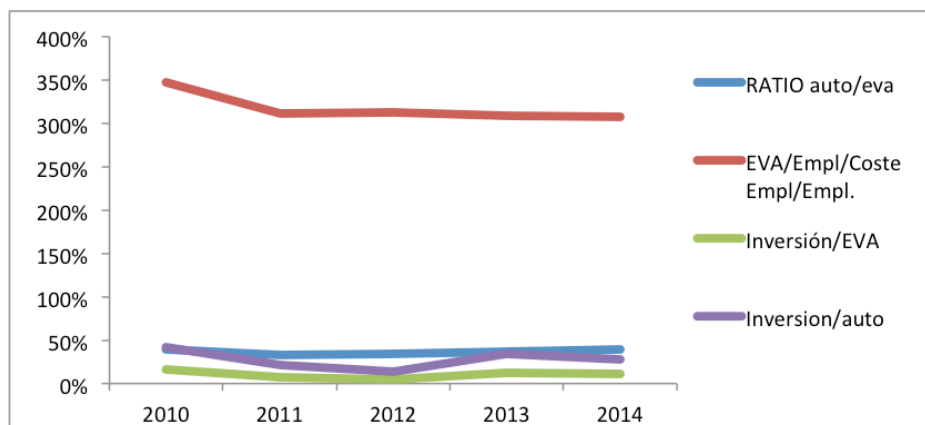
Tabla 6: Ratios de Estado de Valor añadido H&M

H&M (en miil.SEK)	2010	2011	2012	2013	2014
VALOR DE LA PRODUCCIÓN	108.483	109.999	120.799	128.562	151.419
COSTES DE PRODUCCIÓN	-47.226	-51.275	-57.548	-61.386	-73.222,42
EVA H&M	61.257	58.724	63.251	67.176	78.196,58
PERSONAL	-17.662	-18.839	-20.227	-21.786	-25.449
ACREEDORES FINANCIEROS	-7	-5	-5	-9	-16
IMPUESTO SOBRE SOC.	-6.327	-5.121	-5.418	-5.374	-5.919
DIVIDENDO	-13.239	-15.723	-15.723	-15.723	-15.723
AUTOFINANCIACIÓN	24.022	19.036	21.878	24.284	31.089,58

Fuente: Elaboración propia a partir de los balances consolidados de H&M 2010-2014

En relación a su coste de personal, igual que las otras sociedades, en H&M también aumentan por encima del VA, creciendo un 44,09% desde 2010, con lo cual la productividad de su capital humano también es menor, descendiendo un 11,41% en la serie de análisis, al pasar de una relación VA*Empleado/Coste*Empleado de 3,47 en 2010 al 3,07 en 2014. Igual que en el caso de Inditex, H&M tiene plena capacidad de inversión a través de la Autofinanciación, ya que las inversiones suponen el 28% de ésta en 2014 frente a un 42% en 2010, descendiendo dicha inversión sobre la autofinanciación un 33,57%, motivado dicho descenso porque H&M se expande más a través de arrendamiento operativos, que sobre activos funcionales y, por las consideraciones contables a la hora de “tratar la inversión en tienda nueva”, como ya se ha comentado a lo largo de este trabajo. Esta misma línea se sigue en el caso de las inversiones sobre total VA, ya que mientras en 2010 H&M destinaba a inversión el 16,54% de su VA, en 2014 solo destina el 11,14%.

Gráfico 58: Ratios EVA H&M



Fuente: Elaboración propia

Por último, en relación al Coeficiente de Capital, que indica la capacidad de crecimiento sostenible que tienen las sociedades, observamos que la capacidad de los activos de Inditex para generar riqueza a través de la producción, le permite crecer de forma sostenible en 2014 un 57,8%, en el caso de GAP, le permite crecer un 69% y, en relación a H&M un 103%. No obstante, esta variable por la diferencia de activos entre las tres sociedades, al hablar de modelos de negocio muy diferenciados, no es muy

representativa de la auténtica capacidad de crecimiento por la riqueza que generan dichas sociedades. Comentar que, el modelo de Inditex, es el que mayores niveles de crecimiento presenta con la generación de VA a través de la Producción, y su capacidad para generar Autofinanciación y, emplear la misma en su crecimiento sostenible.

8.6. Análisis del Apalancamiento Operativo

El apalancamiento operativo (en adelante AO) es un crecimiento más que proporcional de los beneficios, por crecer más los ingresos que los costes totales. “Se produce en la empresa debido a la existencia de costes fijos” (Garrido e Íñiguez, 2015, p.407). Es el efecto palanca de los Costes Fijos (en adelante CF). Una vez cubierto el punto muerto, cualquier aumento de la cifra de ventas, producirá un incremento más que proporcional en los beneficios, diluyéndose los costes fijos entre un mayor volumen de ventas.

$$AO = \frac{\text{Tasa de crecimiento del resultado de explotación BAIT}}{\text{Tasa de crecimiento de las ventas}} \quad (9)$$

Como se observa, el AO “muestra el efecto que ejercen los costes fijos operativos” en el EBIT “ante fluctuaciones en el nivel de actividad” (Garrido e Íñiguez, 2015). Por medio de las tablas con los porcentajes de variación por períodos, será posible interpretar el AO a través de sus componentes. Debe observarse primero, si hay crecimiento o decrecimiento.

Tabla 7: Apalancamientos Operativos de Inditex, GAP y H&M

AO INDITEX	2010-2011	2011-2012	2012-2013	2013-2014
Var. Rtdo. Explotación	10,11%	23,59%	1,47%	4,15%
Var. Ventas	10,11%	15,61%	4,88%	8,32%
Apalancamiento Operativo	1,00	1,51	-0,30	0,5

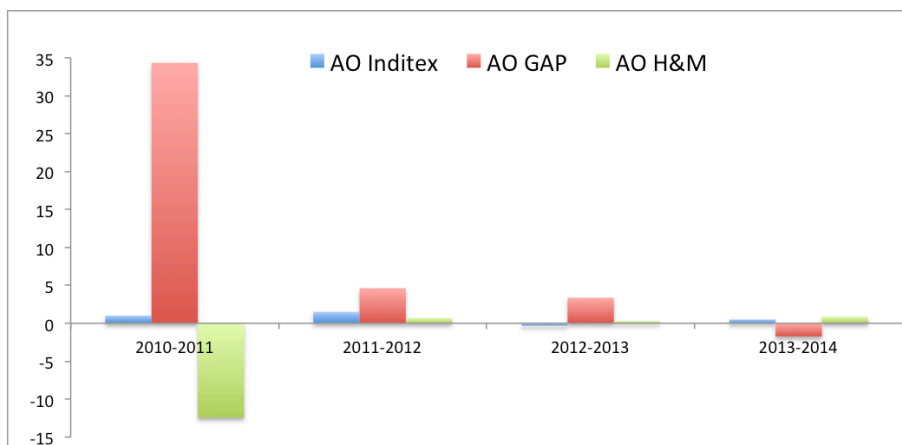
AO GAP	2010-2011	2011-2012	2012-2013	2013-2014
Var. Rtdo Explotación	-26,93%	35,05%	10,66%	-3,07%
Var. Ventas	-0,78	7,57%	3,18%	1,78%
Apalancamiento Operativo	34,34	4,63	3,36	-1,73

AO H&M	2010-2011	2011-2012	2012-2013	2013-2014
Var. Rtdo Explotación	-17,36%	6,75%	1,90%	15,41%
Var. Ventas	1,40%	9,82%	6,43%	17,78%
Apalancamiento Operativo	-12,42	0,69	0,30	0,87

Fuente: Elaboración propia a partir de las PyGs de Inditex, GAP y H&M 2010-2014

El AO debe estar por encima de la unidad, para que el beneficio responda en mayor medida que las ventas, creciendo o decreciendo ambos. Para que sea positivo el AO y “bueno” para la sociedad, las variaciones del beneficio y de las ventas deben ser positivas. Así, H&M en los dos primeros años, a pesar de que crecen los ingresos por ventas, el beneficio decrece. La razón, los gastos aumentan en mayor grado.

Gráfico 59: Apalancamiento Operativo



Fuente: Elaboración Propia a partir de las cuentas anuales consolidadas de Inditex, GAP y H&M 2010-2014

GAP en el primer período, tiene un AO mayor que cero y ciertamente elevado 34,34, como resultado de la división de ambas tasas de variación negativas, por el hecho de estar ambas magnitudes reduciéndose. Esto afecta negativamente a la sociedad americana ya que implica que, ante la caída leve de los ingresos por las ventas del 0,78%, el beneficio cae mucho más, cerca del 27%. Esto se debe a que los costes aumentaron en mayor medida. Significa que caen las ventas y la sociedad no es capaz de reducir costes, por tanto no consigue adaptarse a la coyuntura económica. En este tipo de empresas de gran envergadura, el AO es relevante, ya que los costes fijos operativos de alquileres de local y de personal son significativos.

Además en el año 2013-2014, aumentan las ventas de un 1,78%, (el denominador del AO) y disminuye el resultado un -3,07% (el numerador), siendo las dos tasas de signos contrarios, y por ello el AO provocará un efecto totalmente indeseable para la sociedad. La empresa con sede en Delaware, EEUU, está vendiendo más, en detrimento de aumentar sus costes y por ello el apalancamiento le afectará negativamente, ya que el beneficio responde de forma contraria a la evolución de las ventas. Para que el crecimiento sea sostenible, si crecen las ventas deberá crecer también el beneficio.

Por el contrario, entre 2011 y 2013, el AO de GAP provoca un efecto beneficioso por crecer el beneficio mucho más que las ventas. Esto implica, que por cada 1% de crecimiento de las ventas, el beneficio crece 3,36 y 4,63 veces más.

El AO es por tanto negativo para GAP, en el primer y último período de estudio, porque los gastos han crecido mucho más que las ventas. El AO se comporta positivamente en los dos ejercicios intermedios, debido a un crecimiento del beneficio en relación con las ventas. Significa que disminuyen los gastos o que crecen menos de lo que están creciendo los ingresos. Conviene que el AO sea tan alto como sea posible si hay crecimiento de las ventas y lo más reducido posible si estas decrecen, porque el beneficio caerá mucho más.

Como se observa en GAP, para mantener sus ventas sacrifica el beneficio, ya que si no vende lo suficiente, podría no llegar al punto muerto, y no cubrir los altos costes fijos. Con todo, las tres sociedades, al haber suficiente beneficio, es obvio que llegan y superan el punto muerto, incluso con holgura, con un beneficio de explotación en 2014 de 3.198mill.€ en Inditex, 2.083mill.\$ en GAP y 25.583mill.SEK en H&M.

El AO de H&M en cambio, le afecta negativamente a la sociedad durante todo el período de estudio, porque en ningún momento consigue que ese aumento del nivel de ventas mantenido en el tiempo, repercuta en un mejor resultado. Este efecto, se debe a que los gastos crecen más que los ingresos. En el período inicial, ante un leve aumento de las ventas del 1,4%, el beneficio de la firma sueca cae más de un 17%. Son componentes con signos opuestos, porque los gastos están creciendo mucho más y minoran el beneficio. El AO reduce el resultado de explotación. En este tipo de empresas, el AO a corto plazo, no tiene excesiva trascendencia, ya que las sociedades se están expandiendo en nuevos mercados y aún no conocen la demanda, ni los gustos del consumidor, o el desempeño de las tiendas recién abiertas. Puede deberse a que han contabilizado gastos operativos por el montaje de tiendas y los ingresos aun no han llegado. Sería más preocupante, si esto se mantuviese varios ejercicios consecutivos.

En el segundo período, el AO de H&M es positivo aunque menor que la unidad. Crece en menor medida el beneficio en los dos primeros años, 1,9% y 6,75%, que las ventas 6,43% y 9,82%, respectivamente. Estos indicadores muestran que hay crecimiento, aunque los gastos aumentaron mucho más que los ingresos. Significa que, por cada crecimiento de las ventas de un 1% anual, el resultado crecerá un 0,3 en 2010 y 0,69% el año siguiente. De este modo, si hay crecimiento de ventas, cuanto mayor sea el AO más positivo, indicando que el beneficio crece en mayor proporción. Si decreciesen las ventas, cosa que no ocurre, lo preferible sería que el AO fuese negativo, de este modo el beneficio caería menos.

En el caso de Inditex, como la variación del resultado se modifica en el mismo sentido que las ventas, esto es, conserva el mismo signo, significa que el beneficio crece en mayor medida. En 2012-2013, el AO de signo negativo, tiene su explicación, en que las variaciones que lo componen tienen signos opuestos, porque crecen las ventas y disminuye el beneficio. En ese caso es deseable, como finalmente ocurre, que el AO sea cercano a cero.

En el caso de Inditex, el AO del global de los cinco años de estudio es 0,89. Al ser el AO menor que la unidad, por haber crecido menos el beneficio que las ventas, debido a la coyuntura de la crisis, Inditex con cierta exposición a la economía española, es probable que esté sacrificando una parte importante de su margen para mantenerse competitivo en su mercado base España, frente a sus competidoras.

8.7 Análisis de la Rentabilidad Financiera RF o de los accionistas ROE y Apalancamiento Financiero AF

La rentabilidad financiera (en adelante RF) o de los accionistas (ROE), es el resultado neto dividido entre PN (Llorente, 2010, p.293), que “también se puede explicar a través del ROA y del apalancamiento financiero” (Palomares y Pesset, 2015, p.460). Así como se puede expresar (Garrido e Íñiguez, 2015, p.390) como el resultado de la suma de la rentabilidad del capital empleado (en adelante RC), y el apalancamiento financiero (en adelante AF).

Cuando la rentabilidad financiera (en adelante RF), es menor que la rentabilidad del capital empleado (RC), “entonces la compañía experimenta apalancamiento financiero negativo”, y el endeudamiento reducirá la rentabilidad del accionista. Esto se debe a que, el coste de la deuda en términos netos $i*(1-T)$, es inferior a la rentabilidad del capital empleado (RC), y por lo tanto, los accionistas tienen que destinar parte de los beneficios obtenidos con su inversión directa o patrimonio neto (PN), a hacer frente a los intereses de la deuda.

En este caso, a mayor tasa de endeudamiento, o proporción de pasivo exigible con coste financiero (PEi) sobre PN, menor será la RF o del accionista. Por el contrario, un escenario de apalancamiento financiero positivo, que aumentaría la rentabilidad del accionista, se produce cuando la rentabilidad del capital empleado (RC) es mayor que el interés neto de la deuda. En este caso el accionista, por la deuda obtendría una mayor rentabilidad. En este contexto, mayor endeudamiento implicará mayor rentabilidad. Adaptado de (Garrido e Íñiguez, 2015, p.393)

Siguiendo al profesor (Ruiz, 2012, p.64), se puede formular el apalancamiento financiero, “efecto palanca” o “*Leverage*” como:

$$AF = RC - i * (1 - T) * \frac{PEi}{PN} = Rf - Rc \quad (10)$$

Por medio de esta nomenclatura, se intentará explicar como han reaccionado cada una de estas variables, en el periodo de estudio sobre cada una de las tres sociedades.

Se entenderá como RC, la rentabilidad antes de intereses y después de impuestos que la empresa obtiene a partir de los capitales empleados para la financiación del total activo, entendiendo como tales, los Fondos propios (FPs) más Pasivo exigible con coste financiero (PEi). De esta forma:

$$Rc = \frac{EBIT}{PFs+PEi} \quad (\text{Ruiz, 2012, p.62 y 63}) \quad (11)$$

A la hora de ponderar en la fórmula (10), el coste de la deuda “i”, se hará una vez deducido el impuesto correspondiente, ya que como gasto deducible, la sociedad suporta, una menor carga financiera $i*(1-T)$.

En cuanto a “Landa” o (PEi/PN), definida como volumen de deuda sobre el fondo propio, incidirá en mayor o menor medida sobre la RF, en función del margen de la deuda multiplicado por Landa, o lo que es lo mismo $Rc - i \cdot (1-T) \cdot Landa$.

Como se puede observar en las tres tablas siguientes (9, 10 y 11), se confirma que en los tres grupos consolidados, el AF es positivo, aunque en función del mayor o menor nivel de endeudamiento, este reaccionará afectando en mayor o menor medida.

La rentabilidad financiera es lo que obtiene el grupo societario por la deuda, al ser la RF de Inditex en 2014 un 23,98%, mayor que la rentabilidad del capital empleado RC 22,45%. En consecuencia, la rentabilidad de la deuda es positiva y existe asimismo un AF positivo del 1,53%. En este caso, sería recomendable que tuviese mayor deuda, porque esa ganancia bruta, debe ser ponderada en función del nivel de deuda.

Inditex tiene una tasa de endeudamiento PEi/FP muy baja, un 7,12% en 2014 y 2,22% en 2010, como muestra la tabla 8. En ella, se presenta un cuadro evolutivo de los factores que inciden en RF, RC y AF. Por consiguiente, permite escapar parte del rendimiento potencial para el accionista. En la empresa gallega, el apalancamiento es positivo por ser la RC mayor que $i \cdot (1-T)$. A cierre del 2014, sigue siendo AF positivo ya que con base en la fórmula (10), el Rc de 22,45% es superior al 21,52% resultado de $[0,025 \cdot (1 - 0,3)]$. La rentabilidad del capital empleado es mayor que el coste neto de la deuda, que es $i \cdot (1-T)$. Los accionistas de Inditex obtienen rendimiento de la deuda, lo cual justifica un endeudamiento superior, ya que habrá mayor efecto apalancamiento.

Tabla 8: Rentabilidad y apalancamiento financieros, Inditex

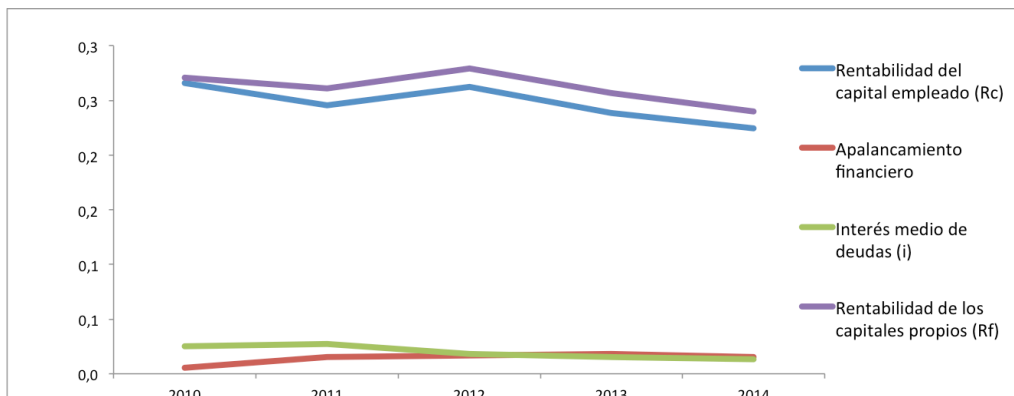
INDITEX	2010	2011	2012	2013	2014	Variación
Tasa de endeudamiento	2,22%	6,76%	6,78%	7,98%	7,12%	4,90%
Interés medio de la deuda	2,50%	2,75%	1,83%	1,50%	1,33%	-0,012%
Rentabilidad de los capitales propios (Rf)	27,11%	26,09%	27,91%	25,67%	23,98%	-3,13%
Rentabilidad del capital empleado (Rc)	26,56%	24,56%	26,22%	23,852%	22,45%	-4,11%
Apalancamiento Financiero (Rf-Rc) = (Rc-i*(1-t))x(PE/FP)	0,55%	1,53%	1,69%	1,82%	1,53%	0,98%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de los balances y memorias consolidados de Inditex 2010-2014

Tal como se observa en la tabla 8, el AF de Inditex aumenta en el periodo de estudio de 0,55% a 1,53% porque a pesar de que decrece RC, al pasar de 26,56% a 22,55%, aumenta el endeudamiento y desciende el tipo de interés (i). Se trata de un AF positivo pero reducido, debido al endeudamiento controlado de Inditex.

La RF de Inditex es la menor de los tres grupos consolidados, porque, aunque sea la sociedad que más beneficio neto tiene, es también la que más FPs tiene. Esto es así, porque tiene un modelo de negocio centrado en un mayor activo funcional. Por consiguiente, no se pueden comparar sus magnitudes, porque esta particularidad del modelo de Inditex, justifica una menor RF, no porque sea menos rentable, sino por su mayor volumen de FP, una mayor expansión, y un mayor volumen de ventas y beneficio.

Gráfico 60: Rentabilidad y apalancamiento financieros, Inditex



Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales consolidadas de Inditex 2010-2014

El mayor apalancamiento de GAP sin embargo, se debe fundamentalmente a que tiene mayor endeudamiento que sus competidoras. Justifica la tenencia de deuda ya que, al disponer de deuda, el retorno del accionista es superior. No obstante, es también la que más dependencia de la deuda tiene para crecer y tiene menos autonomía para expandirse.

Tabla 9: Rentabilidad y apalancamiento financieros, GAP

GAP	2010	2011	2012	2013	2014	Variación
Tasa de endeudamiento	-7,13%	107,44%	190,27%	159,37%	189,04%	196,17%
Interés medio de la deuda	2,75%	2,50%	1,58%	1,25%	1,33%	-0,015%
Rentabilidad de los capitales propios (Rf)	29,51%	30,24%	39,22%	41,80%	42,31%	12,80%
Rentabilidad del capital empleado (Rc)	31,63%	15,48%	14,24%	16,65%	15,25%	-16,38%
Apalancamiento Financiero	-2,12%	14,75%	24,98%	25,15%	27,06%	29,18%

Fuente: Elaboración propia a partir de los balances y memorias consolidados de GAP 2010-2014

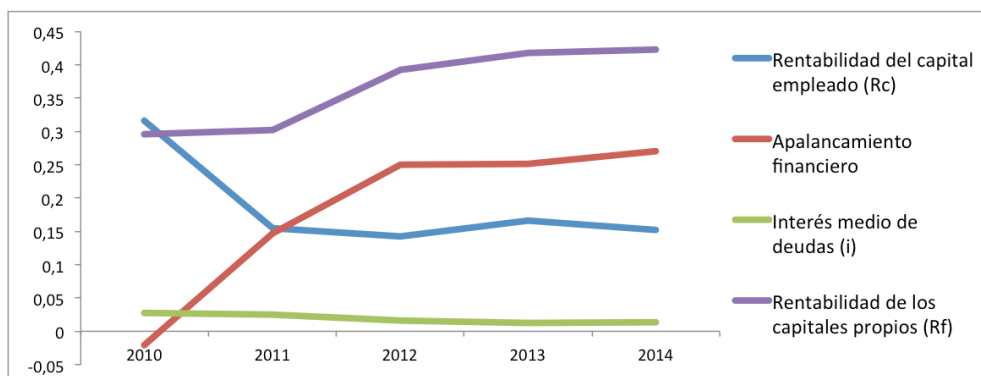
Además tal como muestran las tablas 8, 9 y 10, Inditex y H&M al estar muy poco endeudadas, tienen un apalancamiento financiero cercano a cero. GAP tiene mayor RF que sus competidoras, aun teniendo un beneficio mucho menor. Esto es así, porque la RF es Resultado neto dividido entre PN. Como GAP reparte gran cantidad de su PN en forma de dividendo, a través del pago en acciones propias, su PN se ve reducido en un 19% en los últimos cinco años, en relación con el activo total. GAP, ha pasado de un PN del 57,75% del total de activo en 2010, a tener en 2014 un PN del 38,79%. Inditex y H&M, en cambio disponen en 2014 de un PN que representa en una el 68,08% y en la otra el 68,20% del activo, mientras que en 2010 tenían un PN sobre activo total, del 63% y 74,64%, respectivamente.

GAP tiene la particularidad de tener un considerable nivel de endeudamiento, por ello su AF positivo, es mayor que el de sus competidores. Tiene además un PNC y un PC que juntos representan el 61,31% del activo total. El apalancamiento financiero de GAP según la tabla 9, aumenta desde el -2,12% al 29,18% en el período de estudio, ya que a pesar de que desciende la RC, que pasa del 31,63% a 15,25%, aumenta el endeudamiento desde el 107% en 2011, hasta 189% y desciende el tipo de interés de 2,75% a 1,33%.

Gracias a la deuda, el accionista de GAP tiene un mayor retorno, ya que la rentabilidad de la deuda es mucho mayor que la RC. Sin esa deuda, el accionista, no

obtendría esa mayor RF, porque la empresa no tendría esos activos, y no podría tener ese volumen de beneficios. Está justificada por tanto su tenencia, porque lo que producen los capitales, es mucho mayor que el coste de la deuda. Siendo la deuda sostenible.

Gráfico 61: Rentabilidad y apalancamiento financieros, GAP

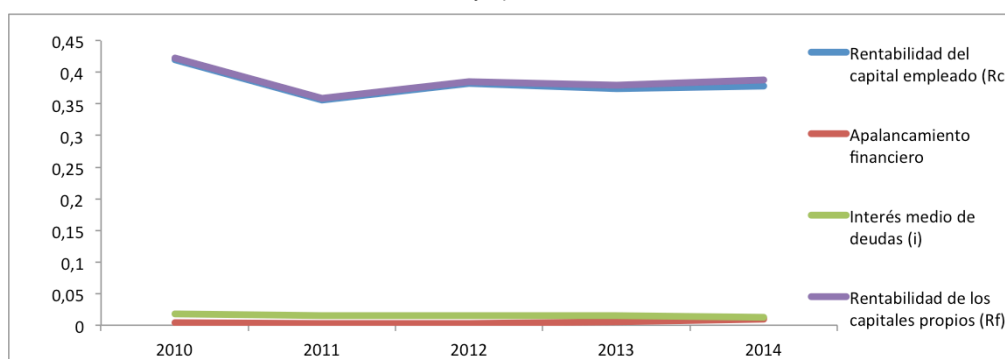


Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales consolidadas de GAP 2010-2014

Estos datos de GAP están muy sesgados por la evolución del PN, por un lado por la amortización de su autocartera, y porque no existe igualdad de variables en las tres sociedades, por su diferente nivel de Fondos Propios. Los Fondos Propios, en tanto que componente de la tasa de endeudamiento, del apalancamiento financiero, de la rentabilidad de los capitales propios, y así como de la rentabilidad del capital empleado, hace difícil una comparación realista.

Finalmente, en H&M, como muestra la tabla 10, el apalancamiento financiero pasa del 0,37% en el año base a 0,92% en 2014, porque a pesar de que se reduce la Rentabilidad del Capital Empleado, que pasa del 41,92% a 37,83% aumenta el endeudamiento de 0,91% a 2,48% y desciende el tipo de interés de 1,75% a 1,25%, como se puede comprobar en la gráfica 62.

Gráfico 62: Rentabilidad y apalancamiento financiero, H&M



Fuente: Elaboración propia a partir de balances y memoria consolidados H&M 2010-2014

Tabla 10: Rentabilidad y apalancamiento financieros, H&M

H&M	2010	2011	2012	2013	2014	Variación
Tasa de endeudamiento	0,91%	0,76%	0,76%	1,33%	2,48%	1,58%
Interés medio de la deuda	1,75%	1,50%	1,50%	1,50%	1,25%	-0,005
Rentabilidad de los capitales propios (Rf)	42,29%	35,87%	38,48%	37,42%	38,75%	-3,55%
Rentabilidad del capital empleado (Rc)	41,92%	35,61%	38,20%	37,42%	37,83%	-4,09%
Apalancamiento financiero	0,37%	0,26%	0,28%	0,48%	0,92%	0,55%

Fuente: Elaboración propia a partir de los balances y memorias consolidados de H&M 2010-2014

9. Conclusiones

En este documento se extraen las principales conclusiones obtenidas a partir de las cuentas anuales consolidadas, en particular el balance de situación, la cuenta de resultados y el estado de flujos de efectivo, durante los años 2010-2014 para las mayores sociedades multinacionales del sector textil. El presente trabajo también se apoya en las memorias anuales y otros informes corporativos, para alcanzar así los objetivos planteados, y aportar otro punto de vista orientado fundamentalmente a posibles inversores que quieran conocer la solvencia o potencial de estas empresas textiles. Las principales conclusiones son las que se detallan a continuación:

1ª) En cuanto a la valoración del resultado de estas tres sociedades, se demuestra que el margen neto sobre la cifra de negocios, es una variable clave. No posibilita interpretaciones distorsionadas por ser ingresos menos gastos. En el período de estudio, el margen de Inditex pasa de 18,28% a 17,66%, en H&M de 22,73% a 16,9% y en GAP de 13,42% a 12,67%, mostrando todos una clara tendencia decreciente.

En cambio, la rotación, como depende del volumen de activos funcionales, será difícilmente comparable. En este caso, Inditex tiene cierta ventaja, tiene mejores activos funcionales tal como se observa a través de las notas de su memoria. Concretamente, esta compañía tiene más del doble de inmovilizado material que sus competidoras en términos absolutos al cambio de divisa, y por tanto mostrará una baja rotación. En cambio, H&M y GAP alquilan inmovilizado operativo mediante *leasing*. Tanto el alquiler como la franquicia evitan que tengan una mayor rotación de los activos y reducen su margen. Dicho lo cual, esta rotación tiene en cierto modo un matiz “irreal” o “ficticio”, pues no es del todo comparable entre modelos en propiedad como el de Inditex y modelos en arrendamiento como H&M y GAP en que los locales no computan en términos de rotación.

2ª) A partir del análisis de la rentabilidad económica, magnitud que se aprecia mejor en función de la superficie, por medio del beneficio/m², se observa que aunque H&M dispone de mayores tiendas y superficie comercial total, sin embargo tiene menos ventas e ingresos por superficie que Inditex. GAP disfruta de una rentabilidad intermedia en relación a sus competidoras.

En este trabajo también se puede confirmar un mayor volumen de activos operativos en Inditex. Esto permite a la sociedad gallega actuar ante cambios repentinos en la demanda, debido a que tiene un soporte logístico y de fabricación propio, que le permite introducir en el mercado dos colecciones por semana. Además Inditex presenta un mayor crecimiento que las demás, al ser capaz de actuar diligentemente ante el mercado, detectando y reaccionando rápidamente frente a cambios de tendencia puntuales. Este aspecto quedó patente durante el otoño-invierno del año 2014, cuando ante un cambio meteorológico repentino, especialmente caluroso en el hemisferio norte, la empresa gallega supo reaccionar renovando sus colecciones de temporada por otras más adecuadas. Mientras tanto, sus competidoras directas sufrieron una considerable acumulación de stock de abrigo al no ser capaces de comercializarlo íntegramente. Este hecho tuvo considerables consecuencias al verse reducido su margen por no conseguir adaptarse a la demanda del mercado.

Mientras que H&M y GAP se arriesgan con una política de producto hasta el final de temporada, Inditex tiene una mayor inversión en activos funcionales en propiedad, por lo que presenta una menor rotación de su activo. No obstante, esta mayor capacidad de producción y distribución, que posibilita una mayor velocidad, adaptabilidad y un menor gasto operativo en el futuro, le permite tener un mayor volumen de ingresos y beneficios.

3ª) En cuanto a otros ratios relevantes, la que mayor ratio de solvencia presenta es Inditex, que es la que mejor Coeficiente Básico de Financiación ostenta. En las tres sociedades se reduce considerablemente esta ratio, mostrando que tanto sus activos no corrientes como sus Necesidades Operativas de Fondos siguen estando totalmente financiados por recursos a largo plazo, aunque cada vez son menos excedentarias en este sentido, reflejo de la crisis económica. En relación a la solvencia a largo plazo, la garantía frente a acreedores, Inditex y H&M respaldan la devolución de sus deudas de modo claramente más favorable que GAP. En el caso particular de Inditex, la gran cantidad de recursos líquidos netos y unas necesidades operativas de fondos negativas, le proporcionan agilidad y consiguen que tenga una mayor rotación en el ciclo de explotación, permitiéndole tener menos existencias en stock, menos deudores y seguir siendo totalmente financiada por sus proveedores comerciales.

4ª) Finalmente, para aquellos inversores que se planteen la posibilidad de invertir en alguna de estas tres sociedades, deben de tener en cuenta que la rentabilidad financiera de los accionistas durante el período de estudio se reduce ligeramente en Inditex, se mantiene en H&M y aumenta considerablemente en GAP. Con todo, H&M logra imponerse en 2014 con un ROE del 42,31%, seguido de GAP con un 38,75%, y finalmente Inditex 23,98%.

Inditex, a diferencia de sus competidoras, mantiene un crecimiento de su facturación anual paralelo a su rentabilidad y que, por su número de tiendas, por su tamaño, y una capitalización bursátil superior a la suma de la de sus competidoras más cercanas, que roza el umbral de los 100.000mill.€, dispone de un potencial de expansión mucho mayor que el de H&M y GAP.

Asimismo, Inditex dispone de un mayor nivel de inversión que sus competidoras, y se observa cómo la sociedad española destina en 2014 algo más de la mitad de su flujo de explotación a inversiones mientras que H&M Y GAP, lo hacen en un 36% y un 28%, respectivamente.

H&M por su parte, crece de forma mucho más agresiva en 2014 que las otras dos sociedades. Sin embargo, esta expansión tan acelerada, de la mano de un aumento más que proporcional de los costes frente a las ventas, puede generar tensiones indeseadas.

Finalmente, GAP es “un gigante con pies de barro” con una peor progresión de las ventas que las otras dos compañías. En 2014 GAP cierra 175 de sus 3.309 tiendas, no habiendo sabido evolucionar al ritmo que lo hace el sector. Parte de este problema se debe a no haber acertado en la ubicación de sus tiendas, situadas en la mayor parte de los casos en centros comerciales a las afueras de las ciudades. De este modo, esta compañía no alcanza a ser tan competitiva como el resto de los “*fast retailers*”.

10. Bibliografía

Amat, O. (2008). *Análisis de Estados Financieros, Fundamentos y Aplicaciones*, (8ª Ed). Barcelona, España: Gestión 2000.

Badía, E. (2008). *Zara y sus hermanas*, Madrid, España: LID Editorial Empresarial.

Benedict, A. y Elliot, B. (2011). *Financial Accounting: An Introduction*, (2ª Ed.). Essex, Reino Unido: Prentice Hall.

Costa, M.T. (2004). La renovación del sector textil-confección en España, proceso de ajuste y contenido tecnológico. *Revista Economía Industrial*, (355-356), 263-272.

De Llano Monelos, P. y Piñeiro Sánchez, C. (2009). *Principios y modelos de dirección financiera*, Santiago de Compostela, España: Andavira.

De Llano Monelos, P. y Piñeiro Sánchez, C. (2003). *Casos prácticos de gestión financiera*, (2ªEd). Santiago de Compostela, España: Tórculo

Garrido Miralles, P. e Íñigo Sánchez, R. (2015). *Análisis de estados contables, Elaboración e Interpretación de la información financiera*, (3ªEd). Madrid, España: Pirámide.

Llorente Olier, J.I. (2010). *Manual de análisis de cuentas anuales*, Madrid, España: CEF

Palomares, J., Peset, J. (2015). *Estados financieros, Interpretación y análisis*. Madrid, España: Pirámide.

- Otras fuentes consultadas

Busto, B. (2012) NIC /NIIF vs US GAAP, Contabilidad en España, Valladolid.

Recuperado el día el 2 de octubre 2015 de

<<https://alojamientos.uva.es>>

GAP. (2014) Informe anual 2014.

Recuperado el 25 de septiembre de 2015 de

<www.gapinc.com>

GAP. (2013) Informe anual 2013.

Recuperado el 25 de septiembre de 2015 de

<www.gapinc.com>

GAP. (2012) Informe anual 2012.

Recuperado el 25 de septiembre de 2015 de

<www.gapinc.com>

GAP. (2011) Informe anual 2011.

Recuperado el 25 de septiembre de 2015 de

<www.gapinc.com>

GAP. (2010) Informe anual 2010.

Recuperado el 25 de septiembre de 2015 de

<www.gapinc.com>

H&M. (2014). *Informe anual para los accionistas 2014*.

Recuperado el día el 20 de septiembre 2015 de

<http://about.hm.com>

H&M. (2013). *Informe anual para los accionistas 2013*.

Recuperado el día el 20 de septiembre 2015 de

<http://about.hm.com>

H&M. (2012). *Informe anual para los accionistas 2012*.

Recuperado el día el 20 de septiembre 2015 de

<http://about.hm.com>

H&M. (2011). *Informe anual para los accionistas 2011*.

Recuperado el día el 20 de septiembre 2015 de

<http://about.hm.com>

H&M. (2010). *Informe anual para los accionistas 2010*.

Recuperado el día el 20 de septiembre 2015 de

<http://about.hm.com>

Inditex. (2014) Memorias anuales e Informe de gestión consolidados 2014.

Recuperado el 28 de septiembre de 2015 de

<www.inditex.com>

Inditex. (2013) Memorias anuales e Informe de gestión consolidados 2013.

Recuperado el 28 de septiembre de 2015 de

<www.inditex.com>

Inditex. (2012) Memorias anuales e Informe de gestión consolidados 2012.

Recuperado el 28 de septiembre de 2015 de

<www.inditex.com>

Inditex. (2011) Memorias anuales e Informes de gestión consolidados 2011.

Recuperado el 28 de septiembre de 2015 de

<www.inditex.com>

Inditex. (2010) Memorias anuales e Informe de gestión consolidados 2010.

Recuperado el 28 de septiembre de 2015 de

<www.inditex.com>

Ruiz Lamas, F., (2012), Apuntes de análisis patrimonial. Blog de contabilidad.

Recuperado el 10 de septiembre de 2015 de

< http://fernandoruizlamas.es>