



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

**TRABAJO FIN DE GRADO EN
ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN DE EMPRESAS**

**ZARA Y MANGO:
¿INVENCIBLES A LA CRISIS, AL MENOS EN ESPAÑA?**

María Kostova Radeva

DIRECTOR
Fermín Lizarraga Dallo

Pamplona-Iruña

7 de junio de 2017

RESUMEN EJECUTIVO

Con la crisis económica actual el sector retail de la moda en España se ha visto obligado a transformarse para poder “sobrevivir” a los profundos cambios surgidos. El presente trabajo pretende analizar cómo han afrontado la crisis financiera las dos empresas punteras del sector de distribución de moda en España, siendo éstas Zara España, S.A. y Punto Fa, S.L (Mango).

El trabajo se desarrolla aplicando una determinada metodología de análisis contable de rentabilidad – riesgo a nivel de cuentas individuales. Posteriormente se realiza una comparativa entre ambas compañías, con el fin de identificar cuál de las dos ha actuado de manera más eficiente a partir la aplicación de determinadas estrategias en cada momento. En general, la sensación obtenida tras el análisis de ambas empresas es que mientras Zara España, S, A. ha llevado a cabo una política más bien conservadora, sin despreocuparse del crecimiento en ventas; Mango ha emprendido un cambio radical en su modelo de negocio, llevando a cabo esfuerzos excesivos que todavía no le han generado retorno en sus niveles de rentabilidad.

PALABRAS CLAVE

Retail, Moda, Zara, Mango, España, Rentabilidad - Riesgo

ÍNDICE

1. Introducción	3
2. El sector retail de la moda en España	5
3. Zara y Mango: las grandes de la distribución de moda en España	7
4. Análisis de Rentabilidad – Riesgo Económico	9
4.1. El caso de Zara España, S.A.	10
4.2. El caso de Punto Fa, S.L. (Mango).....	21
4.3. Comparación entre ambas empresas	33
5. Análisis de Riesgo Financiero	36
5.1. Riesgo financiero a corto plazo	37
5.1.1. Análisis de las necesidades de Fondo de Rotación:	37
5.1.2. Análisis dinámico del circulante a través del ciclo de las operaciones:	40
rotaciones y períodos medios	40
5.2. Riesgo financiero a largo plazo: análisis de la solvencia	43
6. Conclusiones.....	44
Bibliografía	47
ANEXOS	50

1. INTRODUCCIÓN

Si alguien llega a hacernos la pregunta de cuáles son los principales retailers de moda en España, sin duda, y sin pensarlo mucho, diríamos que éstos son Inditex y Mango.

Efectivamente, ambos grupos de empresas ocupan los primeros lugares en el mapa de la moda en España, e incluso en el mundo, para el caso de Inditex, con su enseña Zara, que además se ha convertido en una de las marcas más valiosos a nivel mundial.

También, es indudable el rápido y progresivo crecimiento experimentado por ambos grupos de empresas, sobre todo en los últimos años, dando una imagen de ser inmunes a la crisis económica actual.

A tal respecto se deriva mi motivación personal por hacer un trabajo consistente en estudiar cómo han afrontado la reciente crisis económica las dos empresas con mayor facturación en el sector de distribución de moda en España: Zara y Mango; y examinar su grado de vulnerabilidad a los profundos cambios económicos surgidos a partir del año 2008.

Con tal fin, en el presente Trabajo Fin de Grado llevo a cabo un análisis contable de rentabilidad – riesgo a partir de la aplicación de una metodología bien definida, para lo que partiré de los estados contables que captan, valoran y representan la realidad económica de las empresas. El análisis de rentabilidad - riesgo posibilita obtener los indicadores necesarios para entender el éxito o el fracaso de la empresa, derivado de decisiones y estrategias tomadas en cada momento, y poder proyectar su comportamiento futuro. Cabe añadir que el análisis de estados financieros resulta fundamental para orientar la toma de decisiones de los usuarios de la información contable, pues “proporciona la información sobre los distintos flujos que han modificado la situación financiera de la empresa a lo largo del tiempo” (*Ortega, 2006*).

Las empresas escogidas para el análisis, como ya se ha dicho anteriormente, son Zara y Mango. Dado el enorme éxito empresarial de Zara, derivado de su peculiar forma de ejecutar su modelo de negocio, son muchos los estudios publicados destinados a explicar las principales razones de dicho éxito, pero siempre desde un punto de vista global o de grupo consolidado. Mi interés, sin embargo, se centra en el funcionamiento del negocio de la moda en España. En concreto, el de Zara España, S.A (la filial española del grupo Inditex) y Punto Fa, S.L (filial del grupo Mango), que son las dos empresas que, dentro de sus respectivos grupos recogen el negocio en España. El problema es que, mientras Zara

España, SA lo hace con exclusividad, Punto Fa, SA (en adelante Mango) lo combina con la participación en filiales de otros países. A pesar de la imposibilidad de obtener unas cuentas anuales individuales que recojan con exclusividad la actividad española de Mango, se ha decidido continuar con el análisis ya que la metodología a aplicar, aunque dirigida a cuentas individuales (en ningún de los casos existen cuentas consolidadas a este nivel), permite separar ambas zonas geográficas, no sin algunos problemas metodológicos, que comentaré a lo largo de este trabajo.

Esta metodología es la propuesta por los profesores Pablo Archel Domench, Fermín Lizarraga Dallo, Santiago Sánchez Alegría y Manuel Cano Rodríguez, en su libro “Estados contables: elaboración, análisis e interpretación”. Así, el presente trabajo se estructura en tres etapas: la primera consiste en comentar brevemente y de modo general, al sector retail de la moda en España, y algunos de los cambios que se han producido en el mismo con la crisis económica. La segunda etapa trata de presentar a las dos empresas, identificando algunos puntos clave de sus modelos de negocio y posibles ventajas competitivas. Posteriormente se procede al análisis de rentabilidad-riesgo, teniendo en consideración los datos contables de ambas empresas para los años 2009 – 2015, obtenidos a través de la base de datos “Sabi”; y la información proporcionada por los depósitos de Cuentas Anuales del año 2015 (el último disponible). Como herramienta de gestión de los datos y obtención de los resultados, se ha usado una plantilla “Excel” elaborada por los profesores anteriormente mencionados, con ligeras modificaciones por mi parte.

Para el desarrollo del análisis se han ido descomponiendo las rentabilidades económica y financiera de las empresas, según los elementos que las integran. De este modo, ante una visión general de la situación de las empresas, se pueden ir buscando las causas y consecuencias de las variaciones más importantes producidas en los niveles de rentabilidad, procedentes tanto del entorno económico, como de las estrategias y transformaciones llevadas a cabo, y riesgos asumidos en los distintos años del período de estudio.

En general, la sensación que tengo después de haber realizado el trabajo es que Zara España se ha podido adaptar muy bien a los cambios aparecidos en el sector retail con la crisis financiera. Mango, sin embargo, a pesar de haber llevado a cabo grandes esfuerzos para adaptarse a la nueva situación económica, a día de hoy la empresa no se ha visto recompensada en términos de rentabilidad. Más aún, ha ido empeorando sus niveles en los últimos años.

2. EL SECTOR RETAIL DE LA MODA EN ESPAÑA

El sector de la moda es, a nivel global, uno de los más dinámicos y crecientes. El posicionamiento de España en dicho sector queda definido como el país exportador del “fast fashion” gracias a Inditex, y, en los últimos años, también a Mango.

En España, el sector de la moda tiene gran relevancia estratégica. Pues es uno de los más importantes en el peso de la economía nacional (Anexo 1), en cuanto a participación en el PIB.

Sin embargo, aunque a nivel mundial el gasto en prendas de vestir ha ido creciendo, cabe decir que el sector de la moda en España se ha visto influido negativamente por la crisis económica actual. La fuerte caída del gasto en prendas de vestir (Anexos 2 y 3) ha dificultado el desarrollo de la actividad económica de las grandes empresas nacionales.

A la vista de esta complicación del entorno económico y del consumo, la moda se ha tenido que transformar y adaptar a un consumidor con “bolsillos más apretados”.

Los retailers han apostado por nuevos conceptos, dedicando grandes esfuerzos a innovar y mejorar sus modelos de negocio.

Destacan especialmente los conceptos de “fast fashion”, “megastores”, e-commerce y sostenibilidad y responsabilidad social. El primero consiste en introducir colecciones de ropa que siguen las últimas tendencias de la moda pero que han sido diseñadas y fabricadas de una forma rápida y barata. De esta manera, ofrecen al consumidor medio la posibilidad de acceder a las novedades del mundo de la moda a precios más acorde con sus posibilidades. Por otra parte, las grandes enseñas de la moda han ido apostando por nuevas estrategias “high street”, donde buscan tiendas más grandes, visibles y en edificios emblemáticos.

Por lo que respecta al “e-commerce”, factor de enorme impacto en toda la industria del comercio dirigido al consumidor final, España es uno de los países europeos donde más se ha crecido en este sentido.

Cabe añadir que la mayor consciencia por parte de los consumidores y la mayor demanda de transparencia a las empresas han convertido la “sostenibilidad” la palabra de moda en el sector. Aunque “fast fashion” y sostenibilidad parecen opuestos, las grandes empresas del sector han ido incorporando en su estrategia conceptos como el reciclaje, el uso de materiales ecológicos o el control de sus proveedores, a través de auditorías en su camino

hacia la sostenibilidad.

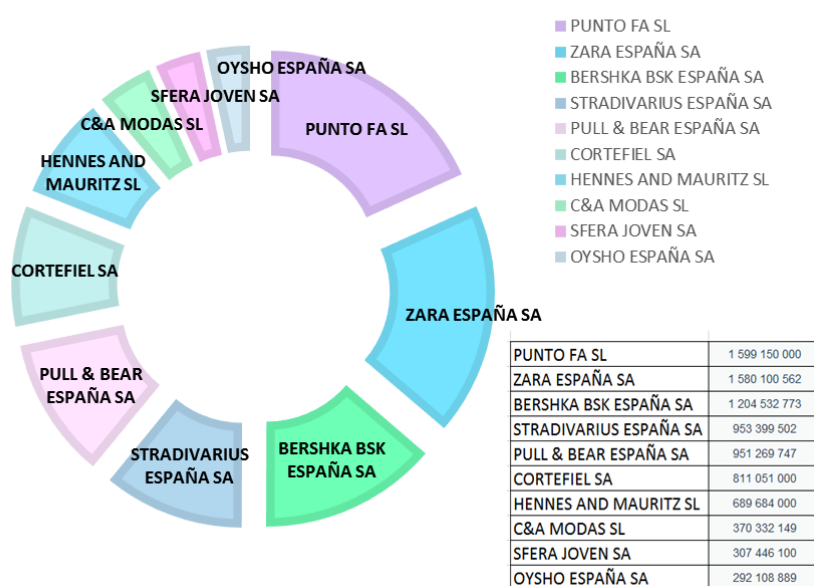
Para terminar cabe decir que en los últimos años el sector del retail en España se ha ido recuperando mostrando en el 2015 un mayor dinamismo que en años anteriores, según datos de Euromonitor 2016.

El Gráfico inferior muestra a las principales empresas del sector del comercio al por menor de prendas de vestir en establecimientos especializados, por volumen de ventas.

Tal y como se observa, la mayor facturación se corresponde a Punto Fa (Mango), seguido por Zara España, S.A. Sin embargo, es necesario tener en cuenta que los datos son obtenidos a partir de los resultados presentados por las empresas en sus Cuentas Anuales individuales (no existen consolidadas), por lo que a pesar de que Mango aparezca en primera posición, su volumen de facturación se corresponde en un 75% a ventas en el extranjero, y en tan sólo un 25% a ventas obtenidas en el territorio nacional, mientras que el volumen conseguido por Zara muestra íntegramente las ventas que obtiene la empresa en el territorio nacional. Con esto se pone de manifiesto la espectacular cuota de mercado de Zara en España, muy superior a la de Mango.

Gráfico 1

Ranking nacional del sector retail de la moda
 en base a la facturación (en €)



Fuente: elaboración propia a partir de datos de la base de datos "Sabi"

3. ZARA Y MANGO: LAS GRANDES DE LA DISTRIBUCIÓN DE MODA EN ESPAÑA

Un poco de historia...

Zara (principal enseña del Grupo Inditex) es la marca española más renombrada a nivel internacional. También, según Forbes, Zara ocupa el puesto 51 de las marcas con más valor del mundo, la única española, que junto con Santander (puesto 74), entra en el “top 100”.

El comienzo del éxito de Zara reside en el año 1975, cuando abre su primera tienda en el centro de A Coruña, España, después de doce años dentro de la industria textil. La visión de la moda de Zara es bien recibida por el público, lo que permite su rápida expansión con nuevas tiendas en las principales ciudades españolas. Los años 90 marcan el inicio de la expansión internacional de la marca, que en la actualidad cuenta con 1.784 tiendas en gestión propia, y 218 en régimen de franquicia, en todo el mundo.

Tal y como se ha comentado en el apartado introductorio, este trabajo se centra en el estudio y análisis de Zara España, S.A., cuyo ámbito de actuación se desarrolla en el territorio nacional.

Son numerosos los estudios que se han ido haciendo a lo largo de los últimos años acerca del modelo de Zara, en busca de explicaciones del logro de su espectacular éxito.

A este respecto, a grandes rasgos se podría decir que el éxito de Zara se debe a su eficiente y efectivo modelo de negocio, que abarca todas las fases de la cadena de valor: diseño, fabricación y aprovisionamiento, distribución, logística y tienda; obteniendo ventajas competitivas en flexibilidad, rapidez y capacidad de innovación. “La oferta de una atractiva combinación de moda al mejor precio, la constante renovación de los diseños y los envíos a tienda entre dos y seis veces por semana, colocan al cliente en el centro de la estrategia empresarial, mientras el envío diario de información desde las tiendas permite la modificación constante de las colecciones.” (*Inditex, Informe de gestión consolidado*). Con esta estrategia de constante renovación del producto, lo que consigue Zara es generar ansiedad y deseos por los mismos.

Pero quizá lo que más diferencia a la empresa frente a sus competidores es que no invierte en publicidad, o al menos, no lo hace desde una perspectiva convencional. Su estrategia se basa en la concepción de sus tiendas como un enorme anuncio, y alrededor de ellas dedica

una parte importante de su inversión, tanto en recursos como en dedicación. A este respecto, la tienda se busca que sea coherente con la oferta de prendas, presentadas en un espacio atractivo y agradable, que siguiere una imagen de lujo al que se puede acceder pagando un precio muy por debajo del que rige en los establecimientos de alta gama.

Mango, por otra parte, es la segunda mayor empresa de distribución de moda en España, superada sólo por el Grupo Inditex. “La gran sorpresa aportada por España a la distribución de moda en los años 80-90 fue la de Inditex, principalmente reconocible por su enseña Zara, pero hubo más actores españoles en esta revolución, el principal de ellos Punto Fa, S.L., de los hermanos Andik, con su enseña Mango” (*Textil Expres, marzo – abril 2012*).

En 1984 se abre la primera tienda de Mango en Barcelona, marcando el inicio de una gran y rápida expansión, de modo que para el año 1992, la cadena ya tenía 99 establecimientos en España e iniciaba su expansión internacional. Actualmente es un grupo multinacional, y sus tiendas (2.730 en total, siendo propias 1.138, y 1.592 en régimen de franquicia) se encuentran en las principales ciudades de más de cien países, en los cinco continentes.

Cabe decir que la apuesta estratégica de Mango consistió en vender productos de calidad media-alta, destinados, principalmente, a mujeres entre 18 y 40 años, jóvenes de espíritu, sofisticadas, profesionales e independientes, que tiene una pasión por la moda y el diseño. Mango vende diseño y estilo a un buen precio. Según el director general “el secreto de Mango consiste en ser una cadena de moda con el espíritu de una boutique” (*Isak Andic, presidente de Mango*).

Además, su enfoque en un segmento femenino con una propuesta de valor basada en exclusividad y precio queda reflejada en su cadena de valor, que combina una parte centralizada (diseño, logística, comunicación, sistemas de información, etc.) con otras descentralizada (la totalidad de la producción y una parte importante de la distribución). “Este modelo en red tiene la capacidad de ofrecer más flexibilidad que los modelos integrados y puede adaptarse mejor a períodos tanto de crecimiento como de recesión” (*Salerno, Gay, 2008*).

Cabe destacar sin embargo que con la crisis económica actual, Mango ha tenido que dar un giro a su estrategia basada en la exclusividad (control del número de prendas

producidas), apostando por un nuevo segmento de precio y productos más universales.

Cabe destacar que rapidez e inmediatez son los factores clave de la nueva estrategia de Mango, centrada en el “fast fashion”. Así, Mango pone en marcha su nuevo plan para competir con su principal oponente: Zara.

Por otro lado, el gran cambio implica también una transformación a nivel de comunicación, en la que las tendencias juegan un papel decisivo. A este respecto, “la marca lanzará cada mes una campaña publicitaria diferente, protagonizada por la tendencia del momento y representada por el rostro que mejor la defina” (*Mango pressroom, 13 de septiembre del 2016*).

4. ANÁLISIS DE RENTABILIDAD – RIESGO ECONÓMICO

Con el análisis de rentabilidad-riesgo se busca medir la capacidad de generación de utilidades por parte de las empresas, evaluando sus decisiones y políticas en la administración de fondos. Así mismo, se persigue ver las consecuencias del posicionamiento de las empresas ante un determinado tipo de riesgo.

En definitiva, el análisis de rentabilidad consiste en evaluar los resultados económicos obtenidos de la actividad empresarial, siendo clave para determinar la situación y el desempeño económico y financiero de la empresa, y poder tomar posteriormente decisiones y medidas adecuadas de cara al futuro desarrollo de la actividad empresarial.

La rentabilidad, por lo tanto, se puede evaluar comparando el resultado final y el valor de los medios utilizados para llegar al mismo; mientras que para evaluar el riesgo empresarial, el análisis de estados financieros deberá basarse en indicadores que midan los siguientes aspectos:

1. El posicionamiento de la empresa ante un determinado tipo de riesgo.
2. Las consecuencias económico-financieras de dicho posicionamiento.

(Archel, Lizarraga, Sánchez, Cano, 2015)

En primer lugar, conviene descomponer la rentabilidad en financiera (rentabilidad de los propietarios) y económica (rentabilidad de las inversiones), con el fin de estudiar si los

valores de rentabilidad obtenidos se deben en mayor parte al desarrollo de la actividad económica o RE, o por la gestión de la política de financiación (rentabilidad financiera o RF). De este modo se podrá hacer un diagnóstico más profundo acerca de si las medidas correctivas a tomar tienen que ir enfocadas sobre la estructura económica o, por el contrario, tienen que centrarse sobre la estructura financiera.

Cabe decir que la rentabilidad financiera es un indicador completo del desempeño de una empresa, ya que muestra el modo en el que los gerentes emplean los fondos invertidos por los propietarios o accionistas para generar retornos.

Para el estudio de dicha rentabilidad resulta conveniente descomponerla en los elementos que justifican su valor, siendo éstos:

- Rentabilidad económica o RE, que indica el flujo generado por cada euro invertido en activos, esto es, la gestión económica de los activos.
- Coste financiero (CF) o coste de la financiación ajena.
- Relación de endeudamiento o ratio “L”, que representa la proporción de deuda que soporta una empresa frente a sus recursos propios.

Estos componentes quedan agrupados de la siguiente manera:

$$RF = RE + (RE - CF) \times \frac{PT}{PN}$$

4.1. El caso de Zara España, S.A.

Zara España, SA es la sociedad constituida por el grupo Inditex para el desarrollo del modelo de negocio de la distribución detallista del sector de la moda en España. Dado que Zara España, SA no representa la matriz del grupo Inditex (siendo ésta Inditex, SA) no está obligada a presentar cuentas consolidadas, por lo que en todo momento se trabajará con sus cuentas anuales individuales.

“La actividad principal de la Sociedad es la distribución de artículos de moda, esencialmente ropa, calzado y complementos, desarrollada a través de un modelo integrado de tiendas y venta online” (Nota 1 “Actividad y descripción de la Sociedad” de la memoria del 2015).

El cuadro inferior muestra la descomposición de la rentabilidad financiera de Zara España en las partes que determinan su valor.

CUADRO 1

*Descomposición de la Rentabilidad Financiera de Zara España, S.A.
 para el período 2009 - 2015*

Año	Rentabilidad financiera	Rentabilidad económica	Coste financiero	Relación de endeudamiento	Efecto apalancamiento financiero
2015	0,618	0,182	-0,001	2,403	0,436
2014	0,649	0,200	-0,002	2,270	0,449
2013	0,491	0,163	-0,001	2,018	0,327
2012	1,034	0,333	-0,001	2,110	0,701
2011	1,075	0,333	-0,002	2,239	0,742
2010	0,935	0,286	-0,002	2,286	0,649
2009	0,704	0,222	-0,006	2,232	0,482

Fuente: Elaboración propia a partir de base de datos “Sabi”

Tal y como se puede apreciar, la rentabilidad financiera de Zara España, S.A. ha ido aumentando progresivamente en el período 2009 – 2011, obteniéndose su valor más alto (107,5%) en el año 2011. A partir del 2012, se produce una fuerte disminución, al caer en 54 puntos porcentuales. Pese a su mejora en el año 2014, con el aumento en 16 puntos porcentuales respecto al 2013, la RF de Zara España no ha llegado a recuperar los niveles mantenidos en el año 2009, quedando lejos también de los que tenía antes de la crisis económica (del 113% en el año 2006, Anexo 5).

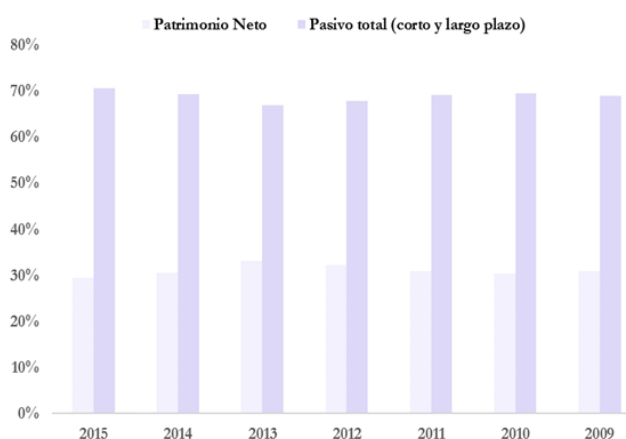
Es importante señalar que la RF es un indicador muy volátil, que frecuentemente se distorsiona en excesivo, por lo que no resulta muy fiable estudiar de manera aislada. Es por ello que se considera necesaria su descomposición.

Por otra parte, la empresa apostó por mantener una estructura financiera arriesgada, y aprovechar así el bajo coste al que financia su deuda, que no ha llegado a ser del 1% en todo el período analizado.

En concreto, Zara apostó por financiar sus inversiones mayoritariamente por medio de financiación ajena, que representa entre un 67 – 71% de

Gráfico 2

*Estructura financiera de Zara España, S.A.
 (en términos medios) para el período 2009 - 2015*



Fuente: Elaboración propia a partir de base de datos “Sabi”

la estructura financiera de la empresa durante el período 2009-2015; mientras que la financiación a través de fondos propios no ha llegado a representar el 35% en el período analizado (ver Gráfico 2).

Cabe decir que el bajo coste de la deuda, combinado con la elevada relación de endeudamiento, produce un efecto de apalancamiento financiero que incrementa la RF en una proporción mucho más elevada que la RE, deduciéndose que el valor de la rentabilidad financiera se obtiene principalmente por la buena gestión de la financiación ajena que hace Zara.

Por otra parte, los niveles de rentabilidad financiera más bajos se corresponden al año 2013, y coinciden con la bajada en los niveles de rentabilidad económica. En este año, como ya se ha dicho anteriormente, la RF, disminuyó en aproximadamente 54 puntos porcentuales con respecto al año 2012, mientras que la RE lo hizo en 17 puntos porcentuales, lo que hace necesario investigar las causas de dicha disminución a través de la descomposición de la rentabilidad económica, que se hará posteriormente.

Finalmente, a pesar de los descensos producidos en los niveles de rentabilidad de Zara, se puede concluir que ha sido capaz de mantener rentabilidades muy superiores a la media del sector en el período analizado, fruto de una adecuada combinación de estrategias, que se irán explicando conforme se avance con el análisis.

A continuación, se procede al estudio de la rentabilidad económica de las empresas, descomponiéndola según los activos que la definen, eso es, RE debida a la tenencia de activos funcionales (Af) o extrafuncionales (Aex).

Cabe decir que la rentabilidad económica es un indicador determinante para juzgar la eficiencia en la gestión empresarial; pues el comportamiento de los activos, con independencia de su financiación, es el que determina con carácter general que una empresa sea o no rentable en términos económicos.

Los activos funcionales (Af) son los necesarios para que la empresa desarrolle su actividad económica principal, mientras que los activos extrafuncionales no están vinculados a la actividad principal de la empresa, siendo principalmente inversiones financieras.

Lo que se persigue con dicha descomposición es ver si los valores obtenidos de rentabilidad económica quedan justificados por la buena (o mala) gestión que hace la empresa de sus activos funcionales, o se debe, por lo contrario, a la gestión de sus activos

extrafuncionales.

Así, la RE se puede expresar de la siguiente manera:

$$RE = (Ref \times \frac{Rf}{AT}) + (Rex \times \frac{Rex}{AT})$$

El cuadro inferior muestra la descomposición de la rentabilidad económica de Zara España para el período 2009-2010 según los activos que la componen.

CUADRO 2

Descomposición de la Rentabilidad Económica de Zara España, S.A.

para el período 2009-2015

Año	RE	Ref	% Activos funcionales	Rex	% Activos extrafuncionales
2015	18,2%	20,2%	89,9%	0,4%	10,1%
2014	20,0%	21,5%	93,0%	0,3%	7,0%
2013	16,3%	16,9%	96,2%	0,4%	3,8%
2012	33,3%	34,6%	96,1%	0,4%	3,9%
2011	33,3%	34,5%	96,4%	0,9%	3,9%
2010	28,6%	29,5%	96,8%	0,3%	3,9%
2009	22,2%	22,9%	96,9%	0,8%	3,1%

Fuente: Elaboración propia a partir de base de datos “Sabi”

Se puede apreciar que los niveles de rentabilidad económica los obtiene Zara en mayor parte por la inversión en activos funcionales, que representan entre el 90 y el 97% del activo total dentro del período estudiado.

Cabe decir que los activos funcionales de Zara están formados mayoritariamente por inmovilizado material, que representa entre un 63 y un 72% dentro del período analizado, y se compone principalmente de terrenos, construcciones, instalaciones técnicas y maquinaria (Nota 6 “inmovilizado material”, de la memoria del 2015). Un porcentaje considerable del activo total lo componen las existencias, que representan entre un 13 y 17% del activo total entre los años 2009 – 2015 (ver Anexo 6).

Por otra parte, la rentabilidad económica entre los años 2009 – 2015 ha sido siempre menor que la rentabilidad obtenida de los activos funcionales, debido a la rentabilidad tan baja que generan las inversiones en activos extrafuncionales (formados principalmente por inversiones en empresas del grupo), que no han llegado a representar siquiera el 1% en dicho período. Sin embargo, la penalización de éstos últimos sobre la RE no es elevada; pues, la Ref ha llegado a superar la RE entre sólo 0,6 y 2 puntos porcentuales dentro del

período estudiado, produciéndose la mayor disminución (en 2 puntos porcentuales) de la RE en comparación a la Ref, en el año 2015.

A pesar del negativo efecto que generan las inversiones extrafuncionales sobre la rentabilidad económica de Zar España, la empresa ha decidido seguir incrementando los mismos, sobre todo en los últimos años, llegando a duplicar en el año 2015 los niveles que mantenía en el 2009¹. A este respecto, tras la consulta a la nota 8 “Inversiones en empresas del Grupo y asociadas e Inversiones financieras a largo y corto plazo”, se conoce que el fuerte incremento producido en la inversión de activos extrafuncionales en el 2015, ha sido por la adquisición por parte de Zara España del 100% de la participación en la empresa Born S.A, cuyo objeto social es “alquiler de bienes inmobiliarios por cuenta propia”.

Por otra parte, llama la atención el año 2013, ya que la caída en el nivel de rentabilidad económica se ha producido por la fuerte caída de la rentabilidad funcional, lo que hace necesario el estudio más a fondo de ésta mediante su descomposición en margen y rotación que se hará a continuación.

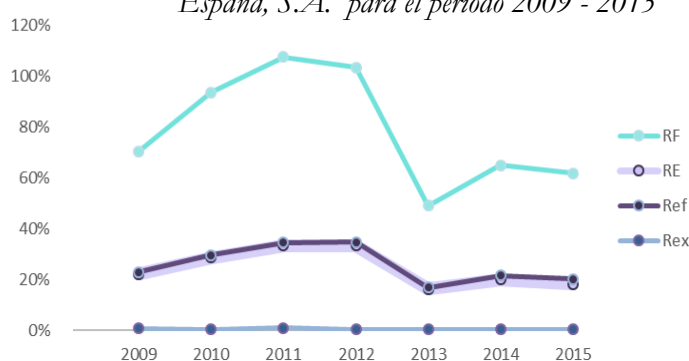
A modo de conclusión, todo lo expuesto anteriormente queda reflejado en el Gráfico 3.

La evolución que han experimentado las distintas rentabilidades es la misma, con excepción de la rentabilidad económica extrafuncional (Rex), que se ha mantenido prácticamente constante,

precisamente porque no está ligada a la actividad económica de la empresa y es por ello que su evolución no sigue el mismo sentido que las demás rentabilidades. Por otra parte, la RE y Ref son prácticamente iguales, dado que la Rex no contribuye apenas en la generación de rentabilidad.

Gráfico 3

Evolución de las rentabilidades principales de Zara España, S.A. para el período 2009 - 2015



Fuente: Elaboración propia a partir de base de datos “Sabi”

¹ Para más información acerca de la estructura de activos extrafuncionales que mantiene Zara y su tendencia, consultar Anexos 6 y 7.

Por lo que respecta a la RF, como ya se ha comentado anteriormente, a pesar de que experimentó una considerable disminución en el año 2013 (como consecuencia de un “efecto arrastre” por parte de la RE), se ha mantenido elevada gracias al buen aprovechamiento del bajo coste financiero y la buena gestión de la deuda por parte de Zara España.

También son considerables los niveles de RE que ha obtenido la empresa en todo el periodo estudiado, que tras consulta de la base de datos Sabi, son muy superiores a los de otras empresas del sector.

Finalmente, cabe apuntar que a pesar de que las rentabilidades han ido mejorando a partir de su caída en el 2013, no han llegado a alcanzar los niveles mantenidos con anterioridad a la crisis, reflejando ello un efecto negativo de la misma sobre la empresa.

Con la descomposición de la Ref en margen y rotación, aparte de profundizar en las causas que justifican su evolución, se pone de manifiesto también las estrategias que siguen las empresas: vender mucho volumen a precios bajos, o vender poco, pero en base a mantener precios elevados.

Por un lado, el margen económico sobre las ventas es una medida de la rentabilidad que se obtiene por las ventas, ya que indica el Beneficio antes de Impuesto e Intereses (considerando el RAITT funcional) obtenido por cada euro facturado.

Por otro lado, la rotación, por otra parte, indica la eficiencia con la que una empresa utiliza sus activos funcionales para generar ingresos.

Cabe decir que Zara España sigue una estrategia fundamentada en la rotación, algo nada sorprendente, dado que es una empresa dedicada a la distribución minorista, caracterizadas por vender grandes volúmenes con márgenes sobre las ventas no muy elevados (ver Cuadro 3).

CUADRO 3

*Descomposición de la Rentabilidad Económica funcional de Zara España, S.A.
 para el período 2009-2015*

Año	Ref	Margen	Rotación
2015	0,202	0,067	3,033
2014	0,215	0,075	2,869
2013	0,169	0,058	2,896
2012	0,346	0,109	3,183
2011	0,345	0,110	3,142
2010	0,295	0,103	2,876
2009	0,229	0,081	2,828

Fuente: Elaboración propia a partir de base de datos “Sabi”

Para entender mejor los cambios producidos en el margen de Zara, conviene analizar la proporción que representa cada partida de gasto con relación a las ventas a través del análisis de porcentajes verticales de la cuenta de resultados; así como la evolución que han tenido las partidas de gasto más importantes en el período estudiado, para poder opinar acerca del grado de eficiencia de la estrategia adoptada por las empresas, relacionada con determinados niveles de riesgo asumidos. A los riesgos voluntarios ligados a la adopción de una determinada estructura de costes fijos y variables por parte de la empresa, se le conoce como grado de apalancamiento operativo (GAO), cuyo impacto en los niveles de rentabilidad se estudiará a lo largo de este apartado.

CUADRO 4

*Porcentajes verticales de la cuenta de resultados de Zara España S.A.
 para el período 2009-2015*

	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Importe neto de la cifra de negocios	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Aprovisionamientos	-56%	-55%	-55%	-54%	-53%	-53%	-56%
Gastos de personal	-19%	-18%	-18%	-17%	-16%	-16%	-16%
Otros gastos de explotación	-15%	-16%	-16%	-15%	-16%	-16%	-15%
Amortización del inmovilizado	-4%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%

Fuente: Elaboración propia a partir de base de datos “Sabi”

Como se puede observar en el Cuadro 4, los aprovisionamientos son la partida de costes variables que más condiciona el margen de Zara, pues representan entre un 53 y un 56% de la cifra de ventas dentro del período estudiado. Un porcentaje menor ocupan los gastos de personal (coste fijo) y otros gastos de explotación (coste fijo), formados éstos, principalmente, por el gasto de arrendamiento de los locales comerciales, servicios logísticos y servicios de transporte de ventas de mercancía. Finalmente, la amortización del inmovilizado (coste fijo), no es una partida importante que condicione mucho el margen.

En vista a su estructura de costes, es aparente que Zara España no está muy apalancada operativamente; es decir, su GAO no es muy elevado teniendo en cuenta que en el caso de Zara España los costes variables son la partida más importante, suponiendo una menor relevancia los costes fijos.

A continuación se muestra la evolución temporal de los anteriores componentes, agrupados en costes fijos y variables, relacionándola con la evolución experimentada de las ventas (Ver Cuadro 5).

CUADRO 5

*Porcentajes horizontales de la cuenta de resultados de Zara España S.A.
 para el período 2009-2015*

	2015/2014	2014/2013	2013/2012	2012/2011	2011/2010	2010/2009
Ventas	Δ 8%	Δ 5%	∇ 3%	∇ 4%	∇ 0,3%	∇ 1%
Costes fijos	Δ 6%	Δ 2%	Δ 7%	∇ 6%	∇ 1%	= 0%
Costes variables	Δ 11%	Δ 4%	= 0%	∇ 2%	∇ 1%	∇ 7%
RAIT funcional	∇ 4%	Δ 35%	∇ 48%	∇ 5%	Δ 7%	Δ 25%

Fuente: Elaboración propia a partir de base de datos “Sabi”

La disminución progresiva de las ventas de Zara a partir del año 2007, sigue la tendencia de la disminución del gasto en prendas de vestir en España (ver Anexo 2).

Coincide que el año en el que se produjo la mayor caída de las ventas de Zara, con respecto al año 2007, es el año 2013. Durante el mismo, el importe neto de la cifra de negocios descendió en un 3% con respecto al 2012 (Cuadro 5), y en un 16% con respecto al año 2007 (ver Anexo 8).

Cabe destacar que, durante el período estudiado, Zara España ha llevado a cabo grandes esfuerzos para paliar la disminución del consumo en prendas de vestir. Así, en el año 2009 Zara dio un salto a la comunicación 2.0, convirtiendo las redes sociales en un escaparate más de la cadena, con el fin de presentar sus últimas novedades y recoger las impresiones de sus clientes respecto a su oferta de moda.

Más aún, la firma apostó a renovar su superficie comercial a partir del año 2013, enfocándose en criterios de “eco-eficiencia”, ya que las tiendas de Zara, tanto físicas como electrónicas, “suponen el principal canal de comunicación para conocer las preferencias de sus clientes, pieza central de su modelo de negocio” (*Memoria Anual Inditex, 2013*). De ahí que la inauguración de nuevos establecimientos, junto con la renovación y ampliación de los ya existentes, convertidos en “megastores”, haya aumentado las inversiones en inmovilizado en un 16% durante el ejercicio 2013 en comparación con el 2012 (ver Anexo 7).

Todos los esfuerzos llevados a cabo durante este período, parece que empezaron a dar resultado a partir del año 2014, con un crecimiento en las ventas del 5%, y especialmente

en el 2015, con un crecimiento en las ventas del 8%.

Si nos centramos en los resultados obtenidos en los años 2012 y 2013, ante las causas que explican el descenso producido en las ventas, aparte del entorno de recesión económica y de caída continuada del consumo, estuvo la modificación del IVA que pasó del 18 al 21% a partir del 1 de septiembre del 2012.

La estrategia seguida por Zara España a este respecto ha consistido en absorber los incrementos del IVA para evitar que repercutiese en el cliente, pero esta absorción funciona como una reducción de los precios de los artículos, lo que se traduce en un menor margen empresarial.

Por otra parte, analizando la expresión del margen económico sobre las ventas como $\frac{RAITf}{Ventas}$, se pone de manifiesto la importancia del RAITf (Resultado antes de intereses e impuestos funcional) en la obtención del margen.

Como regla general, aumentos o disminuciones en la cifra de ventas tienen que provocar aumentos o disminuciones en los costes variables en la misma proporción, manteniendo sus niveles los costes fijos. Así, se lograría que el resultado antes de intereses e impuestos incremente (o disminuya) en un porcentaje superior al de las ventas, tal y como propugna el modelo GAO.

Lo que se observa en el Cuadro 5 es que a pesar de que las ventas de la empresa en el 2013 disminuyeron en un porcentaje menor al experimentado en el 2012, el resultado antes de intereses e impuestos funcional bajó en un 48% (año 2013/2012), frente a sólo un 5% en el 2012/2011.

Esto contrasta con el año 2010, en el que a pesar de producirse una disminución en las ventas del 1%, el RAIT funcional aumentó en un 25% respecto al año 2009.

Estas situaciones se podrían explicar a partir del modelo GAO, que como ya se ha dicho anteriormente, es un indicador del riesgo voluntario asumido por la empresa ante la adopción de una estructura de costes fijos y variables, que inciden directamente sobre los márgenes y por extensión, sobre el resto de indicadores de rentabilidad empresarial.

La relación entre GAO y margen sobre ventas tiene su fundamento en la siguiente expresión:

$$\Delta RAITf = \Delta Ventas \times GAO$$

Observando de nuevo el Cuadro 5, se aprecia que gracias a la disminución de los costes

variables de la empresa (formados por los aprovisionamientos) en un 7%, ante el decremento de las ventas del 1% en el año 2010 respecto al 2009, se consiguió que el RAITf funcional aumente en un 25%, anticipándose la caída de las ventas, y desestabilizando en un sentido favorable el modelo GAO.

Entendemos que la desestabilización del modelo GAO (apuesta por una determinada estructura de costes fijos y variables) se produce cuando ante variaciones en las ventas, no se obtiene una variación proporcional en los costes variables, ni tampoco los costes fijos se mantienen constantes, tal y como sostiene la teoría económica. Lógicamente, dicha desestabilización puede producirse en ambos sentidos: favorable y desfavorable.

En año 2012, a pesar de que los costes fijos disminuyeron en un 6%, los costes variables lo hicieron en un 2 %, dos puntos porcentuales menos que las ventas. Esto hizo que el RAITf baje, pero sólo en 1 punto porcentual más que las ventas.

Sin embargo, la caída más fuerte, con diferencia, del RAITf ocurre en el 2013. En este año, la disminución del 3% en las ventas ha sido acompañado con un incremento del 7% en los costes fijos, fruto de su estrategia de mejora del negocio. De hecho, tal y como se puede observar en el Anexo 11 (porcentajes horizontales de la cuenta de resultados), los gastos de personal aumentaron en un 5%, las amortizaciones en un 13% y la partida de “otros gastos de explotación” en un 7%, respecto al año anterior.

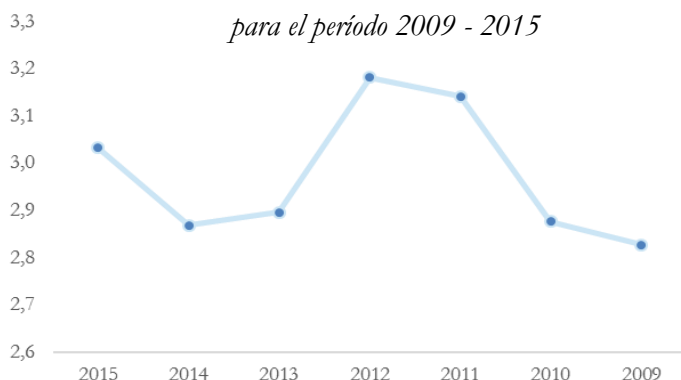
Todo esto dio lugar a la fuerte desestabilización del modelo GAO. Así, el aumento de los CF no ha podido ser absorbido por la cifra de ventas, dando lugar a la fuerte caída del RAITf en un 48% respecto al año anterior. De esta forma, la disminución de las ventas combinada con la elevada disminución del RAITf, dieron lugar a la disminución de los niveles de margen, y por lo consiguiente, a la disminución de la Ref, la RE y la RF.

Con todo lo comentado anteriormente se ha llegado a explicar la evolución de los niveles del margen de Zara en el período 2009 – 2015.

Cabe decir que el sacrificio en el margen en el año 2013, a base de renovaciones, ha dado lugar al retorno de los niveles de rentabilidad en los años 2014 y 2015, aunque no en el porcentaje que mantenía Zara España con anterioridad de la crisis. Esto muestra la correcta y eficiente adecuación de la estrategia empresarial llevada a cabo por la compañía, con una adecuada política de control de costes y apuesta por la necesaria inversión y mejora en su modelo de negocio, porque tal y como se apunta en la revista “Modaes.es”, “los conceptos de retail conocidos hasta el momento se quedan obsoletos, y su renovación es una de las soluciones para seguir sorprendiendo a los consumidores” (*Modaes.es*, 21 de octubre de 2013).

Gráfico 4

*Evolución de la rotación de Zara España, S.A.
 para el período 2009 - 2015*



Fuente: Elaboración propia a partir de base de datos “Sabi”

En cuanto a los niveles de rotación mantenidos por la empresa Zara España S.A durante el período 2009-2015, éstos han seguido un comportamiento similar al experimentado en el margen sobre ventas.

Cabe decir que el año 2013 es sin duda el año en el que se produjo la mayor caída de la rotación, aunque en una proporción bastante menor, que la disminución producida en el margen de este año (ver Gráfico 4). De hecho, la rotación no llegó a disminuir siquiera en 1 punto porcentual, con respecto al 2012.

Por lo que respecta a la rotación de los demás años, ésta se ha mantenido más o menos estable, salvo en el año 2011, durante el cual los activos pasaron de rotar 2,876 veces (2010) a rotar 3,143 veces (2011).

Si definimos la rotación como $\frac{\text{Ventas}}{\text{Af}}$, se podrían explicar las variaciones obtenidas en la misma, tanto en el año 2011, como en el 2013.

CUADRO 6

*Porcentajes verticales del activo funcional de Zara España S.A.
 para el período 2009-2015*

	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Inmovilizado intangible.	3%	3%	2%	2%	2%	3%	3%
Inmovilizado material.	63%	63%	72%	69%	70%	69%	70%
Inversiones Inmobiliarias	3%	3%	3%	3%	4%	4%	3%
Deudores comerciales a 1/p	1%	1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Existencias.	14%	13%	14%	17%	16%	16%	14%
Deudores	0,4%	0,4%	1%	1%	1%	1%	1%
Efectivo	4%	3%	2%	2%	2%	3%	4%

Fuente: Elaboración propia a partir de base de datos “Sabi”

CUADRO 7

Porcentajes horizontales del activo funcional de Zara España S.A.

para el período 2009-2015

	Variación 2015/2014	Variación 2014/2013	Variación 2013/2012	Variación 2012/2011	Variación 2011/2010	Variación 2010/2009
Inmovilizado intangible.	103%	144%	118%	97%	86%	92%
Inmovilizado material.	102%	96%	116%	101%	90%	92%
Inversiones Inmobiliarias	104%	102%	132%	69%	96%	105%
Deudores comerciales a l/p	85%	1716%	93%	108%	96%	147%
Existencias.	106%	103%	94%	109%	89%	108%
Deudores	117%	51%	89%	146%	43%	100%
Efectivo	132%	157%	105%	110%	68%	61%

Fuente: Elaboración propia a partir de base de datos “Sabi”

En el año 2011 Zara anticipó la caída de ventas, y frenó sus inversiones. Pues, tal y como se puede observar en el Cuadro 7, las inversiones en inmovilizado disminuyeron en un 10%, ante una caída en las ventas del 0,3%; mientras que las existencias (el otro elemento más importante de su activo) lo hicieron en un 11%.

Por otra parte, la caída sufrida en la rotación de Zara, que pasa de 31,83% a 28,96% en el año 2013 se puede explicar por el fuerte incremento que se produjo durante este año en la inversión en activos funcionales a largo plazo, sobretudo en la partida inmovilizado material, que es sin duda la que más importancia relativa tiene dentro del activo funcional de Zara (ver Cuadro 6).

4.2. El caso de Punto Fa, S.L. (Mango)

Punto Fa, SL es la sociedad constituida por el grupo Mango para el desarrollo del modelo de negocio de la distribución del sector de la moda tanto en España como a través filiales en el extranjero. Dado que Punto FA, SL no representa la matriz del grupo Mango (siendo ésta Mango MNG Holding, SAU) no está obligada a presentar cuentas consolidadas, por lo que en todo momento trabajaremos con sus cuentas anuales individuales. Su objeto social consiste en el comercio, importación y exportación de prendas de vestir y artículos de complemento de dichas prendas.

Como se ha apuntado anteriormente, se ha decidido utilizar Mango como punto de comparación porque es la segunda mayor empresa de distribución de moda en España, superada sólo por el Grupo Inditex.

A continuación, se procede a estudiar cómo afrontó la crisis económica la empresa Mango a través del análisis de rentabilidad-riesgo, intentando identificar años clave para el desempeño y niveles de rentabilidad obtenidos, a partir de la descomposición, de nuevo, de la rentabilidad financiera, rentabilidad económica y el estudio del margen y la rotación.

CUADRO 8

*Descomposición de la Rentabilidad Financiera de Mango
 para el período 2009-2015*

Año	Rentabilidad financiera	Rentabilidad económica	Coste financiero	Relación de endeudamiento	Efecto apalancamiento financiero
2015	0,023	0,030	-0,031	5,754	-0,007
2014	0,234	0,064	-0,036	6,160	0,170
2013	0,475	0,073	-0,021	7,809	0,402
2012	0,231	0,042	-0,021	8,847	0,189
2011	0,053	0,026	-0,022	6,276	0,027
2010	0,428	0,081	-0,008	4,779	0,347
2009	0,362	0,086	-0,028	4,772	0,277

Fuente: Elaboración propia a partir de base de datos “Sabi”

Como se puede observar en el Cuadro 8, la rentabilidad financiera de Mango ha seguido un comportamiento muy irregular y fluctuante durante el período 2009 – 2015. Concretamente, llaman la atención los años 2011 y 2015, en los cuáles la RF pasó de 42,8 a 5,3 % en el 2011 respecto al 2010, y de 23,4 a 2,3% en el 2015 respecto al 2014.

Tal y como se ha indicado en el caso de Zara España, la RF es muy fluctuante y es necesario profundizar en la misma.

Por otra parte, lo que explica dichos descensos es la bajada importante producida en el nivel de rentabilidad económica, que en el año 2011 pasó de un 8,1 por 100 a un 2,6 por 100; y en el 2015 se redujo por la mitad, en consideración al año anterior.

Dado que en estos años la RE ha sido muy parecida, e incluso inferior (año 2015), al coste financiero; sus consecuencias en el diferencial (RE – CF) han hecho que el efecto apalancamiento financiero haya sido muy inferior en el año 2011 con relación al obtenido en el 2010, e incluso negativo en el año 2015.

Así, la combinación entre un bajo nivel de la RE, coste de la deuda superior a la rentabilidad económica, y apuesta por una arriesgada estructura financiera (la financiación

ajena ha representado entre el 77 y el 84% de la financiación total dentro del período estudiado²); han hecho que finalmente en el año 2015 la rentabilidad financiera de la empresa se desplome, siendo poco menos de 1 punto porcentual que la rentabilidad económica de este año, mostrando así una clara ineficiencia tanto en la gestión de la deuda, como en la gestión de sus activos.

Por otra parte, al margen de las disminuciones producidas en la rentabilidad financiera, cabe destacar el aumento experimentado en la misma en el año 2013.

En particular, en el año 2013 la RF incrementó en 42 puntos porcentuales con respecto al 2011, de nuevo como consecuencia de la mejora producida en la RE; lo que combinado con un elevado endudamiento y un coste financiero de 2,1%, se derivó en un efecto apalancamiento financiero de 40,2 puntos porcentuales, el mayor en todo el período estudiado. Los motivos de dicha mejora se explicarán posteriormente con la descomposición de la rentabilidad económica.

Todo lo expuesto anteriormente pone de manifiesto el comportamiento estratégico perseguido por Mango durante el período 2009 - 2015. La empresa apostó por mantener una arriesgada estructura financiera, incrementando sus deudas por la necesidad de financiar su ambiciosa política de expansión. Esto le ha dado buenos niveles de rentabilidad financiera cuando la RE ha resultado en un porcentaje superior al del coste financiero; y muy deteriorados niveles de RF cuando la RE ha sido parecida (año 2011), o incluso inferior (año 2015), al coste de la deuda, ejemplo del riesgo que implica el grado de apalancamiento financiero.

Finalmente, en vista a los resultados obtenidos con la descomposición de la RF, se hace necesario seguir con el análisis de la rentabilidad económica para identificar las causas de los cambios producidos en los niveles de RE en los años 2011 y el 2015.

² Para más información acerca de la estructura financiera de Mango, consultar Anexo 12.

CUADRO 9

*Descomposición de la Rentabilidad Económica de Mango
para el período 2009-2015*

Año	RE	Ref	% Activos funcionales	Rex	% Activos extrafuncionales
2015	3,0%	1,8%	49,8%	4,1%	50,2%
2014	6,4%	11,1%	48,9%	1,9%	51,1%
2013	7,3%	14,5%	45,1%	1,4%	54,9%
2012	4,2%	8,0%	49,0%	0,6%	51,0%
2011	2,6%	7,6%	49,0%	-2,1%	51,0%
2010	8,1%	16,1%	41,6%	2,4%	58,4%
2009	8,6%	18,3%	40,4%	2,0%	59,6%

Fuente: Elaboración propia a partir de base de datos “Sabi”

Con la descomposición de la rentabilidad económica según los activos que la definen, podemos observar en el Cuadro 9 que a pesar de que Mango mantiene una proporción ligeramente mayor de inversiones en activos extrafuncionales que de funcionales, los niveles de rentabilidad económica no se ven recompensados por esta situación.

Consultadas las Cuentas Anuales individuales de Mango se observa que los activos extrafuncionales de Mango se componen mayoritariamente de inversiones en empresas del grupo (ver Anexo 13), provenientes, principalmente, de participaciones que la empresa mantiene en filiales en el extranjero, pudiéndose obtener mayor detalle de dichas participaciones en la nota 7 “Instrumentos Financieros”, de la memoria.

Cabe señalar que para el volumen de activos extrafuncionales mantenidos, el porcentaje de rentabilidad extrafuncional obtenida es extremadamente baja, incluso llegando a ser negativa en el año 2011; lo que castiga fuertemente a los niveles de rentabilidad económica.

A este respecto, es importante tener en cuenta que la norma de valoración 9ª (apartado 2.5) del PGC, obliga a practicar correcciones valorativas en las cuentas individuales “cuando hay evidencia objetiva de que el valor en libros de una inversión no será recuperable (...), pero las reversiones del deterioro tendrán como límite el valor en libros de la inversión que estaría reconocida en la fecha de reversión si no se hubiese registrado el deterioro de valor”. En otras palabras, esto significa que sólo se producirán correcciones “a la baja”, y “no al alza”, reconociéndose en poca medida los resultados positivos que proporcionan las filiales, y en gran medida los resultados negativos; lo que incide directamente sobre sus niveles de rentabilidad.

Por otra parte, cabe decir que las fuertes caídas producidas en los niveles de rentabilidad

económica en los años 2011 y 2015 se han debido a razones diferentes.

Así, mientras que en el año 2011 la caída de la RE en unos 9 puntos porcentuales se produjo principalmente por la rentabilidad negativa obtenida de los activos extrafuncionales, que pasaron de un 2,4% a un -2,1%; en el año 2015 esto ha sido como consecuencia de la caída de la rentabilidad de los activos funcionales, que pasaron de un 11,1 % a un 1,8%. De hecho, en el año 2015, gracias a la obtención de un 4,1% de rentabilidad de los activos extrafuncionales, el efecto negativo de la REf sobre la RE ha sido menor que el producido en el año 2011.

Cabe decir que el aumento en 2 puntos porcentuales experimentado en la Rex del 2015, se debió al aumento producido en los ingresos financieros de este año, lo que hace pensar que alguna de las filiales de Mango ha empezado a producir dividendos. De hecho, consultando la nota 9 de la memoria de Mango del año 2015, se puede observar un incremento significativo de los ingresos por participaciones en instrumentos del patrimonio, que pasan de 2.264.000 (año 2014) a 31.424.000 (año 2015).

Por lo que respecta al año 2011, a partir de la definición de la Rex como $\frac{RAITex}{Aex}$, se puede explicar la rentabilidad extrafuncional negativa obtenida por Mango. En concreto, el resultado antes de intereses e impuestos extrafuncional (RAITex) obtenido en el año 2011 ha sido en términos absolutos de -24.035.000, mientras que en el año anterior ha sido de 26.688.000, lo que en términos relativos se traduce en una disminución del 190% del RAITex con respecto al año 2010. Esto, combinado con una pequeña disminución del porcentaje de activos extrafuncionales mantenidos, ha dado lugar a esta caída de la rentabilidad extrafuncional tan fuerte.

Cabe decir que el RAITex se compone de los ingresos financieros de la empresa, que en el año 2011 resultaron negativos, debido al fuerte deterioro reconocido en las participaciones en empresas del Grupo.

También es importante la caída en el 2011 de la rentabilidad de los activos funcionales, que pasaron de un 16,1% en el 2010 a un 7,6% en el año 2011.

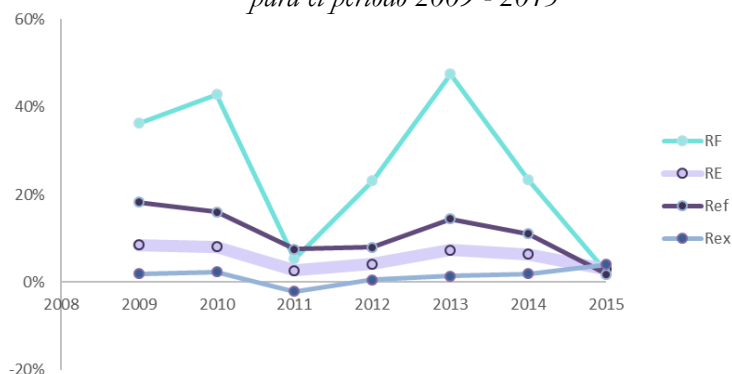
Por otro lado, los cambios que se han producido en los niveles de rentabilidad funcional en el año 2011 y 2015 se explicarán a continuación, con la descomposición de la REf en margen y rotación.

Finalmente, en vista a los resultados obtenidos por Mango, cabe preguntarse si realmente resulta rentable y conveniente mantener un porcentaje tan elevado del activo total en

activos extrafuncionales, aunque no es de rechazar una posible estrategia de la empresa orientada a largo plazo. En todo caso, para formar una opinión más adecuada acerca de dicha estrategia, sería necesario estudiar a fondo las cuentas consolidadas, así como las cuentas anuales individuales de cada una de esas filiales.

Gráfico 5

Evolución de las rentabilidades principales de Mango para el período 2009 - 2015



Fuente: Elaboración propia a partir de base de datos “Sabi”

A modo de resumen, todo lo explicado anteriormente queda reflejado en el Gráfico 5.

La tendencia que han seguido las distintas rentabilidades de Mango es la misma, con excepción del año 2010, en el que la RF aumentó, debiéndose esto al bajo coste

financiero (0,8%) de este año, generado como consecuencia del efecto positivo de las diferencias de cambio sobre la cuenta de resultados. Esto hizo que a pesar de que la RE de este año disminuya por la disminución experimentada en la REf, el efecto apalancamiento financiero contribuya positivamente al incremento de la RF en este año.

Como ya se ha comentado, las fuertes caídas de los niveles de rentabilidad en el año 2011 se produjeron como consecuencia de la fuerte caída en los niveles de REex, y también, en menor medida, de la caída de la REf, produciéndose un “efecto arrastre” sobre la RE y, finalmente, sobre la RF.

A partir del año 2011 se produjo la paulatina recuperación de las rentabilidades, hasta que llegado el año 2014, empezaron a bajar de nuevo, produciéndose otra fuerte caída en el año 2015, esta vez como consecuencia principal de la disminución importante de los niveles de rentabilidad económica funcional.

Continuando con el análisis de la rentabilidad económica, el Cuadro 10 refleja la descomposición de la REf de Mango en margen y rotación, para el período 2009 – 2015.

CUADRO 10

*Descomposición de la Rentabilidad Económica funcional de Mango
 para el período 2009-2015*

Año	R activos funcionales	Margen	Rotación
2015	0,018	0,015	1,198
2014	0,111	0,105	1,052
2013	0,145	0,128	1,135
2012	0,080	0,085	0,942
2011	0,076	0,082	0,926
2010	0,161	0,143	1,122
2009	0,183	0,169	1,079

Fuente: Elaboración propia a partir de base de datos “Sabi”

Como se puede observar, la fuerte caída de la rentabilidad funcional que se produjo en los años 2011 y 2015 obedece principalmente a la disminución del margen sobre ventas en estos años.

En concreto, en el año 2011 el margen de Mango disminuyó en 6 puntos porcentuales con respecto al 2010, que, junto con la disminución de la rotación de activos funcionales, que pasó de un 11,22% a 9,26%; dieron lugar a la bajada en aproximadamente 9 puntos porcentuales de los niveles de rentabilidad funcional en comparación al 2010.

Por otro lado, la bajada más fuerte en la rentabilidad de los activos funcionales se produjo en el año 2015, en el cual la misma se desplomó como consecuencia de la fuerte disminución del margen de este año, que pasó de un 10,5 (año 2014) a un 1,5%.

Dentro del análisis de las variaciones producidas en los niveles del margen sobre ventas de Mango, como se puede observar en Cuadro 11, la partida que más condiciona el mismo son los aprovisionamientos (coste variable), que ha llegado a representar entre el 53 y el 66% de la cifra de negocios dentro del período estudiado. La segunda partida más importante son los “otros gastos de explotación” (coste fijo), siendo éstos formados casi íntegramente por servicios exteriores que recogen, principalmente, el gasto de arrendamiento de los locales comerciales, los gastos por publicidad, propaganda y relaciones públicas, servicios logísticos y servicios de transporte de ventas de las mercancías. En menor medida condicionan el margen los gastos de personal (coste fijo) y la amortización del inmovilizado (coste fijo).

En vista a su estructura de costes, Mango no está muy apalancada operativamente.

CUADRO 11

*Principales Porcentajes verticales de la cuenta de resultados de Mango
 para el período 2009-2015*

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Importe neto de la cifra de negocios	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Aprovisionamientos	-66%	-66%	-56%	-57%	-60%	-58%	-53%
Otros ingresos de explotación	16%	19%	11%	11%	13%	11%	10%
Gastos de personal	-11%	-12%	-12,3%	-12,2%	-13,1%	-13,4%	-13,9%
Otros gastos de explotación	-39%	-36%	-30%	-30%	-29%	-22%	-23%
Amortización del inmovilizado	-2,3%	-2,6%	-3%	-3%	-3%	-3%	-4%

Fuente: Elaboración propia a partir de base de datos “Sabi”

En el Cuadro 12, se puede apreciar cómo han evolucionado en el período 2009 – 2015 las partidas con mayor peso en la cuenta de resultados.

CUADRO 12

*Evolución de las principales partidas que conforman la cuenta de resultados de Mango
 para el período 2009-2015 (año base, el inmediatamente anterior)*

	Variación 2015/2014	Variación 2014/2013	Variación 2013/2012	Variación 2012/2011	Variación 2011/2010	Variación 2010/2009
Importe neto de la cifra de negocios	122,07%	106,43%	110,03%	111,17%	112,40%	110,97%
Aprovisionamientos	120,62%	127,26%	106,70%	106,42%	115,77%	122,82%
Otros ingresos de explotación	99,04%	181,32%	109,87%	96,54%	138,48%	118,49%
Gastos de personal	108,20%	104,88%	110,94%	103,71%	109,74%	107,12%
Otros gastos de explotación	132,81%	126,23%	110,93%	115,66%	143,96%	109,87%
Amortización del inmovilizado	104,93%	108,86%	101,67%	104,08%	100,30%	103,68%
RAITF	-82,42%	-12,30%	64,91%	15,37%	-35,68%	-5,97%

Fuente: Elaboración propia a partir de base de datos “Sabi”

La tendencia que se puede observar es que, salvo los años 2012 y 2013, a pesar de que las ventas de la empresa han ido aumentando durante todo el periodo estudiado, su resultado antes de intereses e impuestos ha ido disminuyendo, sobre todo lo que respecta los años 2015 y 2011 como ya se ha comentado anteriormente.

Si definimos el margen como el cociente entre RAITF y ventas, para que el efecto en mismo resulte en disminución habiendo incrementado las ventas, el RAITF ha tenido que haberse reducido más que proporcionalmente.

En vista a los resultados obtenidos, es evidente que entre 2009 y 2011, el RAITF de la compañía se debilitó fuertemente, consecuencia de su de su política de producto y precios

llevada a cabo durante estos años.

En particular, examinando el año 2011, se observa que a pesar de que las ventas (importe neto de la cifra de negocios) aumentaron en un 12% respecto al 2010, el resultado antes de intereses e impuestos funcional disminuyó en un 36%.

En principio, esta situación parece absurda, pero analizando más a fondo la estrategia tomada por Mango durante este año, la fuerte caída producida en su margen pese a la subida de las ventas se puede explicar fácilmente.

En concreto, el año 2011 es el año en el que se produjeron las reformas más fuertes en la estrategia de Mango. El mayor cambio producido en la nueva etapa de la empresa, ha sido la reducción generalizada de un 20% en los precios, que reposicionó a la cadena que se encontraba en la gama alta de precios, con el fin de adaptarse a la nueva situación del mercado y reorientar la compañía hacia un “producto más universal”. También, para lograr la subida del 12% en la facturación, “Mango ha llevado a cabo mejoras en las áreas de mercadotecnia, escaparatismo, catálogo, colección, precios, distribución y publicidad” (*ABC, 10 de agosto de 2012*)

Pero, estos esfuerzos tan radicales y agresivos, aumentaron mucho sus costes fijos (en un 28,5%³), que no han podido ser absorbidos por la cifra de ventas. Esto queda reflejado en la partida de “otros gastos de explotación”, cuyo peso sobre el importe de las ventas pasó de ser del 22% al 29% en el 2011, condicionando aún más al margen (ver Cuadro 11).

En un 16% aumentaron los aprovisionamientos, aumento que no ha sido proporcional al experimentado en las ventas; y que se ha podido deber a que durante este año se compró en una cantidad superior a la que se vendió, situación que podría explicar, a su vez, el aumento menos que proporcional al de las ventas en el 2012 y 2013. También, durante este año se produjo un brusco incremento de los costes de las materias primas, como es el algodón (ver Anexo 16).

Cabe decir que los grandes esfuerzos que se hicieron durante el año 2011 se vieron recompensados en el año 2012, y sobre todo, en el año 2013, con aumentos del RAITf del 90% respecto al 2011, y aumentos en el margen en unos 5 puntos porcentuales.

Pero a partir del año 2013, el margen volvió a caer, produciéndose su desplome en el

³ Consultar Anexo 15: Evolución de los costes fijos y variables de Mango para el período 2009 – 2015.

2015, pese a ser este el año con mayor nivel de facturación (aumento del 23% respecto al año 2014).

La clave del fuerte crecimiento producido en las ventas en el 2015 ha sido el progresivo avance del proyecto de transformación comercial e inversión iniciado en el 2013, “el año que escogió Mango para iniciar su diversificación, con el lanzamiento de nuevos conceptos, como Mango Sports & Intimates” (*Modaes.es*, 22 de abril de 2015).

Efectivamente, Mango ha ido aumentando fuertemente su inmovilizado material a partir del año 2014 (ver Anexos 13 y 14), llegando a abrir 63 “megastores” en el 2015; lo que ha ido generando aumentos en las amortizaciones (CF) de un 9 y un 5 % en los años 2014 y 2015.

Cabe decir que en el año 2014, la caída del margen queda justificada no sólo por los fuertes incrementos experimentado en los costes totales, que salvo “gastos de personal” crecieron en un proporción mayor al 6% de la ventas; pero además, a los resultados se suman las consecuencias negativas de la crisis en Rusia, dada la gran presencia que mantiene Mango en dicho mercado.

Por otra parte, la partida de “otros gastos de explotación” ha ido ganando peso durante todo el período 2009 – 2015, condicionando el margen de ventas en casi un 40% en el año 2015.

Así, si a los “otros gastos de explotación” se añaden los aprovisionamientos (que aumentan en un 21% en el 2015), se obtiene que el margen sobre las ventas y la rentabilidad de los activos funcionales queden prácticamente hundidos; pues los costes totales son superiores al importe de las ventas, quedando “salvado” el RAITf y el margen por la aportación de los “otros ingresos de explotación”, proviniendo éstos en su mayoría de créditos que la empresa concede a empresas del grupo, fianzas y arrendamientos.

Finalmente, aunque la compañía apunta que la “apuesta por el crecimiento en detrimento del beneficio a corto plazo está planificada y se traducirá en los próximos años en la vuelta a una mayor rentabilidad” (*El Confidencial*, 27 de mayo de 2016), esta tendencia pone en duda las rentabilidades futuras que podría llegar a obtener la empresa, ya que el continuo y fuerte aumento de su estructura de costes fijos no será sostenible a largo plazo.

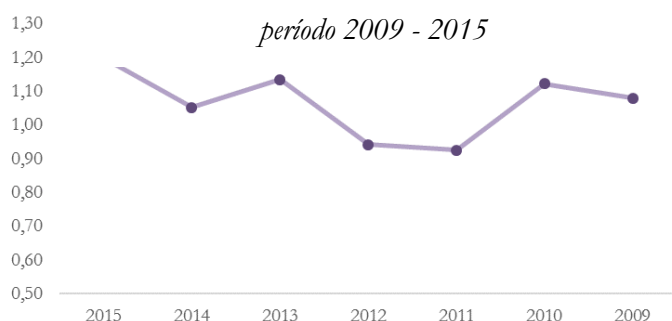
A modo de conclusión, cabe decir que Mango ha llevado a cabo una estrategia muy arriesgada, justificada por su esfuerzo de adaptación al nuevo entorno creado con la crisis, y traducida en un aumento continuado de los costes y pérdida de los márgenes, para

afrontar un ambicioso plan de crecimiento y de transformación, con expectativas de crecimiento y recuperación de los niveles de rentabilidad a largo plazo.

De hecho, su agresiva estrategia basada en ventas, ha sido la causa de la fuerte alteración de su estructura de costes, lo que finalmente ha forzado a la desestabilización del GAO. Pues, tomando de ejemplo los años 2011, 2014 y 2015, ante aumentos de las ventas en un 11, 6 y 22 por 100 respectivamente, cabría de esperar aumentos en el RAITf más que proporcionales, suponiendo que la estructura de costes fijos se mantiene inalterada. Sin embargo, la alteración de la estructura de costes de la empresa, con un continuo crecimiento en los mismos, ha hecho que las ventas resulten en un valor menor al de los costes, quedando reflejado esto en los niveles de margen, y por los consiguiente, en los niveles de rentabilidad de la empresa.

Gráfico 6

Evolución de la rotación de Mango para el período 2009 - 2015



Fuente: Elaboración propia a partir de base de datos "Sabi"

Analizando la rotación de los activos de Mango, ésta ha seguido la misma tendencia que el margen, salvo en el año 2015, en el cuál a pesar de que el mismo se redujo fuertemente tal y como se ha comentado anteriormente, la rotación aumentó.

Como se puede observar en el Gráfico 6, la rotación de los activos funcionales de Mango experimentó sus caídas más fuertes en los años 2011 y 2014, mientras que su mayor nivel lo consiguió en el año 2015.

Considerando el año 2011, los activos funcionales de la empresa pasaron de rotar 1,122 a 0,926 veces, lo que vendría a significar que el volumen de inversión en activos funcionales no se ha llegado a recuperarse ni una vez vía ventas. Esto se traduce en una clara ineficiencia: pues las ventas de Mango no han llegado, por el momento, a responder a sus esfuerzos de inversión.

La disminución de la rotación obtenida en el año 2011 es causa del fuerte aumento producido en sus activos funcionales, que aumentaron en su total en un 56% respecto al

año 2010.

Este incremento se debió principalmente al aumento en más de 4 veces de la tesorería con respecto al año anterior, que además pasó a representar un 21% del importe del activo total, convirtiéndose en la partida más importante de este año (Cuadros 13 y 14).

Por lo que respecta al año 2014, la rotación también se redujo, pero esta vez en sólo un 7% con respecto al 2013, ya que a pesar de que sus activos funcionales volvieron a aumentar, dicho aumento ha sido unas dos veces menor que el experimentado en el año 2011.

A lo largo del período estudiado, la partida que empezó a ganar peso es la de existencias, llegando a representar el 18,24% del activo total, convirtiéndose en la más importante con lo que respecta al activo funcional. Dado que el aumento de las existencias en un 11% en el año 2015 con respecto al 2014, ha sido 2 veces inferior al experimentado en las ventas, su efecto en la rotación ha sido positivo, pasando a rotar los activos 1,198 veces de media en el 2015.

Cabe decir que el aumento de la rotación ha respondido positivamente a la estrategia anunciada por Mango en el 2015, que apostó por el concepto de “fast fashion”, abasteciendo sus tiendas con productos nuevos cada 15 días.

Como conclusión, la rotación de Mango se ha mantenido bastante discreta durante todo el período estudiado, lo que resulta extraño, dado que las empresas de distribución presentan habitualmente niveles de rotación claramente superiores (véase Zara España, S.A.)

CUADRO 13

*Porcentajes verticales del Activo funcional de Mango
 para el período 2009-2015*

	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Inmovilizado intangible	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Inmovilizado material	7%	5%	4%	4%	4%	6%	7%
Existencias	18%	16%	14%	13%	13%	14%	12%
Deudores	9%	9%	12%	11%	11%	12%	10%
Efectivos	8%	15%	11%	11%	21%	6%	7%

Fuente: Elaboración propia a partir de base de datos “Sabi”

CUADRO 14

*Porcentajes horizontales del Activo funcional de Mango
 para el periodo 2009-2015*

	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Inmovilizado intangible.	141%	172%	106%	106%	105%	94%	100%
Inmovilizado material.	140%	140%	105%	93%	90%	88%	100%
Existencias.	111%	129%	107%	99%	115%	128%	100%
Deudores	107%	78%	112%	97%	110%	130%	100%
Efectivo	51%	156%	97%	53%	412%	93%	100%

Fuente: Elaboración propia a partir de base de datos “Sabi”

4.3. Comparación entre ambas empresas

Analizadas las dos empresas por separado, en este apartado del análisis se comentarán los puntos de diferencia más grandes entre Zara España y Mango, en cuanto a estrategias empleadas para afrontar el nuevo entorno económico surgido con la crisis económica del 2008. A tal fin se tomarán como referencia los análisis de rentabilidad-riesgo examinados en los párrafos anteriores.

En primer lugar, en cuanto a las rentabilidades financieras obtenidas por ambas empresas en el período 2009 - 2015, cabe decir que incluso el nivel más elevado alcanzado por Mango (47,5%), no ha llegado a superar el nivel más bajo obtenido por Zara España (49,1%). De hecho, los niveles de rentabilidad alcanzados por Zara han resultado en un porcentaje mucho mayor que los de Mango, pues, salvo en el año 2013, han sido entre 34 (2009) y 102 (2011) puntos porcentuales mayores que los de Mango. Por otro lado, existen grandes diferencias en cuanto los años en los que las empresas han conseguido sus mayores resultados. Así, mientras que los mejores años de Zara, en cuanto a niveles de rentabilidad financiera se refiere, han sido el 2012 y el 2011, en el caso de Mango, éstos se han alcanzado en los años 2010 y 2013, siendo éste último, el año en el que Zara obtuvo sus peores resultados.

Cabe tener en cuenta que para el cálculo del coste financiero medio (una de las partidas que interviene en el cálculo del apalancamiento financiero), se han tenido en cuenta tanto los gastos financieros como las diferencias de cambios de la cuenta de resultados. Así, el coste financiero de Mango ha resultado en un porcentaje mucho mayor al de Zara España, debido a que las diferencias de cambio representan una partida importante dentro de sus gastos financieros totales, algo nada extraño, dado que los resultados de Mango se obtienen

en una mayor parte como consecuencia de transacciones con filiales que tiene en el extranjero. Al contrario de Mango, las cuentas anuales de Zara España sólo reflejan las operaciones llevadas a cabo por la empresa en el territorio nacional, y de ahí que en su cuenta de resultados no aparezcan apenas diferencias de cambio. En todo caso, si tomamos los porcentajes de Zara España para el cálculo del coste financiero de Mango, de nuevo se obtendría que la primera obtiene porcentajes de rentabilidad superiores a los de la segunda.

En cuanto a la estructura financiera mantenida por las empresas, Mango ha apostado por asumir un mayor riesgo económico, al financiar sus inversiones entre un 77 y un 84 %, por medio de financiación ajena, lo que en el año 2015 resultó finalmente insostenible para los niveles de RE obtenidos, dando lugar a una fuerte disminución de la RF. Zara España, sin embargo, también apostó por recurrir en una mayor parte a la financiación ajena, que ha llegado a representar entre 67 – 71% de la estructura financiera de la empresa en el periodo de estudio, pero ha mostrado un comportamiento más prudente al de Mango, dentro de un desfavorable entorno económico.

En vista a los niveles de rentabilidad económica de las empresas, de nuevo Zara España obtiene niveles muy superiores a los de Mango, obtenidos por la buena gestión que hace de sus activos funcionales, compuestos éstos principalmente por inmovilizado material. De hecho, la RE de Zara España en el período analizado ha variado entre el 16 y el 33%, mientras que, en el caso de Mango, lo ha hecho entre un 2,6 y un 8,6%. Sin embargo, esto no resulta nada sorprendente, dado que Mango mantiene un elevado porcentaje de sus activos en extrafuncionales, compuestos en su mayoría por filiales en el extranjero; que en vista a los resultados obtenidos mostrados en sus cuentas anuales, no parecen resultar del todo rentables, incidiendo de forma muy negativa sobre los niveles de rentabilidad económica. Por otra parte, cabe señalar que la rentabilidad de las filiales de Mango ha ido aumentando progresivamente en los últimos años, y sobre todo en el 2015. Esto nos hace pensar en que la empresa ha apostado por llevar a cabo una estrategia a largo plazo a este respecto, que finalmente ha empezado a producir retornos adecuados.

En relación a la tendencia que siguen las inversiones en activos funcionales y extrafuncionales de las empresas, cabe decir que sus estrategias son opuestas a este respecto. Así, mientras Zara España ha apostado por aumentar fuertemente sus activos extrafuncionales en los últimos años, lo que ha penalizado ligeramente su RE; Mango ha apostado por seguir una estrategia de aumento en sus activos funcionales, con una mayor

inversión en tiendas propias, disminuyendo progresivamente la inversión en activos extrafuncionales.

Una similitud que comparten ambas empresas es que, a partir de las descomposiciones de la rentabilidad financiera y económica, tanto las disminuciones, como las subidas producidas en sus niveles, han respondido principalmente a variaciones experimentadas en los niveles del margen sobre ventas.

Las variaciones en los márgenes de Zara España y Mango, aunque se hayan producido en momentos distintos, obedecen a sus esfuerzos de innovar y cambiar (caso de Mango) sus modelos de negocio, como medidas frente a la crisis.

Respecto a esto, cabe decir que Zara España ha actuado de una forma mucho más eficiente que Mango; pues, su margen sólo llegó a caer en 5 puntos porcentuales en el año 2012, mientras que el margen de Mango ha caído fuertemente en dos ocasiones en el periodo analizado: en el año 2011/2010, con una bajada en el mismo en 6 puntos porcentuales; y en el año 2015, con una caída en el margen en 9 puntos porcentuales.

El año 2010 es un claro ejemplo de la eficiencia de Zara España, por lo que respecta a su control de costes. La empresa ha llegado a anticipar la caída de las ventas, modificando su estructura de costes, y no sufrir así fuertes caídas en el RAITf, y por lo consiguiente, en sus niveles de margen y rentabilidad. Como ya se ha dicho en numerosas ocasiones, el año 2013 ha sido el peor de Zara España (dentro del período estudiado), en cuando a resultados se refiere. Pero, esto ha sido así porque la empresa apostó por la expansión y mejora de sus tiendas físicas, introduciendo elementos de eco-eficiencia que van en línea con su estrategia de sostenibilidad, logrando de este modo volver a crecer de nuevo en ventas a partir del año 2013.

Por otro lado, Mango se decantó por dar un gran giro en su estrategia, y entrar a competir en un nuevo segmento de mercado, compuesto por un público más joven, precios más reducidos y fuerte competencia. Todo ello, como consecuencia de sus intentos de adaptarse al nuevo entorno económico. Pero en vista a los resultados obtenidos, sus continuos y grandes intentos de crecer en ventas y ganar cuota de mercado, han hecho caer fuertemente a sus resultados y niveles de rentabilidad en el año 2015, poniéndose en duda la eficacia de la estrategia empleada por la empresa.

Otra diferencia entre ambas empresas se puede apreciar en el análisis de la proporción que representa cada partida de gasto en relación con las ventas (análisis de porcentajes verticales de la cuenta de resultados). De esta forma, cabría decir que, tras los aprovisionamientos, la partida que más condiciona los márgenes de Zara España son los gastos de personal, seguidos por otros gastos de explotación. Para el caso de Mango, la partida de gasto más importante, tras los aprovisionamientos, ha sido la de otros gastos de explotación, que ha llegado a representar entre un 22 y un 38% de la cifra de ventas, muy superior a la de Zara España, en la que los “otros gastos de explotación” han representado entre el 15 y el 16% de la cifra de negocio.

En vista a estos resultados, y teniendo en cuenta que “otros gastos de explotación” reflejan, principalmente, gastos ligados al alquiler de locales, servicios logísticos, servicios de transporte, costes por publicidad, propaganda y relaciones públicas; se revela que ambas empresas han seguido estrategias muy diferentes. De hecho, lo que explica esta diferencia tan grande en cuanto a esta partida, es que Zara España no hace publicidad, apostando por colocar sus tiendas en lugares emblemáticos que llaman la atención por su arquitectura, afirmando que sus tiendas son su “mejor reclamo publicitario”. Mango, sin embargo, ha apostado por invertir mucho y constantemente en costosas campañas de publicidad.

Finalmente, en cuanto a la rotación de activos de las empresas, sin duda Zara España utiliza sus activos de forma mucho más eficiente en la generación de ingresos que Mango. Pues los activos de Zara España han rotado de media un 3%, lo que significa que por cada euro invertido se obtienen 3 euros de ingreso ; mientras que los de Mango lo han hecho en sólo un 1%, un porcentaje bastante bajo.

5. ANÁLISIS DE RIESGO FINANCIERO

Para completar el análisis anterior, en este apartado se estudiará el riesgo financiero tanto de Zara España como de Mango, a partir de aproximaciones contables que tratan de medir el riesgo de crédito, principalmente a corto plazo. La finalidad que se persigue, consiste en valorar la capacidad que tienen ambas empresas para generar recursos líquidos con los que poder hacer frente a sus compromisos de pago en el momento inicialmente acordado para ello.

Finalmente se hará una breve referencia al riesgo de quiebra, expresión máxima del riesgo

financiero.

5.1. Riesgo financiero a corto plazo

El riesgo de crédito a corto plazo, también conocido como análisis de liquidez; está relacionado con la capacidad de la empresa para hacer frente a los compromisos de pago en el corto plazo (*Arbel, Lizarraga, Sánchez, Cano, 2015, 2015*).

Para su estudio se utilizará la herramienta conocida como “análisis de las necesidades de fondo de rotación”, que posteriormente se completará con un análisis dinámico del circulante a través de su ciclo de explotación.

5.1.1. Análisis de las necesidades de Fondo de Rotación:

“Las empresas, para poder desarrollar su actividad, necesitan invertir en activos corrientes de explotación (existencias y clientes), lo cual genera problemas financieros” (*Amondarain, Zubiaur, 2013*), que vendrían a interpretarse como necesidades brutas de financiación del circulante.

Con el análisis por descomposición del fondo de rotación se puede conocer si las necesidades de financiación vienen dadas por las actividades de la explotación principal, o por otras inversiones a corto plazo no relacionadas directamente con la explotación. Al mismo tiempo, el análisis por descomposición permite conocer el tipo de fuentes que la empresa utiliza para financiar dichas necesidades.

Comenzando con el análisis, los Cuadros inferiores muestran la descomposición del fondo de rotación de Zara y Mango para el período 2009 – 2015 (en millones de euros).

CUADRO 15

Descomposición del Fondo de Rotación de Zara España, S.A

para el período 2009-2015

	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Existencias	81,2	77,7	79,1	78,5	79,9	81,5	78,5
Deudores	2,3	3,2	4,5	4,0	5,4	7,6	7,6
Acreeedores comerciales	-84,0	-105,2	-148,1	-145,2	-150,0	-166,2	-171,9
Necesidades Fondo de rotación de explotación	-0,5	-24,3	-64,5	-62,7	-64,7	-77,1	-85,8
Otros activos corriente	0,3	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Otras pasivos corrientes	-259,9	-211,0	-118,0	-96,7	-107,9	-130,1	-68,4
Necesidades de Fondo de Rotación	-260,1	-235,1	-182,3	-159,3	-172,5	-207,0	-154,2
Tesorería	19,9	14,0	10,6	9,9	11,7	18,4	23,0
Fondo de rotación	-240,2	-221,1	-171,7	-149,4	-160,8	-188,6	-131,2

Fuente: Elaboración propia a partir de base de datos “Sabi”

CUADRO 16

Descomposición del Fondo de Rotación de Mango para el período 2009-2015

	2015,0	2014,0	2013,0	2012,0	2011,0	2010,0	2009,0
Existencias	501,3	421,2	355,6	346,2	325,7	269,6	236,5
Deudores	256,9	283,1	301,4	288,9	280,3	236,3	205,4
Acreedores comerciales	-452,1	-347,7	-293,4	-264,6	-234,5	-163,8	-118,6
Necesidades Fondo de rotación de explotación	306,1	356,6	363,6	370,5	371,5	342,1	323,3
Otros activos corriente	311,2	311,5	279,2	221,9	143,9	171,1	182,4
Otras pasivos corrientes	-274,3	-380,7	-329,4	-378,9	-491,7	-503,8	-225,6
Necesidades de Fondo de Rotación	342,9	287,5	313,5	213,5	23,7	9,4	280,1
Tesorería	330,6	359,5	284,5	418,3	340,5	137,7	142,4
Fondo de rotación	673,5	647,0	598,0	631,8	364,2	147,1	422,6

Fuente: Elaboración propia a partir de base de datos “Sabi”

Para el caso de Zara España, las disponibilidades de financiación logadas a través de proveedores y demás pasivos de explotación han sido mayores que las necesidades brutas de financiación del circulante (NFRE negativo) durante todo el periodo analizado, obteniendo así disponibilidades, y no necesidades, del fondo de rotación de explotación. Es decir, la financiación a través de proveedores y demás pasivos de explotación, ha llegado a cubrir toda la inversión en existencias y clientes, generando un excedente financiero en la explotación (disponibilidades financieras).

La tendencia que se observa es que, las necesidades del fondo de rotación de explotación (o NFRE) de Zara España, han ido variando positivamente en el período 2009 – 2015, con excepción del año 2013, en el que disminuyeron. En concreto, las NFRE de Zara España han pasado de – 85.845.498 u.m.(2009) a – 23.793.137 u.m (2015). Si en los años posteriores al 2015 se mantiene dicha tendencia, la empresa tendría que conseguir financiación adicional fuera de su ciclo de explotación, con sus consiguientes efectos sobre los niveles de rentabilidad.

Por otro lado, una tendencia contraria a la experimentada por las NFRE se produce en las necesidades de fondo de rotación (NFR), para cuyo cálculo se tienen en cuenta todas las inversiones en activos circulantes, excepto tesorería, y toda la financiación obtenida, reflejada en pasivos corrientes. En concreto, las NFR han resultado negativos, y han ido disminuyendo durante todo el periodo estudiado. Es decir, la financiación obtenida a través de las diferentes fuentes que conforman el pasivo corriente (siendo la partida con más peso sobre el pasivo total la de deudas con empresas del grupo), ha llegado a cubrir toda la inversión en existencias y clientes, así como en otros activos corrientes, excepto tesorería, generando un excedente financiero, es decir, unas disponibilidades financieras. Es importante destacar que las dudas a corto plazo con entidades de crédito representan un

porcentaje de mínima relevancia sobre el pasivo corriente total (entre un 1 y un 4% en todo el período de estudio; Cuadro 17), lo que se traduce en una situación favorable para la empresa, al no depender prácticamente de deuda bancaria y de las limitaciones que ello conlleva.

Finalmente, si consideramos la tesorería, que supone una inversión para la empresa, se obtiene el fondo de rotación (FR). Cabe decir que el FR de Zara España ha resultado negativo durante los años 2009 – 2015, y, además, ha ido disminuyendo. Desde el punto de vista financiero, esto significa que el corto plazo de la empresa presenta un superávit financiero, que se ha destinado a financiar el largo plazo.

Los resultados obtenidos no son, sin embargo, nada sorprendentes. Esto es así porque en vista a la estructura financiera que presenta Zara España, el pasivo corriente formado por casi íntegramente deudas con empresas del grupo (que representan entre un 22 y un 71% del pasivo corriente en el periodo de estudio) y acreedores comerciales y otras deudas a pagar (que representan entre un 25 y un 61% del pasivo corriente en el periodo analizado; Cuadro 17), ha resultado ser entre 3 y 5 veces mayor que el pasivo no corriente. De esta forma la empresa ha logrado financiar todo su corto plazo, y parte del largo, a un coste financiero muy bajo, obteniendo así una notable tasa de rentabilidad financiera, al no depender prácticamente de la deuda bancaria y del riesgo que conlleva ello.

CUADRO 17

*Principales partidas que conforman el Pasivo Corriente de Zara España, S.A
 para el período 2009-2015(en términos medios)*

	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Deudas a corto plazo	2%	4%	4%	4%	2%	1%	0%
Deudas empresas grupo CP	71%	61%	38%	35%	39%	43%	22%
Acreedores comerciales	25%	34%	56%	61%	58%	56%	28%
Periodificaciones a CP	2%	2%	2%	1%	0%	0%	0%

Fuente: Elaboración propia a partir de base de datos “Sabi”

Las impresiones derivadas del análisis de NFR para el caso de Mango son radicalmente distintas. Como se observa en el Cuadro 16 cada uno de los tres subniveles que componen el fondo de rotación de Mango han resultado positivos, mostrando las cifras la financiación adicional que deberá encontrar la empresa si quiere mantener los niveles de inversión que exige su estructura de activo corriente. Si observamos el Anexo 13 (estructura del activo de Mango), el activo corriente de Mango ha representado entre un 38 y un 51% del activo

total dentro del periodo analizado, un porcentaje mucho más elevado que el mantenido por Zara (Anexo 6), en cuyo caso el activo corriente sólo ha representado entre un 17 y 18% del activo total.

Por otra parte, resulta preocupante la tendencia que sigue el fondo de rotación, que aparte de ser positivo y bastante elevado, está en continuo aumento, sobre todo en vista a los últimos años. De este modo se genera un déficit financiero, un problema financiero, que queda cubierto por el largo plazo. Pero, teniendo en cuenta que la financiación del largo plazo es más cara, esto repercute negativamente a los niveles de rentabilidad financiera de la empresa.

Finalmente, cabe decir que la estructura financiera de Mango es muy distinta a la de Zara España. Mientras que la segunda apenas recurre a la financiación a corto plazo por medio de instituciones financieras, Mango sí lo hace. Observando el Cuadro 18 (Principales partidas que conforman el pasivo de Mango), la partida de “deudas a corto plazo”, formadas principalmente por deudas con entidades de crédito, han representado entre un 30 y un 77% del pasivo corriente total en el periodo 2009 – 2015. En el largo plazo, Mango ha optado por financiarse entre un 47-72% por medio de deudas con entidades de crédito, y entre un 26-52% por medio de deudas con empresas del grupo. Dicho esto, no resulta extraño que el coste financiero de Zara España sea mucho más bajo al de Mango, y obtenga así una rentabilidad financiera mucho más elevada.

CUADRO 18

*Principales partidas que conforman el Pasivo de Mango,
 para el período 2009-2015(en términos medios)*

	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Deudas a corto plazo	30%	44%	47%	56%	66%	74%	77%
Deudas empresas grupo CP	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Acreedores comerciales	64%	49%	49%	42%	32%	25%	21%
Periodificaciones a CP	6%	6%	5%	2%	1%	1%	1%
Deudas a LP	52%	49%	47%	47%	56%	72%	72%
Dudas empresas grupo LP	47%	49%	51%	52%	42%	26%	26%

Fuente: Elaboración propia a partir de base de datos “Sabi”

5.1.2. Análisis dinámico del circulante a través del ciclo de las operaciones: rotaciones y períodos medios

Con el análisis dinámico del circulante, lo que se pretende es considerar también magnitudes de la cuenta de resultados, que aportan al análisis un mayor dinamismo. Para

ello, se establece una relación entre el flujo generado por la actividad, y los saldos que sostienen la actividad, lo que da lugar a los conceptos de rotación y periodos medios.

La rotación se define como el número de veces que se renueva el saldo de una partida a lo largo de un ejercicio económico, y se calcula a partir de la siguiente expresión:

$$\text{Rotación} = \frac{\text{Actividad (partida tomada de la cuenta de resultados)}}{\text{Saldo medio (partida tomada del Balance)}}$$

Definida la rotación, la determinación del período medio de maduración (PMM), definido como el tiempo que transcurre desde que se invierte una unidad monetaria en el proceso productivo hasta que se recupera a través del cobro a clientes; resulta inmediata. Así,

$$\text{PMM} = \frac{365}{\text{Rotación}}$$

Por lo general, “si el período medio de maduración es corto, supone un elevado ritmo de funcionamiento, produciéndose varias veces el ciclo de actividad durante el ejercicio económico. Por lo contrario, si el período medio de maduración es largo significa que la rotación es baja, lo cual implica mayores necesidades de financiación con costes más elevados” (Ruiz Vega, 2008).

Dicho lo anterior, a continuación, se procede a analizar las rotaciones y períodos medios de Zara España y Mango, para el periodo 2009 – 2015.

CUADRO 19

*Rotaciones y Períodos Medios de Zara España, S.A.
 para el período 2009-2015*

	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Rotación de Existencias	-11	-10	-10	-10	-10	-10
Rotación de Clientes	680	462	311	358	277	199
Rotación de Proveedores	-11	-8	-5	-5	-5	-5
PM Aprovisionamiento	-33	-35	-38	-37	-37	-37
PM Cobro	1	1	1	1	1	2
PM Pago	-34	-48	-71	-68	-70	-75
PMME	34	36	39	38	38	39
PMMF	0	-12	-32	-30	-32	-36

Fuente: Elaboración propia a partir de base de datos “Sabi”

CUADRO 20

*Rotaciones y Períodos Medios de Mango
 para el período 2009-2015*

	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Rotación de Existencias	-2	-2	-2	-2	-2	-2
Rotación de Clientes	6	5	4	4	4	4
Rotación de Proveedores	-2	-3	-2	-2	-3	-4
PM Aprovisionamiento	-174	-177	-190	-197	-197	-189
PM Cobro	59	79	89	94	102	96
PM Pago	-150	-130	-151	-152	-132	-102
PMME	233	256	279	291	299	285
PMMF	83	126	128	139	167	184

Fuente: Elaboración propia a partir de base de datos “Sabi”

En vista a los Cuadros 19 y 20, los resultados obtenidos son muy diferentes. Para interpretarlos correctamente es necesario tener en cuenta que Zara España tiene como actividad principal la distribución de artículos de moda, desarrollada a través de un modelo integrado de tiendas y venta online, mientras que el negocio de Mango consiste, principalmente, en la distribución mayorista de prendas de vestir, representando un 71% de la cifra de negocios, mientras que un 21% y un 7% se obtiene de ventas al por menor y online, respectivamente (Nota 18 de la memoria de Mango, año 2015).

Cabe decir que Zara España se ha comportado de manera muy eficiente en lo que respecta su gestión de compras, ventas y cobro. Efectivamente, la empresa tarda mucho menos en vender y cobrar (entre 34 y 39 días en el periodo analizado), que en pagar (entre 75 y 34 días en el periodo de estudio), lo que le permite gozar de un excedente de recursos durante unos 24 días de media, con los que poder llevar a cabo acciones de inversión. Sin embargo, parece que su eficiencia ha empezado a decaer en los últimos años, porque los periodos medios de pago a los proveedores han ido disminuyendo.

También, cabe señalar que los periodos medios de maduración obtenidos por Zara España no resultan nada sorprendentes, ya que en el caso del sector retail, las cadenas venden directamente a sus clientes y cobran al contado, con lo cual, les cuesta menos recuperar la inversión en sus compras. De ahí que el periodo medio de maduración financiero (PMM financiero) sea negativo.

Por otro lado, y como era de esperar (ver Cuadro 20), Mango tiene PMM bastantes altos, consecuencia de rotaciones bajas, lo que supone un mayor volumen de financiación con costes más elevados. De media, durante unos 4 meses los acreedores comerciales no

estarían financiando a la empresa, lo que implica recurrir a la financiación bien a través de fondos propios, bien través del endeudamiento con terceros, para poder financiar su actividad.

Cabe decir que los periodos medios que se obtienen en Mango resultan sorprendentes, teniendo en cuenta que las transacciones que se mantienen con empresas del grupo resultan claves en su modelo de negocio, y hay más flexibilidad para negociar los plazos de cobros y pagos. En este sentido, siendo Mango la sociedad dominante del Grupo de sociedades, parece claro que los periodos medios se establecen para beneficiar a las sociedades del Grupo, pero a costa de perjudicar a la empresa dominante. Por otro lado, la tendencia que se observa es que la empresa ha ido mejorando su periodo medio de cobro, a partir de aumentos de la rotación de clientes, y de su periodo medio de pago, disminuyendo los días en los que la empresa tendría que buscar financiación ajena a su ciclo de explotación.

En cualquier caso, Mango presenta una deficiente gestión de su período medio de maduración, que podría provocar tensiones financieras y pérdidas de rentabilidad, por lo que resulta necesario implementar medidas oportunas para que este ciclo sea lo más pequeño posible.

5.2. Riesgo financiero a largo plazo: análisis de la solvencia

“El análisis de la solvencia o de la situación financiera a largo plazo tiene por objetivo evaluar la capacidad de la empresa para atender sus deudas y compromisos financieros de todo tipo a lo largo de dicho horizonte temporal ” (Muñoz, 2009).

No conviene olvidar que un alto riesgo financiero generalmente será consecuencia de un deterioro económico en los niveles de rentabilidad de la empresa. Así, la incapacidad de la misma para generar recursos suficientes a través de su actividad principal le forzará a acudir a la financiación externa para la captación de fondos. Pero el abuso de éstos “desencadena una espiral que va poco a poco estrangulando la solvencia, pudiendo finalmente poner en peligro su continuidad” (Archel, Lizarraga, Sánchez, Cano, 2015).

Siguiendo el enfoque clásico, el análisis de solvencia compara el activo total con el pasivo, como un intento de valorar la capacidad de la empresa para atender la totalidad de los pagos. A este respecto, ninguna de las dos empresas estudiadas a lo largo de este trabajo presenta síntomas que hagan dudar de su continuidad en el futuro, es decir, tanto el activo total Zara España como el de Mango ha superado al pasivo en todo el periodo analizado.

También, si consideramos el ratio de solvencia, una de las expresiones más utilizadas para medir el riesgo financiero a largo plazo definido como $\frac{\text{Activo total}}{\text{Pasivo}}$; se obtiene que tanto Zara España como Mango han tenido un ratio superior a la unidad (si fuera inferior a la unidad pronosticaría una situación de quiebra técnica) en todo el periodo estudiado (Anexo 17). Cabe decir que aunque no existe un valor ideal de dicho ratio, generalmente los autores sostienen que si éste es igual a 1,5 la empresa está en una situación ideal (caso de Zara España). Si el ratio llega a ser superior a 1,5, indicaría que la empresa recurre poco al endeudamiento, renunciando a las potenciales ventajas de un GAF adecuado sobre su rentabilidad financiera. Por otro lado, si el ratio está entre 1 y 1,5, se podría decir que la empresa no posee la solvencia necesaria para hacer frente a sus pagos a corto plazo, si bien esto no implica que la empresa esté en una situación de inestabilidad (caso de Mango).

6. CONCLUSIONES

El sector retail de la moda en España no se ha salvado de la crisis, y ha sufrido importantes cambios como consecuencia de la misma. Zara y Mango, las dos empresas más importantes y con mayor cuota en este sector, son un claro ejemplo de ello.

En primer lugar, si sólo consideramos el crecimiento en ventas⁴ obtenido por ambas empresas en los años anteriores a la crisis (2006 y 2007), y lo comparamos con el alcanzado en los años posteriores a la misma (2009 – 2015), sin duda Mango parece haber vencido a la crisis, llegando a obtener el mayor crecimiento en ventas desde su creación. Sin embargo, para el caso de Zara España, la fuerte caída del consumo de prendas de vestir en España a partir del 2008, ha tenido consecuencias muy negativas en sus ventas, que para el año 2015 aún no recuperaron los niveles mantenidos hasta el año 2008; lo que a simple vista nos lleva a pensar que la empresa no ha sido tan inmune a la crisis, tal y como apuntan diversos artículos de prensa.

Por otro lado, si comparamos a Zara España, S.A. y Mango sólo en base a la evolución de su facturación, podríamos concluir que Mango sin duda ha superado a Zara, llegando a crecer en un complicado entorno de inestabilidad económica. A este respecto, cabe apuntar que el caso de Mango refleja la importancia de la internacionalización de las empresas, ya

⁴ Para ver la evolución de las ventas de las empresas, consultar Anexos 8 y 9.

que de este modo se logra diversificar los riesgos asociados a situaciones de crisis financieras, y lograr crecer en un entorno de inestabilidad económica.

Pero, formar una opinión considerando sólo la evolución de las ventas, no es del todo adecuada, y Mango ha sido un claro ejemplo de esto. En concreto, gracias al análisis de rentabilidad – riesgo, a partir de los datos obtenidos se podría concluir que Mango ha llegado a ser mucho más grande en términos de ventas, pero mucho menos rentable de lo que era con posterioridad a la crisis. Es decir, la empresa adoptó un cambio significativo de su modelo de negocio, entrando a competir en un segmento con precios más reducidos, en búsqueda de mayor cuota de mercado y expansión, con lo que dedicó fuertes y agresivos esfuerzos para conseguirlo. Sin embargo, el mayor volumen de ventas no ha sido capaz de compensar los grandes esfuerzos llevados a cabo por Mango, en términos de costes, de modo que los márgenes, y por lo consiguiente, los niveles de rentabilidad de la empresa, se llegaron a desplomar para el año 2015.

Por otro lado, a partir del análisis de Zara España, S.A, con los resultados obtenidos se puede concluir que a pesar de que la empresa sufrió una caída en las ventas, sus niveles de rentabilidad no han sufrido graves alteraciones, y se han mantenido elevados. Esto ha sido posible a partir de un efectivo y eficiente control en los costes, llegando a predecir correctamente la caída de las ventas. Por otra parte, la empresa ha apostado por la innovación y mejora continua de sus tiendas, introduciendo nuevos conceptos en su estrategia de negocio, que le ha permitido recuperar, en gran medida, su volumen de ventas en los últimos años y volver crecer.

Finalmente, mi opinión personal acerca de si las estrategias de ambas empresas, como medidas tomadas para hacer frente a la crisis, han resultado efectivas o no, varía en función de la empresa en cuestión. Así, considero que para el caso de Zara, su prudente apuesta por un control de los costes en una situación de crisis económica, una asunción de niveles de riesgo apropiados y continua mejora e innovación de su estrategia, han resultado muy efectivos en vista a los resultados obtenidos en los últimos años, que muestran la recompensa de sus esfuerzos tanto en ventas como en niveles de rentabilidad.

Para el caso de Mango, a pesar de que los grandes cambios que ha llevado a cabo la empresa en los años posteriores al 2008, se han traducido en considerables incrementos de sus niveles de ventas; mi opinión personal es que la empresa ha apostado por un comportamiento muy arriesgado, que no ha sido recompensado por niveles elevados de rentabilidad. La adopción de políticas agresivas por parte de Mango, ha sido argumentada

por parte de sus gerentes, por su afán de lograr mayor competitividad en un segmento de mercado más amplio, con crecimientos y mejora de las rentabilidades a largo plazo. Pero, según predicen en sus informes algunas consultorías de reconocido prestigio mundial como KPMG y CBRE, que han analizado la evolución del retail globalmente, aunque las ventas de prendas de vestir a nivel mundial lograron mantener el impulso durante la crisis gracias al tirón de los mercados emergentes (por ejemplo, Rusia), en los últimos años se ha frenado su crecimiento y la tendencia que se observa al futuro es estancamiento y disminución en el gasto de prendas de vestir. Dada la importancia de estos mercados en las ventas de Mango, personalmente pongo en duda la recuperación de sus niveles de rentabilidad, si no se toman medidas más prudentes y adecuadas. En todo caso, a falta de información más reciente, los cambios que se producirán en los años futuros quedan al estudio por otros analistas.

BIBLIOGRAFÍA

Básica

Archel Domench, P, Lizarraga Dallo, F., Sánchez Alegría, S. & Cano Rodríguez, M. (2015). « Estados contables. : elaboración, análisis e interpretación ». Madrid : Pirámide, [2015].

Complementaria

Ortega Martínez, J. A. (2006). «Análisis de estados financieros: teoría y aplicaciones ». Desclée de Brouwer, Bilbao

Muñoz Merchante, A. (2009). « Análisis de estados financieros: teoría y práctica ». Ediciones Académicas, Madrid

Badía, E., & Rodríguez Braun, C. (2008). « Zara y sus hermanas ». LID, Madrid

Salerno, H., & Gay Zaragoza, A. (2010). « El corazón de Mango ». LID, Madrid

Informes y Revistas

Asociación Creadores de moda en España (ACME). (2016). El Sector de la Moda en España: Retos y desafíos. Recuperado de: <http://observatoriomodaespañola.com>

KPMG & Modaes.es. (2016). Global Fashion Drivers. Recuperado de: <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/es/pdf/2016/12/global-fashion-drivers-2016.pdf>

Amondarain, J. & Zubiaur, G. (2013). « Análisis Contable ». OCW. Universidad de País Vasco: Departamento de economía Financiera I. Recuperado de: https://ocw.ehu.eus/pluginfile.php/591/mod_resource/content/1/TEMA_3_ANALISIS_DEL_EQUILIBRIO_FINANCIERO_DE_LA_EMPRESA.pdf

Saitua, A. & Vázquez, I. (2015). «Análisis de Información Económico – Financiera ». OCW. UPV/EHU. Recuperado de: https://ocw.ehu.eus/pluginfile.php/614/mod_resource/content/1/T5AnInfEcFaOCW2015.pdf

Euiz Vega, A.V., «Evolución de los plazos de pago de los agentes económicos en España: ¿cómo ha afectado la Ley concursal 3/2004?», REDUR 6, diciembre 2008, pp. 33-56. ISSN

1695-078X

OCDE-FAO. (2015). Perspectivas Agrícolas 2015-2024

EAE Business School. (septiembre de 2015). « El sector textil y el gasto en prendas de vestir en España 2015 ». *Situación internacional, evolución esperada y revisión de la situación nacional y autonómica*. Recuperado de:

<http://www.finanzas.com/archivos/201510/el-sector-textil-y-el-gasto-en-prendas-de-vestir-2015.pdf>

Artículos de prensa

El País. (19 de marzo de 2014). «Isla afirma que “el potencial de crecimiento de Inditex es inmenso”». Recuperado de:

http://economia.elpais.com/economia/2014/03/19/actualidad/1395221153_187323.html?rel=mas

Textil Expres Mango. (Marzo - Abril 2012). « La segunda sorpresa de España en la distribución ». (EXTRA 200) pp. 69. Recuperado de:

http://www.textilexpres.com/TE/index.php?option=com_content&view=article&id=1650:mango-la-segunda-sorpresa-de-espana-en-la-distribucion&catid=908:comercio-retail&Itemid=153

Modaes.es. (21 de octubre de 2013). « Las ‘macro tiendas’ que están por llegar a España ». Recuperado de:

<https://www.modaes.es/back-stage/20131021/las-macro-tiendas-que-estan-por-llegar.html>

Modaes.es. (22 de abril de 2015). « Mango da un nuevo ‘traspie’: la expansión y la crisis de Rusia debilitan el beneficio del grupo ». Recuperado de:

<https://www.modaes.es/empresa/20150422/mango-da-un-nuevo-traspie-la-expansion-y-la-tesis-de-rusia-debilitan-el-beneficio-del-grupo.html>

Modaes.es. (03 de octubre de 2012). « Mango, ‘back to basics’: un producto universal para recuperar la rentabilidad». Recuperado de:

<https://www.modaes.es/empresa/20121003/mango-confia-en-recuperar-su-rentabilidad-tras-completar-su-cambio-de-imagen.html>

ABC. (10 de agosto de 2012). «Mango reduce un 38% su beneficio respecto a 2011».

Recuperado de:

<http://www.abc.es/20120810/economia/rc-mango-reduce-beneficio-respecto-201208101358.html>

El Confidencial. (27 de mayo de 2016). «Mango vende más que nunca pero nunca había ganado tan poco». Recuperado de:

http://www.elconfidencial.com/empresas/2016-05-27/mango-resultados-2015-rentabilidad-ventas-andic_1207546/

Forbes. (15 de abril de 2016). «Las claves de la moda en España para 2016». Recuperado de: <http://forbes.es/actualizacion/5592/las-claves-de-la-moda-en-espana-para-2016>

Otros:

Inditex. Informes anuales. Recuperado de:

https://www.inditex.com/es/investors/investors_relations/annual_report

Inditex. Un poco de historia. Recuperado de:

http://www.inditex.com/es/our_group/our_history

Mango pressroom. (13 de septiembre de 2016). «Mango abre su segunda tienda en Eslovenia». Recuperado de:

http://press.mango.com/es/mango-abre-su-segunda-tienda-en-eslovenia_2079

Mango pressroom. (6 de junio de 2016). «Mango prosigue su expansión en europa con una nueva megastore en Alemania». Recuperado de:

http://press.mango.com/es/mango-prosigue-su-expansion-en-europa-con-una-nueva-megastore-en-alemania_2353

Depósitos de Cuentas Anuales del año 2015

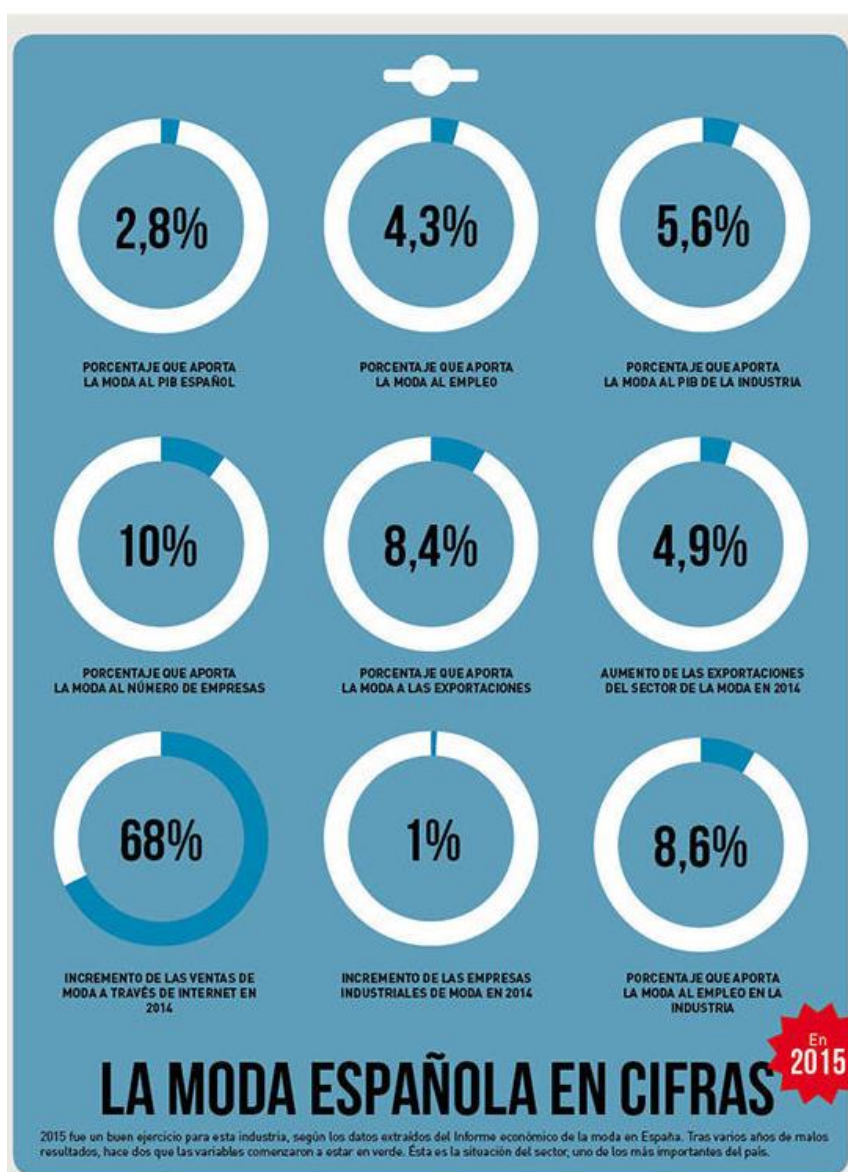
Plan General de Contabilidad

Bases de datos

Base de datos “SABI”

ANEXOS

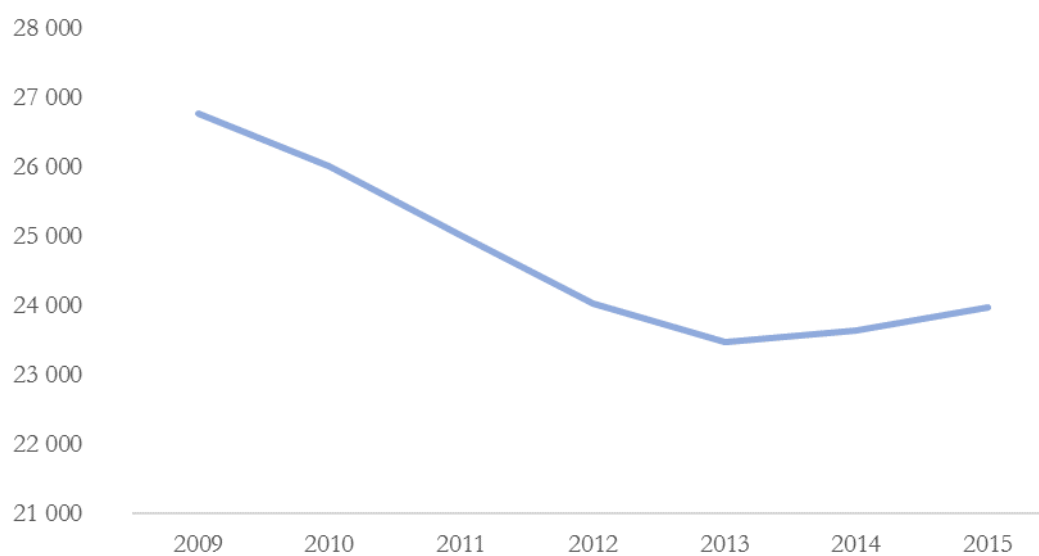
Anexo 1: “La moda española en cifras”



Fuente: Forbes

Anexo 2: Evolución del gasto en prendas de vestir en España para el período 2009 – 2014

Evolución del Gasto en prendas de vestir en España (en millones de €) para el período 2009 - 2015



Fuente: *Elaboración propia a partir del informe del “EAE Business school”*

Anexo 3: Situación Internacional del Gasto en Prendas de Vestir para el período 2009 - 2014

T. 1		MERCADO DE PRENDAS DE VESTIR CONFECCIONADAS EN EL ÁMBITO INTERNACIONAL						
FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA A PARTIR DE DATOS PROCEDENTES DE EUROMONITOR INTERNATIONAL								
NOTA: CIFRAS EN MILLONES DE EUROS CONSTANTES 2014								
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	VARIACIÓN 2009-2014	
Global	847.314	890.219	930.576	965.584	996.223	1.025.373	21,0%	
Europa	312.816	319.420	324.012	328.543	330.051	331.661	6,0%	
Américas	263.767	280.481	291.079	299.197	308.173	314.537	19,2%	
Asia y Pacífico	270.732	290.318	315.485	337.844	357.999	379.175	40,1%	
Estados Unidos	213.633	226.074	232.768	237.245	242.448	246.768	15,5%	
China	147.372	165.809	189.069	208.831	225.962	243.796	65,4%	
Alemania	60.050	61.622	62.672	63.830	63.580	64.144	6,8%	
Japón	63.033	61.720	61.465	61.334	61.624	62.101	-1,5%	
Reino Unido	54.206	53.130	56.533	58.274	59.844	60.494	11,6%	
Rusia	30.093	34.615	39.470	43.958	48.607	51.509	71,2%	
Brasil	26.986	30.868	33.921	36.766	39.815	40.985	51,9%	
Francia	41.517	41.598	41.709	41.216	40.854	40.373	-2,8%	
Italia	49.292	48.535	47.371	45.680	42.433	39.955	-18,9%	
Canadá	23.147	23.538	24.390	25.186	25.909	26.784	15,7%	
España	26.779	26.022	25.011	24.041	23.483	23.643	-11,7%	
Corea del Sur	18.502	19.293	20.047	20.778	21.262	21.723	17,4%	
Australia	13.671	13.759	13.937	14.125	14.468	14.863	8,7%	
Holanda	12.854	12.746	12.633	12.267	11.743	11.597	-9,8%	
Arabia Saudita	7.962	8.164	8.771	9.547	10.351	11.287	41,8%	
Sudáfrica	6.799	7.448	8.073	8.776	9.558	10.358	52,3%	
Suecia	8.669	9.211	8.919	8.801	8.796	8.808	1,6%	
Polonia	7.469	7.592	7.743	7.930	8.128	8.369	12,1%	
Bélgica	7.546	8.020	7.521	8.029	7.857	7.766	2,9%	
Taiwán	6.289	6.547	6.721	6.738	6.877	7.027	11,7%	
Noruega	5.627	5.820	5.955	6.099	6.267	6.367	13,2%	
Dinamarca	4.667	4.680	4.608	4.621	4.544	4.537	-2,8%	
Israel	2.592	2.718	2.830	2.952	3.026	3.091	19,2%	
Singapur	1.996	2.176	2.361	2.481	2.593	2.697	35,1%	
República Checa	2.585	2.441	2.356	2.319	2.313	2.324	-10,1%	
Egipto	2.517	2.686	2.211	2.282	2.278	2.235	-11,2%	
Hungría	1.462	1.390	1.512	1.478	1.604	1.774	21,4%	

Fuente: EAE Business School

Anexo 4: Previsión Internacional del gasto en prendas de vestir para el período 2014 - 2019

T. 3		PREVISIÓN DEL MERCADO DE PRENDAS DE VESTIR CONFECCIONADAS EN EL ÁMBITO INTERNACIONAL					
FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA A PARTIR DE DATOS PROCEDENTES DE EUROMONITOR INTERNACIONAL							
NOTA: CIFRAS EN MILLONES DE EUROS 2014							
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	VARIACIÓN 2014-2019
Global	1.025.372	1.085.162	1.051.597	1.069.174	1.085.234	1.103.463	7,6%
Europa	331.661	325.844	323.203	323.142	323.636	324.811	-2,1%
Américas	314.537	316.363	319.247	322.466	325.473	328.728	4,5%
Asia y Pacífico	379.175	392.956	409.147	423.566	436.126	449.925	18,7%
Alemania	64.144	64.438	64.389	64.135	63.819	63.491	-1,0%
Arabia Saudita	11.287	11.850	14.900	14.956	15.039	15.146	34,2%
Australia	14.863	14.865	14.900	14.956	15.039	15.146	1,9%
Bélgica	7.765	7.770	7.827	7.897	7.974	8.054	3,7%
Brasil	40.985	40.235	40.107	40.529	41.374	42.483	3,7%
Canadá	26.784	27.206	27.656	28.140	28.662	29.216	9,1%
China	243.796	256.370	268.941	281.670	294.575	307.736	26,2%
Dinamarca	4.537	4.493	4.447	4.405	4.370	4.370	-3,7%
Egipto	2.235	2.202	2.215	2.255	2.317	2.353	5,3%
España	23.643	23.976	24.404	24.916	25.495	26.137	10,6%
Estados Unidos	246.768	248.922	251.484	253.797	255.436	257.029	4,2%
Francia	40.373	39.769	39.217	38.739	38.337	38.006	-5,9%
Holanda	11.597	11.583	11.645	11.730	11.828	11.934	2,9%
Hungría	1.774	1.878	1.976	2.063	2.146	2.226	25,5%
Israel	3.091	3.131	3.168	3.195	3.212	3.222	4,2%
Italia	39.955	37.904	36.301	35.013	34.005	33.252	-16,8%
Japón	62.101	62.174	62.168	62.180	62.109	62.063	-0,1%
Corea del Sur	21.723	21.967	22.143	22.250	22.307	22.314	2,7%
Noruega	6.367	6.357	6.342	6.343	6.335	6.325	-0,7%
Polonia	8.369	8.493	8.627	8.782	8.961	9.165	9,5%
Reino Unido	60.494	60.092	59.681	59.301	59.036	58.938	-2,6%
República Checa	2.324	2.348	2.385	2.431	2.480	2.531	8,9%
Rusia	51.509	47.858	46.976	48.278	49.594	50.974	-1,0%
Singapur	2.697	2.748	2.797	3.843	2.886	2.926	8,5%
Suecia	8.808	8.886	8.986	9.109	9.258	9.409	6,8%
Sudáfrica	10.358	10.569	10.773	11.049	11.356	11.651	12,5%
Taiwán	7.027	7.081	7.143	7.212	7.287	7.369	4,9%

Fuente: EAE Business School

Anexo 5: Evolución de la rentabilidad financiera de Zara España, S.A. para los años 2006 – 2008

2008	2007	2006
76%	103%	113%

Fuente: Elaboración propia a partir de base de datos “Sabi”

Anexo 6: Peso de cada una de las partidas que conforma el Activo de Zara España, S.A. para el período 2009 – 2015 (Porcentajes verticales del Activo total)

ZARA ESPAÑA SA							
ACTIVO	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
ACTIVO NO CORRIENTE	81,85%	83,38%	83,08%	79,86%	81,43%	80,00%	80,66%
Inmovilizado Intangible	3,24%	3,18%	2,41%	2,31%	2,41%	2,51%	2,57%
Inmovilizado Material	62,87%	62,60%	71,52%	69,46%	69,71%	69,10%	70,39%
Inversiones Inmobiliarias	2,89%	2,81%	3,02%	2,58%	3,77%	3,52%	3,16%
Inversiones Empresas grupo LP	6,56%	6,64%	0,04%	0,05%	3,73%	3,24%	3,06%
Inversiones Financieras LP	3,13%	3,15%	3,41%	3,82%	0,00%	0,00%	0,00%
Activos por impuesto diferido	1,98%	3,60%	2,59%	1,54%	1,71%	1,52%	1,44%
Deudas comerciales no corrientes	1,18%	1,40%	0,09%	0,11%	0,10%	0,09%	0,06%
ACTIVO CORRIENTE	18,15%	16,62%	16,92%	20,14%	18,57%	20,00%	19,34%
Existencias.	13,92%	13,32%	14,09%	16,99%	15,86%	15,93%	13,91%
Deudores	0,42%	0,36%	0,78%	0,99%	0,69%	1,42%	1,34%
Inversiones E. grupo CP	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,02%	0,01%	0,00%
Inversiones financieras a corto plazo	0,05%	0,05%	0,05%	0,01%	0,01%	0,02%	0,02%
Efectivo	3,77%	2,89%	2,00%	2,15%	1,99%	2,62%	4,06%
TOTAL ACTIVO	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: Elaboración propia a partir de base de datos “Sabi”

Nota:

El activo funcional está integrado por:

- Inmovilizado intangible
- Inmovilizado material
- Inversiones Inmobiliarias
- Activos por impuesto diferido
- Deudas comerciales no corrientes
- Existencias.
- Deudores
- Efectivos y otros medios líquidos equivalentes.

El activo extrafuncional está integrado por:

- Inversiones en empresas del grupo CP
- Inversiones financieras a corto plazo
- Inversiones en empresas del grupo LP
- Inversiones financieras a largo plazo

Anexo 7: Evolución de las partidas que conforman el Activo de Zara España, S.A. para el período 2009 – 2015 (Porcentajes horizontales del Activo, tomando como referencia el año inmediatamente anterior)

ZARA ESPAÑA SA						
ACTIVO	Variación 2015/2014	Variación 2014/2013	Variación 2013/2012	Variación 2012/2011	Variación 2011/2010	Variación 2010/2009
ACTIVO NO CORRIENTE	99,38%	109,54%	117,38%	99,44%	90,96%	93,22%
Inmovilizado Intangible	103,21%	143,70%	118,07%	97,11%	85,58%	92,03%
Inmovilizado material	101,68%	95,53%	116,18%	101,03%	90,15%	92,28%
Inversiones Inmobiliarias	104,16%	101,57%	132,02%	69,35%	95,64%	104,87%
Inversiones Empresas grupo LP	100,00%	17598,76%	100,00%	1,26%	102,64%	99,76%
Inversiones Financieras a LP	100,57%	100,97%	100,56%	*	*	*
Activos por impuesto diferido.	55,62%	151,83%	190,18%	90,94%	100,66%	99,48%
Deudas comerciales no corrientes	85,38%	1715,97%	93,27%	108,25%	96,13%	147,47%
ACTIVO CORRIENTE	110,60%	107,17%	94,84%	109,92%	82,96%	97,23%
Existencias	105,77%	103,16%	93,61%	108,56%	88,99%	107,66%
Deudores	117,28%	50,80%	88,51%	145,94%	43,18%	99,89%
Inversiones E. grupo CP	*	0,00%	0,96%	20,35%	396,80%	107,19%
Inversiones financieras a corto	100,94%	100,49%	789,84%	95,04%	31,37%	102,62%
Efectivos	132,21%	157,38%	105,38%	109,50%	67,70%	60,65%
TOTAL ACTIVO	101,25%	109,14%	112,84%	101,39%	89,36%	93,99%

Fuente: Elaboración propia a partir de base de datos “Sabi”

Anexo 8: Evolución de las ventas de Zara España, S.A. para el período 2007 – 2015, tomando como base el año 2007

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Importe de ventas	1 654 021 498	1 591 831 478	1 524 552 999	1 502 058 164	1 498 181 851	1 437 094 911	1 396 145 371	1 466 152 714	1 580 100 562
Variación (año base 2007)	-	-4%	-8%	-9%	-9%	-13%	-16%	-11%	-4%

Fuente: Elaboración propia a partir de base de datos “Sabi”

Anexo 9: Evolución de las ventas de Punto Fa, S.L. (Mango) para el período 2007 – 2015, tomando como base el año 2007

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Ingresos de explotación	891 973	908 125	886 815	990 159	1 137 699	1 245 595	1 370 280	1 562 711	1 849 427
Variación (año base 2007)	-	2%	-1%	11%	28%	40%	54%	75%	107%

Fuente: Elaboración propia a partir de base de datos “Sabi”

Anexo 10: Peso de las principales partidas de la cuenta de resultados de Zara España, S.A. sobre la cifra de ventas, para el período 2009 – 2015 (Porcentajes verticales de la cuenta de resultados)

	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Importe neto de la cifra de negocios	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Aprovisionamientos	-56,15%	-54,58%	-55,09%	-53,63%	-52,72%	-53,34%	-56,32%
Otros ingresos de explotación	0,86%	0,87%	0,90%	0,73%	0,60%	0,61%	0,74%
Gastos de personal	-18,76%	-18,29%	-18,16%	-16,74%	-16,18%	-16,45%	-16,21%
Otros gastos de explotación	-15,42%	-15,87%	-16,45%	-14,86%	-16,01%	-15,82%	-15,26%
Amortización del inmovilizado	-3,94%	-4,66%	-5,37%	-4,63%	-4,71%	-4,75%	-4,86%
Excesos de provisiones	0,04%	0,02%	0,01%	0,02%	0,01%	0,01%	0,00%
Deterioro y resultado por enajenación del inmovilizado	-0,44%	-0,47%	-0,29%	-0,67%	-0,16%	-0,21%	-0,45%
Otros resultados	-0,02%	-0,04%	-0,01%	-0,02%	-0,02%	-0,02%	0,01%
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	6,22%	6,98%	5,56%	10,19%	10,80%	10,03%	7,66%

Fuente: Elaboración propia a partir de base de datos “Sabi”

Anexo 11: Evolución de las principales partidas de la cuenta de resultados de Zara España, S.A. para el período 2009 – 2015 (Porcentajes horizontales de la cuenta de resultados, tomando como referencia el año inmediatamente anterior)

	Variación 2015/2014	Variación 2014/2013	Variación 2013/2012	Variación 2012/2011	Variación 2011/2010	Variación 2010/2009
Importe neto de la cifra de negocios	108%	105%	97%	96%	100%	99%
Aprovisionamientos	111%	104%	100%	98%	99%	93%
Otros ingresos de explotación	107%	101%	121%	116%	99%	81%
Gastos de personal	111%	106%	105%	99%	98%	100%
Otros gastos de explotación	105%	101%	107%	89%	101%	102%
Amortización del inmovilizado	91%	91%	113%	94%	99%	96%
Excesos de provisiones	173%	189%	74%	127%	137%	216%
Deterioro y resultado por enajenación del inmovilizado	101%	171%	42%	395%	77%	46%
Otros resultados	47%	610%	31%	93%	94%	-278%
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	96%	132%	53%	90%	107%	129%

Fuente: Elaboración propia a partir de base de datos “Sabi”

Anexo 12: Gráfico de la estructura financiera de Mango (en términos medios) para el período 2009 – 2015



Fuente: Elaboración propia a partir de base de datos “Sabi”

Anexo 13: Peso de cada una de las partidas que conforma el Activo de Mango para el período 2009 – 2015 (Porcentajes verticales del Activo total)

PUNTO FA SL

ACTIVO	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
ACTIVO NO CORRIENTE	54%	49%	53%	56%	49%	59%	62%
Inmovilizado Intangible	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Inmovilizado Material	7%	5%	4%	4%	4%	6%	7%
Inversiones Empresas grupo LP	37%	35%	39%	44%	37%	45%	46%
Inversiones Financieras LP	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%
Activos por impuesto diferido	8%	7%	8%	8%	7%	8%	8%
ACTIVO CORRIENTE	46%	51%	47%	44%	51%	41%	38%
Existencias.	18%	16%	14%	13%	13%	14%	12%
Deudores	9%	9%	12%	11%	11%	12%	10%
Inversiones E. grupo CP	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Inversiones financieras a corto	9%	10%	10%	8%	5%	8%	9%
Periodificaciones	1%	1%	1%	1%	0%	0%	0%
Efectivo	8%	15%	11%	11%	21%	6%	7%
TOTAL ACTIVO	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Elaboración propia a partir de base de datos “Sabi”

Anexo 14: Evolución de las partidas que conforman el Activo de Mango para el período 2009 – 2015 (Porcentajes horizontales del Activo, tomando como referencia el año inmediatamente anterior)

PUNTO FA SL

ACTIVO	Variación 2015/2014	Variación 2014/2013	Variación 2013/2012	Variación 2012/2011	Variación 2011/2010	Variación 2010/2009
ACTIVO NO CORRIENTE	110%	103%	95%	113%	102%	103%
Inmovilizado Intangible	141%	172%	106%	106%	105%	94%
Inmovilizado Material	140%	140%	105%	93%	90%	88%
Inversiones Empresas grupo LP	105%	99%	91%	115%	102%	105%
Inversiones Financieras LP	96%	151%	123%	111%	137%	91%
Activos por impuesto diferido	107%	97%	109%	110%	107%	111%
ACTIVO CORRIENTE	90%	118%	109%	85%	153%	114%
Existencias.	111%	129%	107%	99%	115%	128%
Deudores	107%	78%	112%	97%	110%	130%
Inversiones E. grupo CP	3172700%	*	0%	170%	*	*
Inversiones financieras a corto	92%	110%	123%	152%	83%	93%
Periodificaciones	70%	127%	165%	200%	106%	108%
Efectivo	51%	156%	97%	53%	412%	93%
TOTAL ACTIVO	100%	110%	101%	99%	122%	107%

Fuente: Elaboración propia a partir de base de datos “Sabi”

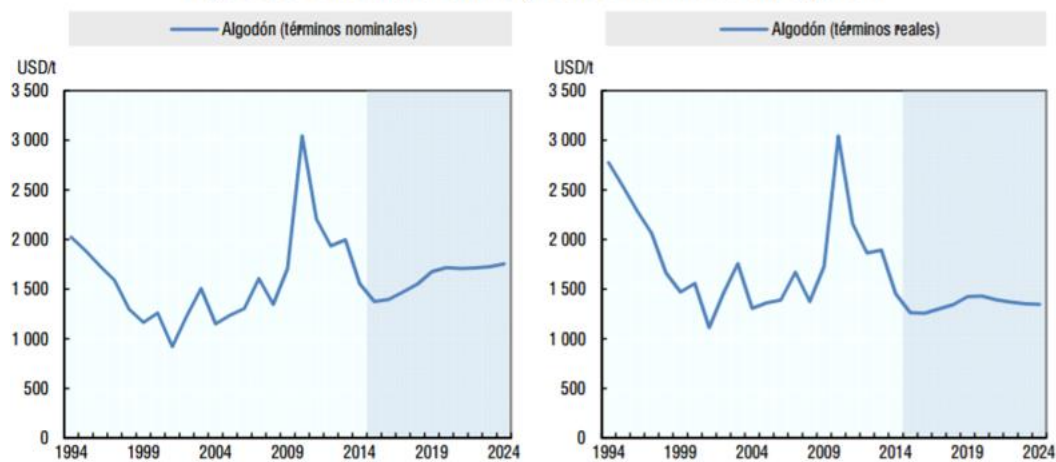
Anexo 15: Evolución de los costes fijos y variables de Mango para el período 2009 – 2015

	Variación 2015/2014	Variación 2014/2013	Variación 2013/2012	Variación 2012/2011	Variación 2011/2010	Variación 2010/2009
COSTES FIJOS	25,42%	19,38%	10,36%	11,39%	28,50%	8,36%
COSTES VARIABLES	30,39%	15,84%	1,68%	7,26%	18,28%	19,78%

Fuente: Elaboración propia a partir de base de datos “Sabi”

Anexo 16: Evolución de los precios mundiales del algodón

Figura 3.8.2. Evolución de los precios mundiales del algodón



Fuente: Informe OCDE-FAO (2015)

Anexo 17: Ratio de Solvencia de Zara España, S.A. y Mango para el período 2009 – 2015

	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Mango	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2	1,3	1,3
Zara España	1,5	1,4	1,5	1,5	1,5	1,4	1,5

Fuente: Elaboración propia a partir de base de datos “Sabi”