

UNIVERSIDAD DE OVIEDO



MÁSTER EN SISTEMAS DE INFORMACIÓN Y ANÁLISIS CONTABLE

CURSO ACADÉMICO 2012 - 2013

TRABAJO FIN DE MASTER

ANÁLISIS FUNDAMENTAL DE SOCIEDADES COTIZADAS

Autor: JUAN GARCÍA GARCÍA

Tutora: ANA CÁRCABA GARCÍA

OVIEDO, JULIO 2013



Universidad de Oviedo
Facultad de Economía y Empresa
Avenida del Cristo, s/n
33071 - Oviedo
Asturias

Dña. Ana Cárcaba García, Profesora Titular del Departamento de Contabilidad de la Universidad de Oviedo, en calidad de Tutora del trabajo fin de Máster que aquí se presenta, informa que:

D. Juan García García, alumno del Máster en Sistemas de Información y Análisis Contable durante el curso 2012-2013, ha realizado bajo mi dirección el trabajo fin de máster titulado "*Análisis fundamental de sociedades cotizadas*", con el rigor y calidad suficientes para ser presentado y defendido ante el correspondiente Tribunal.

Y para que conste a los efectos oportunos, expido la presente en Oviedo, a 12 de julio de 2013,

Fdo.: D. Juan García García

Fdo.: Dña. Ana Cárcaba García

UNIVERSIDAD DE OVIEDO



MÁSTER EN SISTEMAS DE INFORMACIÓN Y ANÁLISIS CONTABLE

CURSO ACADÉMICO 2012 - 2013

TRABAJO FIN DE MASTER

ANÁLISIS FUNDAMENTAL DE SOCIEDADES COTIZADAS

Autor: JUAN GARCÍA GARCÍA

Tutora: ANA CÁRCABA GARCÍA

OVIEDO, JULIO 2013

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN.....	1
1. CONCEPTO, OBJETIVOS Y MÉTODOS DEL ANÁLISIS FUNDAMENTAL.....	2
1.1. CONCEPTO Y OBJETIVOS DEL ANÁLISIS FUNDAMENTAL.....	2
1.2. MÉTODOS Y TÉCNICAS DEL ANÁLISIS FUNDAMENTAL.....	4
1.3. HERRAMIENTAS DEL ANÁLISIS FUNDAMENTAL.....	6
2. ASPECTOS METODOLÓGICOS.....	13
2.1. BASES DE DATOS CONSULTADAS.....	13
2.2. TIPO DE CUENTAS ANUALES ANALIZADAS.....	13
3. ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO HISTÓRICO POR RATIOS.....	15
3.1. RATIOS DE RENTABILIDAD.....	15
3.2. RATIOS DE SOLVENCIA.....	20
3.3. RATIOS BURSÁTILES.....	22
3.4. ANÁLISIS EMPRESARIAL. INDUSTRIAS DE DISEÑO TEXTIL, S.A.....	23
CONCLUSIONES.....	27
BIBLIOGRAFÍA.....	28
ANEXO I: Principales variables según el tipo de análisis.....	31
ANEXO II: Comparativa de la evolución de la rentabilidad del IBEX 35, Bono a 10 años y el Índice de Precios al Consumo Armonizado (IPCA).....	32
ANEXO III: Datos de los ratios de rentabilidad, solvencia y bursátiles para las sociedades no financieras del IBEX35 durante el período 2007-2011.....	33
ANEXO IV: Comparativa nacional e internacional del Sector Comercio al por mayor y al por menor con las Bases de Datos CBBE y BACH.....	44
ANEXO V: Análisis técnico de INDITEX.....	45

INTRODUCCIÓN

El mercado se mueve entre la euforia y el pánico. La clave del éxito en el *trading* está en comprar barato y vender caro. Con el fin de lograr dicho propósito, a lo largo del último siglo se han creado diferentes herramientas de las cuales, las más importantes, son el análisis fundamental y el análisis técnico.

A la hora de realizar una inversión, el inversor debería fijar una estrategia clara y con unos objetivos definidos, de manera que todas sus acciones sigan un comportamiento disciplinado; para ello, cuenta con estos dos tipos de análisis básicos, que pueden utilizarse de forma individual o conjunta. El análisis técnico es sin duda uno de los preferidos en escenarios como el actual, donde prima más la especulación que la inversión. Por su parte, el análisis fundamental es propio de los inversores con un amplio horizonte temporal, que disponen de recursos suficientes para poder mantener sus posiciones en el largo plazo y asumen pacientemente las fluctuaciones que se producen en los mercados hasta llegar al precio objetivo.

El análisis fundamental trata de valorar una acción mediante la evaluación de la propia empresa en relación consigo misma y con su entorno, con base al análisis de su negocio y mediante el estudio de sus elementos contables y financieros, sus resultados empresariales y las variables de su entorno macroeconómico, monetario y sectorial (López López, 2009, p. 8). En cambio, el análisis técnico trata de anticipar los cambios de tendencia en el precio de las acciones, utilizando charts y diversos indicadores estadísticos, bajo la asunción de que (1) la cotización evoluciona siguiendo determinados movimientos o pautas, (2) el mercado facilita toda la información necesaria para predecir los cambios de tendencia, y (3) la historia siempre se repite.

De esta manera, el análisis fundamental permitiría tomar una decisión de inversión lógica, dependiendo lo menos posible de la suerte; por ello, se basa en el estudio de toda información disponible en el mercado sobre una determinada compañía y su contexto sectorial y macroeconómico, con el fin de obtener su verdadero valor o valor intrínseco o precio teórico u objetivo para así formular una recomendación de inversión comparándolo con el precio de las acciones de la empresa en el mercado de valores.

El análisis fundamental debería ser entendido como una herramienta más en el proceso de toma de decisiones de inversión que, combinada con el análisis técnico, nos llevaría a la obtención de buenos resultados en el mundo de la inversión y la especulación bursátil. Bajo esta premisa, los inversores en bolsa pueden dividirse en dos grupos, según utilicen para sus decisiones el análisis fundamental o el análisis técnico, respectivamente (UNED, 2011):

- Los que invierten en acciones cuyos fundamentos son sólidos, debiendo valorarse las acciones en función de su valor intrínseco.
- Los que tratan de vencer a la psicología del mercado, donde los inversores especulan sobre el valor futuro de las acciones tratando de adivinar que piensa el inversor medio, pensamiento que se

refleja en las formaciones técnicas de las gráficas. Es en este punto donde el análisis técnico entra en funcionamiento con el objetivo de mediar entre las dudas del inversor y los movimientos del mercado.

En la práctica, los inversores utilizan sendos tipos de análisis, puesto que el análisis del mercado se puede enfocar desde ambos prismas; los factores técnicos van por delante de los fundamentos; sin embargo, cualquier movimiento importante del mercado debe tener su origen en factores fundamentales subyacentes (Murphy, 2000, pp. 477-479).

El presente trabajo versa sobre el análisis fundamental, al tratarse de un método ortodoxo y riguroso, aceptado por la mayoría de los profesionales, académicos e inversores, y válido a nivel universal. Para ello, se han seleccionado las empresas no financieras cotizadas del IBEX 35, y se han seleccionado las cuentas anuales consolidadas históricas para calcular los principales ratios contables y bursátiles, con el fin de razonar el comportamiento de la empresa y, por lo tanto, de la cotización de la misma, así como de estimar un valor al que la acción debería llegar en un periodo de tiempo determinado. El trabajo se inicia con una parte teórica, donde se delimitan los aspectos más significativos del análisis fundamental, delimitando el concepto y los objetivos del mismo, así como la metodología y técnicas propias de este tipo de análisis. Seguidamente, se ilustra su utilidad mediante el estudio de las empresas objetivo y sus correspondientes sectores, evaluando: (1) su situación financiera, (2) la rentabilidad para el accionista (profundizando en sus factores explicativos), y (3) si a los precios de mercado actuales, sus acciones se encuentran sobre o infravaloradas. Para finalizar, se exponen las principales conclusiones extraídas del estudio realizado así como algunas posibles líneas futuras de investigación.

1. CONCEPTO, OBJETIVOS Y MÉTODOS DEL ANÁLISIS FUNDAMENTAL

1.1. CONCEPTO Y OBJETIVOS DEL ANÁLISIS FUNDAMENTAL

El objetivo del análisis fundamental es estimar un valor del título al que puede llegar en un periodo determinado. Para ello, establece la valoración de la empresa y precios objetivos, de tal manera que una de las cuestiones que va a hacer el analista fundamental es calcular el valor intrínseco de un título, el cual depende de las características de la empresa y de las expectativas de la acción, y compararlo con la cotización (o valor de mercado de la acción). De este modo, tal como señala Méndez Fernández (2011, p. 3):

- Si el valor intrínseco es mayor que la cotización, el analista fundamental recomendará invertir porque considerará que la empresa está infravalorada en el mercado.
- Si el valor intrínseco es menor que la cotización, el analista fundamental recomendará desinvertir porque considerará que la empresa está sobrevalorada en el mercado.

El análisis fundamental es, por tanto, un sistema de estudio financiero y no financiero de toda la información disponible en el mercado que afecta a los valores cotizados, cuyo objetivo es facilitar la toma de decisiones de inversión eficientes (Abafin, 2003).

Este análisis se basa en la hipótesis de que el mercado es eficiente en el largo plazo y, por ello, aunque el precio de una acción no refleje el verdadero valor de una compañía, tenderá a éste en el largo plazo (Otero Rodríguez, 2012, p. 7). En cambio, el análisis fundamental asume que el mercado no es eficiente en el corto plazo y, por eso, diferencia entre el precio de mercado y el valor de la compañía. De este modo, si el precio no refleja el “valor real”, la compañía podría estar infravalorada (oportunidad de compra) o sobrevalorada (oportunidad de venta), sin tener en cuenta el *timing*¹, al no establecer cuál es el mejor punto de entrada o salida del mercado (Galán, 2011).

Precisamente por este último aspecto, en la práctica, los inversores utilizan tanto el análisis fundamental como el técnico, ya que de la correcta combinación de ambos dependerá el éxito de una inversión; por un lado, el fundamental nos ofrece una visión global y de filtro y, por otro, el técnico nos determina el momento idóneo para entrar y salir de una posición (Álvarez, 2012).

En efecto, se trata de dos tipos de análisis complementarios que intentan determinar la dirección que tomarán los precios de las acciones, estudiando la causa (fundamental) y el efecto (técnico) del movimiento del precio. Así, ante el inicio de un movimiento importante en el precio de una acción, es posible que el análisis técnico y el fundamental entren en conflicto, ya que este último no puede ofrecer una explicación al respecto; no obstante, es cierto que después del movimiento vuelven a sincronizarse. Por todo ello, el fundamentalista debería usar factores técnicos para confirmar su análisis como filtro para evitar tomar posiciones opuestas a la tendencia actual (Murphy, 2000, p. 28).

El análisis fundamental proporciona criterios económico-financieros de valoración de empresas, aceptados por la mayoría de los profesionales, académicos e inversores. No obstante, dicho análisis también adolece de determinadas limitaciones que es preciso conocer:

- Presenta una visión largoplacista para perfiles de inversores conservadores, a consecuencia de lo cual se decanta por acciones de bajo riesgo y, por tanto, baja rentabilidad, obviando a los inversores con un perfil especulativo de aprovechamiento de los movimientos a corto plazo².
- No tiene en cuenta los factores psicológicos del mercado. Factores como el pánico pueden hacer que los precios incumplan las conclusiones del análisis fundamental, al producirse una sobrereacción, generalmente en los valores bursátiles de calidad, como si tuvieran mayor riesgo que otros activos (Marti Font, 2010).

¹ Momento óptimo de compra o venta de una acción.

² Cabe mencionar, al respecto, la frase más conocida de *André Kostolany*: “comprar títulos, acciones de empresas, tomarse unas pastillas para dormir durante 20/30 años y cuando uno despierta, voilà! es millonario”. El comprar y mantener (*Buy & Hold*) es una técnica ganadora a largo plazo, a pesar de que durante el camino puede sufrir fuertes pérdidas (Ferrer, 2011).

- Puede existir ocultación de datos, información parcial, falsa o maquillada que distorsione el análisis fundamental. La normativa contable tiene un componente subjetivo, que puede ser utilizado de la manera que más interese a la empresa (López López, 2009, p. 25).
- Se deben tener en cuenta las diferentes normativas contables de los países a la hora de realizar comparaciones de empresas del mismo sector, así como la flexibilidad que ofrecen, ya que pueden conducir a distintos resultados en función el criterio aplicado.
- Al ser la información contable de dominio público, puede darse el caso de que ya esté descontada por el mercado.

1.2. MÉTODOS Y TÉCNICAS DEL ANÁLISIS FUNDAMENTAL

El inversor cuenta con unos métodos y técnicas básicas sobre las que opera el análisis fundamental objeto del presente trabajo. En cuanto a los métodos de análisis, cabe destacar los enfoques *Top-Down* y *Bottom-Up*, cuyas principales características describimos a continuación.

Método *Top-Down*

El enfoque *top-down* se centra en el estudio macroeconómico, a nivel nacional e internacional, sectorial y de la empresa.

En el análisis macroeconómico, lo importante es la tendencia. Basándose en información proporcionada por determinados organismos, como el Fondo Monetario Internacional (FMI), el Banco Mundial (BM), o la Organización para la Cooperación o el Desarrollo Económico (OCDE), entre otros, el análisis macroeconómico a nivel internacional trata de realizar estimaciones sobre distintas variables relevantes para el análisis fundamental. Por su parte, el análisis macroeconómico a nivel nacional realiza un análisis estructural con el que estudia los componentes del PIB, es decir, qué es lo que, en un momento determinado, hace que el PIB crezca o decrezca, y un análisis coyuntural con el que estudia aquellas variables económicas que inciden a corto plazo (Rankia, 2012)³.

Dentro de las distintas variables macroeconómicas, cabría destacar, por su influencia en las cotizaciones de las acciones, los tipos de interés y la inflación. Así, por ejemplo, cuando los tipos de interés bajan, el precio de los instrumentos de renta fija subiría y su rendimiento bajaría, provocando que el inversor tienda a invertir en bolsa aceptando un mayor riesgo y presionando al alza los precios de las acciones. Además, ante la bajada de tipos de interés, el coste de financiación bajará produciendo un incremento del consumo y una reducción de los gastos financieros de las empresas, que desencadenará un incremento de los beneficios empresariales, cuyo valor actualizado será asimismo mayor. De cara a la comparación entre los

³ Para más información, consultar Anexo I

tipos de interés y la renta variable, se emplea el Bono a 10 años, referencia a largo plazo, en base a la vocación de permanencia de las empresas (Bachiller Cacho, 2001)⁴.

La otra variable destacada es la inflación la cual tiene un doble efecto sobre el valor de la renta variable. Los bancos centrales subirán sus tipos de interés, aumentando el precio del dinero para disminuir la masa monetaria y atajar el proceso inflacionista, enviando así un mensaje de contención monetaria a los agentes sociales con el fin de contener las expectativas de inflación⁴. El efecto más importante de la inflación sobre la información contable recae sobre el requisito de comparabilidad, puesto que ésta deja de ser consistente y uniforme en el tiempo y entre las empresas. Las cifras de los estados contables de una empresa no son comparables entre fechas ni dentro de un mismo ejercicio, ya que se ven afectadas por la inflación con diferentes intensidades, sobre todo, en función de su antigüedad; así, por ejemplo, los ingresos se contabilizan a precios corrientes y, sin embargo, determinados gastos, como las cuotas de amortización, se calculan y contabilizan a coste histórico o de adquisición. Todo ello, conlleva consecuencias adicionales tales como la existencia de beneficios ficticios, con la correspondiente descapitalización vía dividendos y un impuesto sobre sociedades no real, la toma de decisiones, tanto a nivel interno como externo, influida por datos erróneos, o la aparición de problemas de liquidez (Rivero Torre, 1998, pp. 139-144).

El análisis sectorial, trata de analizar la historia del sector, su importancia a escala nacional y en términos del PIB (en España, los sectores de más peso son: construcción, automóvil y turismo), y su posición respecto del ciclo económico (rotación de sectores) y en cuanto a su ciclo de vida. Hay sectores que tienen mejor comportamiento frente a los cambios económicos que otros, lo cual nos permite hablar de rotación de sectores, pudiendo distinguir cuatro tipos de sectores (Méndez Fernández, 2011, pp. 5-6):

- Defensivos: satisfacen necesidades de tipo primario; se resienten mucho menos, sobre todo, en épocas de recesión y, por ello, suelen ser sectores refugio (alimentación, farmacéutico y energía).
- Sensibles a los tipos de interés: son telecomunicaciones, financieras, seguros y eléctricas, principalmente; si la economía está en crecimiento, se produce inflación y la autoridad monetaria sube los tipos de interés, lo cual tiene un reflejo negativo automático en las cuentas de resultados de las empresas del sector.
- Sensibles al consumo: incluyen automóviles, manufacturas y grandes superficies; son muy sensibles al consumo, sobre todo, en épocas de recesión, donde el paro y la renta disponible disminuyen exponencialmente.
- Sensibles a los bienes de capital: son aquéllos formados por empresas de formación bruta de capital, es decir, inversiones.

⁴ Para más información, consultar Anexo II

Tras haber analizado el entorno macroeconómico global y nacional y la situación y las características del sector, se tendrían que estudiar las variables específicas que afectan a la empresa, valorando su situación estratégica y competitiva; para ello, se examinarán (Porter, 2006, p. 20):

- Las barreras de entrada, tanto a nivel de costes propios de entrada en el sector como de redes de distribución, físicas, de economías de escala, etc., que afectan a la compañía.
- El poder de proveedores, analizando la concentración de los mismos.
- El poder de clientes, partiendo de la base de que, cuanto mayor sea, mayor riesgo va a implicar.
- La competencia y el crecimiento del sector, o rivalidad entre las empresas, diferenciación de productos, calidad de los mismos, etc.
- La existencia de productos sustitutivos o no, que afectará a la propensión al cambio, al precio de los productos sustitutivos, la calidad, etc.

Método *Bottom-Up*

Este método estudia la empresa, posteriormente el sector y termina por el país, valorando las acciones de las empresas y comparando el precio resultante con el precio de mercado, buscando oportunidades de inversión. Tal valoración se realizará principalmente a través de los ratios bursátiles, de rentabilidad y de solvencia, que más adelante desarrollaremos.

Es un análisis mucho más frecuente en países y mercados desarrollados en los que los riesgos macroeconómicos están normalmente bien controlados o, al menos, no presentan excesivas variaciones en el corto plazo, y se configura como el inverso del *Top-Down*, conteniendo tres elementos básicos de estudio: el negocio, la valoración y el riesgo (específico y de mercado) de la empresa.

El empleo de un método u otro viene muy determinado por el tipo de empresa que estemos analizando y por la tradición en la toma de decisiones de inversión por parte de los gestores. Si se trata de países o mercados en los que la formación de precios no es especialmente eficiente (mercados emergentes), el enfoque *Top-Down* es mucho más útil, en el sentido de que las grandes variables macroeconómicas son las que verdaderamente rigen el destino del mercado y casi ningún inversor se para a analizar los fundamentales de las compañías si las variables macroeconómicas no están a favor de un movimiento alcista del mercado.

1.3. HERRAMIENTAS DEL ANÁLISIS FUNDAMENTAL

En un entorno práctico, las herramientas empleadas en el análisis fundamental son las siguientes (Rankia, 2012):

- Estados financieros: análisis por ratios.
- Técnicas de valoración de empresas.

- Rentabilidad de las acciones: análisis de los ratios bursátiles.
- Previsiones económicas: análisis del entorno.
- Información económica en general.
- Cualquier tipo de información adicional que afecte al valor de un título.

En el presente trabajo, nos hemos centrado en el diagnóstico empresarial a partir de las cuentas anuales consolidadas, previa comprobación del informe de auditoría, para realizar un análisis fiable e intentar aproximarnos a la situación económico-financiera de la empresa lo máximo posible. La principal técnica utilizada ha sido el análisis por ratios, realizándose una comparación tanto a nivel intra-empresa (estudiando valores de años consecutivos para una misma entidad) como inter-empresa (comparando con datos sectoriales) de los mismos. Además, en el análisis de los ratios bursátiles se han tenido en cuenta tanto valores históricos como previsionales.

Se detallan a continuación los ratios que vamos a analizar en el apartado práctico del trabajo, clasificados en ratios de rentabilidad, solvencia y bursátiles.

1.3.1. Ratios de Rentabilidad

Los ratios de rentabilidad comprenden un conjunto de indicadores y medidas cuya finalidad es diagnosticar si una entidad genera rentas suficientes para cubrir sus costes y poder remunerar a sus propietarios. En definitiva, se trata de todas aquellas medidas que colaboran en el estudio de la capacidad para generar plusvalías por parte de la entidad. Los ratios más destacados son la rentabilidad financiera y la rentabilidad económica, que a su vez se pueden descomponer en sus factores explicativos al objeto de conocer con mayor precisión y detalle la causalidad del rendimiento logrado.

La **rentabilidad financiera** (también denominada **ROE**, del inglés *return on equity*) mide el rendimiento obtenido por los capitales propios, con independencia de la distribución del resultado, dependiendo de la estructura de capital de la empresa y del coste de financiación. De otro modo, trata de comparar el rendimiento obtenido, a lo largo del ejercicio económico, con los capitales propios invertidos.

Al tratarse de un índice de evaluación indirecta del objetivo de maximización de la riqueza de los accionistas, para un análisis y diagnóstico lo más preciso posible se deben contemplar distintas magnitudes, aunque la expresión más generalizada hace referencia al resultado ordinario después de impuestos en relación con los recursos propios medios (Rivero Torre, 1998, pp. 321-327). Su expresión analítica sería:

$$\text{ROE}_{\text{After-Tax}} = \frac{\text{Resultado actividades ordinarias después de impuestos}}{\text{Patrimonio neto medio}}$$

Habida cuenta de que no todas las empresas están sujetas al mismo régimen fiscal a la hora de determinar el impuesto sobre beneficios, es habitual distinguir una variante del ROE antes de impuestos, particularmente útil para el análisis inter-empresas (Banco de España, 2011):

$$\text{ROE}_{\text{Pre-Tax}} = \frac{\text{Resultado actividades ordinarias antes de impuestos}}{\text{Patrimonio neto medio}}$$

La **rentabilidad económica** (también denominada **ROI**, del inglés *return on investment*) mide la capacidad de los activos de una empresa para generar valor con independencia de cómo han sido financiados y del tipo de impuestos que puede variar según el tipo de sociedad. Su expresión analítica sería:

$$\text{ROI} = \frac{\text{Resultado actividades ordinarias antes de impuestos} + \text{Gastos financieros}}{\text{Activo neto medio}}$$

Este ratio mide el retorno que la empresa es capaz de generar con su activo, el cual se expresa neto de pasivos sin coste financiero explícito, y no depende de la estructura financiera de la empresa, para lo que en su numerador se añaden los gastos financieros (Banco de España, 2011). El ratio de rentabilidad económica aporta una gran utilidad para decidir acometer o no una específica inversión y la forma de financiarla en virtud del coste financiero, ya que informa sobre la capacidad de la estructura económica para generar beneficios, independientemente de cómo se encuentre financiada la empresa (Rivero Torre, 1998, p. 317).

La rentabilidad económica se puede descomponer en dos ratios: margen y rotación.

$$\text{ROI} = \text{Margen} \times \text{Rotación}$$

Así, multiplicando y dividiendo dicha rentabilidad por las ventas del período considerado, se obtienen dichos componentes, respectivamente. Por tanto, la expresión analítica del margen sería:

$$\text{Margen} = \frac{\text{Resultado actividades ordinarias antes de impuestos} + \text{Gastos financieros}}{\text{Ventas}}$$

El **margen** mide la rentabilidad de las ventas indicándonos el beneficio que queda una vez cubiertos todos los gastos derivados de los factores productivos (inversiones) utilizados en la obtención de los productos vendidos o servicios prestados. Las dos vías de incremento del margen provienen bien de la elevación de los precios de venta, o bien, de la reducción de los precios de coste, presentando los primeros una problemática superior al depender de comportamientos externos, a diferencia de los segundos, que dependen de comportamientos internos (Rivero Torre, 1998, p. 318).

La **rotación** compara los ingresos por ventas de la empresa con la estructura económica media que ha utilizado para obtenerlos, reflejando la capacidad de los activos para generar ventas y la eficiencia relativa con que la empresa los gestiona. Se trata de un índice de valor siempre positivo. Cuanto mayor es el valor,

en mayor medida está utilizando la empresa sus recursos actuales para generar negocio. Su expresión analítica sería:

$$\text{Rotación} = \frac{\text{Ventas}}{\text{Activo neto medio}}$$

Una evolución alcista de la rotación podría corresponder a un incremento más que proporcional de las ventas con respecto a los activos, o a un decremento más que proporcional de los activos con respecto a las ventas, lo que implica, a igualdad de márgenes comerciales, un mismo o superior beneficio para una inversión inferior, y todo ello, un aumento de la rentabilidad (Rivero Torre, 1998, p. 318).

De forma análoga, la Rentabilidad Financiera se puede descomponer en sus factores explicativos (Amat Salas, 2008, pág. 88-96):

$\text{ROE}_{\text{After-tax}} = \text{Margen} \times \text{Rotación} \times \text{Apalancamiento financiero} \times \text{Efecto fiscal}$
--

Donde la expresión analítica empleada frecuentemente para determinar el **apalancamiento financiero** es:

$$\frac{\text{Resultado actividades ordinarias antes de impuestos}}{\text{Resultado actividades ordinarias antes de impuestos} + \text{Gastos financieros}} \times \frac{\text{Activo neto medio}}{\text{Patrimonio neto medio}}$$

El apalancamiento financiero estudia la relación entre la deuda y los fondos propios, por un lado, y el efecto de los gastos financieros en los resultados ordinarios, por otro. En principio, el apalancamiento financiero es positivo cuando el uso de la deuda permite aumentar la rentabilidad financiera de la empresa, resultando la deuda conveniente para elevar dicha rentabilidad (Amat Salas, 2008, p. 90).

Sin embargo, no siempre que el apalancamiento financiero sea positivo la deuda es beneficiosa para la empresa, ya que el apalancamiento financiero sólo informa de si el empleo de deuda hace elevar la rentabilidad financiera. El apalancamiento financiero no tiene en cuenta si la deuda es excesiva (si se puede devolver o no). A veces suspenden pagos, por problemas de liquidez, empresas que obtienen rentabilidades elevadas (Amat Salas, 2008, p. 91). Así pues, debemos tener en cuenta el apalancamiento financiero y el riesgo financiero derivado, puesto que puede poner en peligro la autonomía financiera de la empresa, lo que podría ocasionar incrementos del coste directo (intereses) o indirecto (vida media) de la deuda en un futuro próximo, al llevarse a efecto nuevas peticiones o la renovación de alguna de las anteriores o, al menos, no existirá un margen de seguridad para maniobrar contra probables resultados negativos que puedan generarse en una situación adversa (Rivero Torre, 1998, p. 256).

Por último, el **efecto fiscal** mide la repercusión que tiene el impuesto sobre el beneficio en la rentabilidad financiera de la empresa. Su expresión analítica sería:

$$\text{Efecto fiscal} = \frac{\text{Resultado actividades ordinarias después de Impuestos}}{\text{Resultado actividades ordinarias antes de Impuestos}}$$

Cuanto mayores sean los impuestos, menor será el ratio y menor será la rentabilidad financiera.

1.3.2. Ratios de Solvencia

Estos ratios tratan de medir la capacidad de la empresa para hacer frente a sus obligaciones de pago, diagnosticando el grado de autonomía o de dependencia financiera de la empresa a partir del estudio de la composición de sus fuentes de financiación y de la capacidad de la misma para generar beneficios y recursos de forma sostenible con los que atender el reembolso del principal de la deuda y el pago de intereses (Cuervo Huergo, 2010, p. 89).

Atendiendo a su relevancia e idoneidad para el análisis inter-empresas que se va a realizar en el siguiente capítulo, los ratios de solvencia considerados son los siguientes: endeudamiento remunerado, autonomía financiera y capacidad de devolución de la deuda.

El **ratio de endeudamiento remunerado** se define como cociente entre las fuentes de financiación ajenas con coste y las fuentes de financiación remuneradas totales (agregado de los recursos propios y ajenos con coste) e informa del grado de endeudamiento de la empresa en términos relativos (Banco de España, 2011).

Su expresión analítica es la siguiente:

$$\text{Ratio de endeudamiento remunerado} = \frac{\text{Recursos ajenos con coste}}{\text{Patrimonio neto} + \text{Recursos ajenos con coste}}$$

Podría establecerse, a nivel teórico, un valor de referencia para este último ratio entre 0,5 y 0,7, de forma que exista un cierto equilibrio entre la financiación aportada por prestamistas financieros y accionistas (Plaza López, 2010, p. 3).

Niveles muy elevados del ratio implicarían un mayor riesgo de insolvencia, ya que la empresa tendría una mayor necesidad de generar tesorería con la que atender el servicio de la deuda contraída (amortización del principal e intereses). El riesgo de dicha situación radica en que las deudas tienen la consideración de una carga fija, con independencia de la marcha del negocio y de las adversidades que coyunturalmente pudiesen afectar a la actividad de explotación de la empresa (impagados, decremento de ventas, huelgas, crisis, etc.) y consiguientemente, a su capacidad para generar liquidez (Cuervo Huergo, 2010, p. 94).

Por su parte, la **autonomía financiera** mide el grado de independencia financiera de la entidad, a través de la composición estructural de sus fuentes de financiación. Su expresión analítica sería:

$$\text{Autonomía financiera} = \frac{\text{Patrimonio Neto}}{\text{Patrimonio neto} + \text{Pasivo no corriente} + \text{Pasivo corriente}}$$

Una empresa se considera autónoma financieramente cuando es capaz de elegir, entre las distintas fuentes de financiación (propia y ajena), aquéllas que considera más convenientes. Con carácter general, el valor de referencia para este ratio se situaría entre 0,4 y 0,6⁵. Un valor superior a los señalados denota que son los propietarios quienes asumen mayoritariamente los riesgos del negocio. Por el contrario, valores bajos del ratio indicarían una mayor dificultad para obtener financiación, o bien, haberla conseguido a unos precios por encima de mercado, incrementando garantías y a periodos más cortos, suponiendo un alto riesgo de impago (Rivero Torre, 1998, pp. 202-203).

Por su parte, si se desea conocer la capacidad de la empresa para generar recursos con los que afrontar sus deudas, se pueden utilizar conceptos que midan la capacidad de autofinanciación de la empresa tales como los Flujos de Efectivo de las Actividades de Explotación (FEAE), o en su defecto, el EBITDA⁶. Así, para evaluar la **capacidad de devolución de la deuda** se puede utilizar el siguiente ratio:

$$\text{Capacidad devolución de la deuda} = \frac{\text{Recursos ajenos con coste}}{\text{EBITDA}}$$

Este cociente informa del número de años que tardaría la empresa en amortizar o reembolsar sus recursos ajenos con coste de mantener en el futuro el mismo nivel de generación de recursos.

1.3.3. Ratios bursátiles

Los ratios bursátiles suelen relacionar el valor de la empresa, sector o mercado y un parámetro bursátil, constituyendo una herramienta básica del análisis de inversiones a partir de la cual se aplican las tradicionales técnicas de valoración relativa, con el objetivo no sólo de obtener el valor intrínseco de la empresa sino de comparar cómo son valoradas las diferentes empresas y poder determinar si la compañía en cuestión está sobre o infravalorada.

Las mayores limitaciones que pueden presentar estos ratios se centran en la posible ineficiencia del mercado o en la irracionalidad inversora que se refleja en los precios de las acciones; sin embargo, son los más utilizados por los analistas financieros por su simplicidad y efectividad.

Son varios los ratios que permiten realizar un buen análisis fundamental, sin embargo, para este trabajo, nos centraremos en los siguientes:

- Precio-ganancia o PER (*price earning ratio*).
- Precio/Valor contable (PVC).

⁵ Valores de referencia calculados a partir de los postulados por Amat Salas (2008, p. 53), quien plantea una definición alternativa del ratio de autonomía financiera como el cociente entre recursos propios y ajenos.

⁶ El acrónimo EBITDA es un indicador financiero que significa en inglés "Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization" (beneficio antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones).

El **Precio-ganancia o PER (*price earning ratio*)** mide el número de años que tardaría el accionista en recuperar su inversión, reflejando el número de veces que el mercado valora cada unidad monetaria de beneficio actual de la empresa (Otero Rodríguez, 2012, p. 2). Su expresión analítica sería:

$$\text{PER} = \frac{\text{Capitalización bursátil}}{\text{Beneficio neto}} = \frac{\text{Valor de cotización de la acción}}{\text{Beneficio por acción (BPA)}}$$

La utilidad de este ratio para adoptar decisiones de compra, venta o mantenimiento de inversiones se centran en las distintas comparaciones que podemos hacer con él (Fernández Méndez, 2012, pp. 24-43):

1. El PER intrínseco o en libros frente al PER de mercado. De tal manera que, si es mayor el intrínseco que el de mercado, el título estaría infravalorado, en caso contrario, estaría sobrevalorado y, si coinciden, estaría correctamente valorado. En esta comparación, el PER se ve limitado por los criterios contables aplicados en el resultado de la compañía y por la elevada volatilidad del mercado.
2. Comparación del PER actual con la media histórica. Cuando el PER histórico es superior al de mercado el título se encontraría infravalorado, en caso contrario, sobrevalorado. Esta comparación es válida siempre que la variación en el PER no esté justificada por movimientos en los tipos de interés, el nivel de riesgo de la empresa, la tasa de crecimiento o la rentabilidad financiera; en este caso, la comparación correcta sería enfrentar el PER actual con el PER previsto, de tal forma que aquellas empresas que presenten un PER inferior a su crecimiento esperado, se considerarán infravaloradas. Se debe tener siempre presente que los PER varían en sentido inverso a los tipos de interés, reflejando en entornos con tipos bajos una sobrevaloración, ya que cuanto más baja sea la rentabilidad del activo sin riesgo, menor será la rentabilidad exigida al mercado de renta variable, y mayor será el PER; y, por el contrario, una infravaloración en entornos con tipos altos.

En conclusión, un PER elevado puede ser indicativo de que las expectativas de la acción son más favorables y se prevé un crecimiento de los beneficios futuros, o bien, que la acción está sobrevalorada. En cambio, un PER bajo puede significar que la acción está infravalorada, por lo que su cotización tendría recorrido alcista, o bien, que se prevé un deterioro del beneficio (Cuervo Huergo, 2012).

Como señala Cuervo García, “desde la óptica del mercado, un alto PER puede mostrar que los inversores piensan que la empresa tiene buenas oportunidades de crecimiento, que aumentarán sus ganancias, o bien, que la cotización de la acción tiene un ajuste pendiente ante la caída de las ganancias” (Cuervo García, 1994, p. 141).

El ratio **Precio/Valor contable (PVC)** relaciona el valor de mercado de una empresa con su valor contable, sin tener en cuenta el concepto de rentabilidad, por lo que no es aconsejable utilizarlo como único método de comparación. Establece pues, una relación entre una variable flujo (precio) y una variable fondo (valor

contable), la cual puede aparecer distorsionada por determinadas operaciones, como fusiones y adquisiciones a través del fondo de comercio.

Un mayor PVC nos indica que el mercado valora la empresa por encima de su contabilidad y, por tanto, premia la gestión de la empresa presente y futura. En cambio, un PVC inferior a empresas comparables y a la media del sector, puede interpretarse como que, en el caso de liquidación de la compañía, los accionistas percibirían más por los activos de la misma que por su valoración en Bolsa, por lo que podría ser una oportunidad de compra para inversores más arriesgados (Expansión, 2004).

Este ratio, a diferencia del PER, puede usarse aun cuando las empresas presenten pérdidas, facilitando la comparabilidad a nivel nacional; en cambio, las comparaciones internacionales no son del todo fiables, ya que el valor en libros se ve afectado por la diferente normativa contable aplicada (Bull Market Brokers S.A., 2012).

2. ASPECTOS METODOLÓGICOS

2.1. BASES DE DATOS CONSULTADAS

Para el cálculo de los ratios de rentabilidad y solvencia, se han descargado los balances y cuentas de pérdidas y ganancias consolidadas de las empresas seleccionadas para el periodo 2007 - 2011, de la base de datos Sistema de Análisis de Balances Ibéricos (SABI). Se han excluido del estudio empírico las compañías International Consolidated Airlines Group, S.A. y Distribuidora Internacional de Alimentación, S.A. (DIA), por no presentar cuentas consolidadas hasta el año 2011.

Con la Clasificación Nacional de Actividades Económicas de 2009 (CNAE 2009), se han agrupado las empresas por su código de actividad para poder realizar comparaciones entre los distintos grupos, así como para facilitar las comparaciones nacionales, mediante la Central de Balances del Banco de España (CBBE) y las internacionales a través de la base de datos Bank of the Accounts of Companies Harmonised (BACH) que también nos permite un análisis comparativo a nivel europeo con Italia, Dinamarca, Polonia, Bélgica, Francia y Portugal. Por otro lado, los ratios bursátiles, se han obtenido de las bases de datos *Bloomberg* y *Reuters Business Briefing* (RBB).

2.2. TIPO DE CUENTAS ANUALES ANALIZADAS

La base para el trabajo realizado, se ha centrado en el análisis e interpretación del balance, cuenta de pérdidas y ganancias y memoria consolidadas a fecha de cierre, de cada una de las empresas, y expresadas en unidades monetarias, por lo que no está descontado el efecto de la inflación, que puede provocar la subestimación de los activos que aparecen reflejados en unidades monetarias de distinto poder adquisitivo, la deformación del significado de la amortización como representación del coste

derivado de la incorporación de los activos fijos al proceso productivo, la dificultad de realizar inventarios en función de los distintos precios de entrada, la heterogeneidad de valoración de las distintas partidas de la cuenta de pérdidas y ganancias, o la ignorancia de pérdidas y ganancias monetarias (Sánchez Fernández de Valderrama & Santos, *Inflación y Bolsa. Curso de introducción a Bolsa*, 1991, pág. 249; Sánchez Fernández de Valderrama J. , 1991).

Con la utilización de las cuentas anuales consolidadas se pretende eliminar posibles resultados ficticios derivados de operaciones internas entre empresas del grupo. De esta manera, las cuentas anuales resultan más representativas para nuestro análisis.

En cambio, se han excluido las cuentas intermedias elaboradas a final de cada mes o trimestre ya que, al no estar auditadas, pueden desvirtuar el resultado del estudio por las dudas que pueden existir en cuanto a su fiabilidad.

Fiabilidad de la información contable. Opinión del auditor. Notas de advertencia/precaución

Como paso preliminar a un análisis de las cuentas anuales, se ha de comprobar que sus datos sean fiables, para obtener buenas conclusiones. Las auditorías otorgan la máxima fiabilidad cuando emiten un informe favorable y sin salvedades. Con la revisión de todos los informes de auditoría para el periodo seleccionado, se ha comprobado que, en todos los casos, las opiniones eran favorables y sin salvedades.

En este punto, debemos tener en cuenta que los auditores verifican la fiabilidad de los estados contables, de acuerdo con la vigente regulación de auditoría y contabilidad. La calidad de este proceso es supervisada por organismos como el Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (ICAC), la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) o el Banco de España, entre otros. Sin embargo, este proceso puede estar sesgado negativamente por diferentes factores que afectan a los agentes involucrados (Amat, *et al.*, 2002, pp. 3-4):

- Los ejecutivos y los consejos de administración de las compañías pueden verse presionados a la utilización de la contabilidad creativa para conseguir los resultados esperados por los accionistas y/o inversores.
- Los organismos reguladores y supervisores se enfrentan, en ocasiones, a normas contables con ciertas limitaciones relacionadas con la correcta supervisión de la aplicación de las mismas.
- Los auditores, están sufriendo una crisis de confianza por parte de los inversores motivada por los recientes escándalos que ponen de manifiesto la dificultad que tienen para la detección de fraudes.

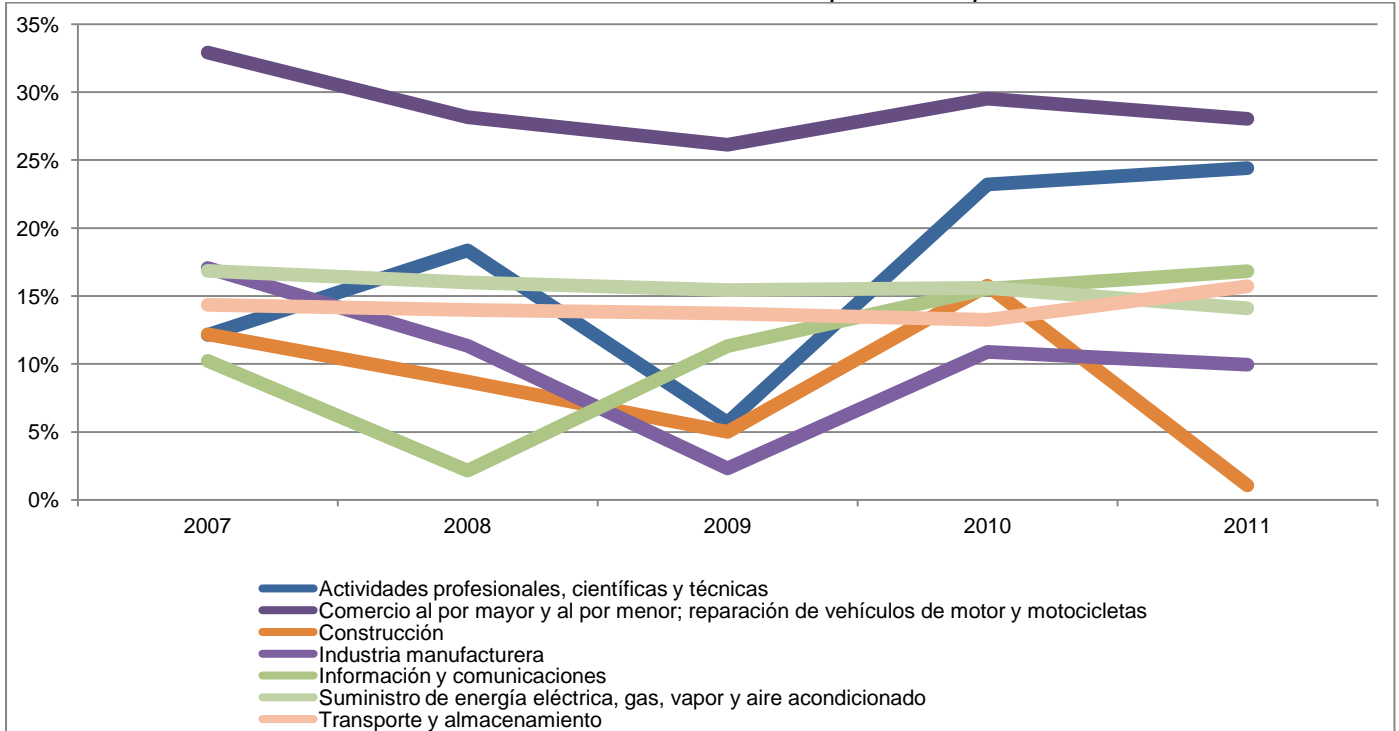
A partir de estas fuentes de información empresarial expuestas se pretende identificar una oportunidad de compra de una acción, basada en el análisis fundamental.

3. ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO HISTÓRICO POR RATIOS

3.1. RATIOS DE RENTABILIDAD

Rentabilidad financiera después de impuestos

Gráfico 1.1 Rentabilidad financiera después de impuestos

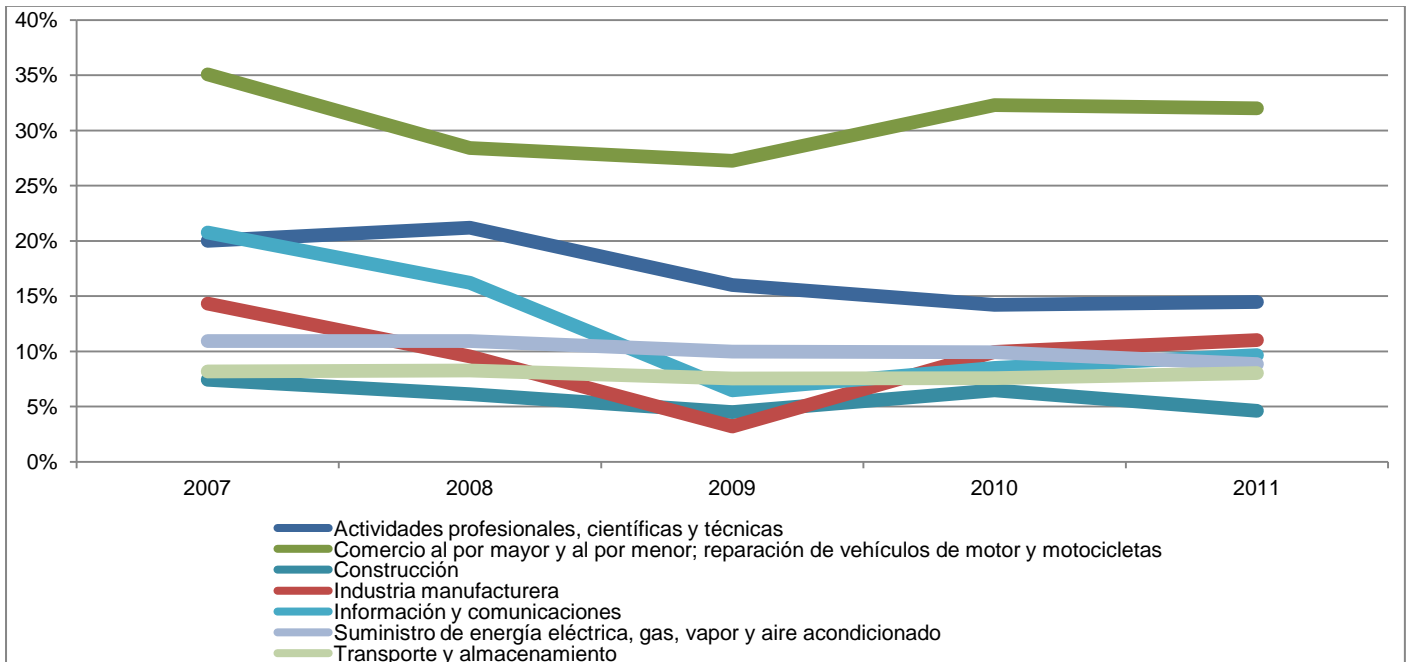


Fuente: Elaboración propia

La rentabilidad financiera del sector Comercio al por mayor y al por menor, presenta una evolución estable en torno al 30%. Si bien, en el año 2010 tendió a revertir a la media de los sectores motivado por la entrada del competidor japonés *Uniqlo* en el sector atraídos por los atractivos datos de la rentabilidad financiera.

Rentabilidad económica

Gráfico 1.2 Rentabilidad económica

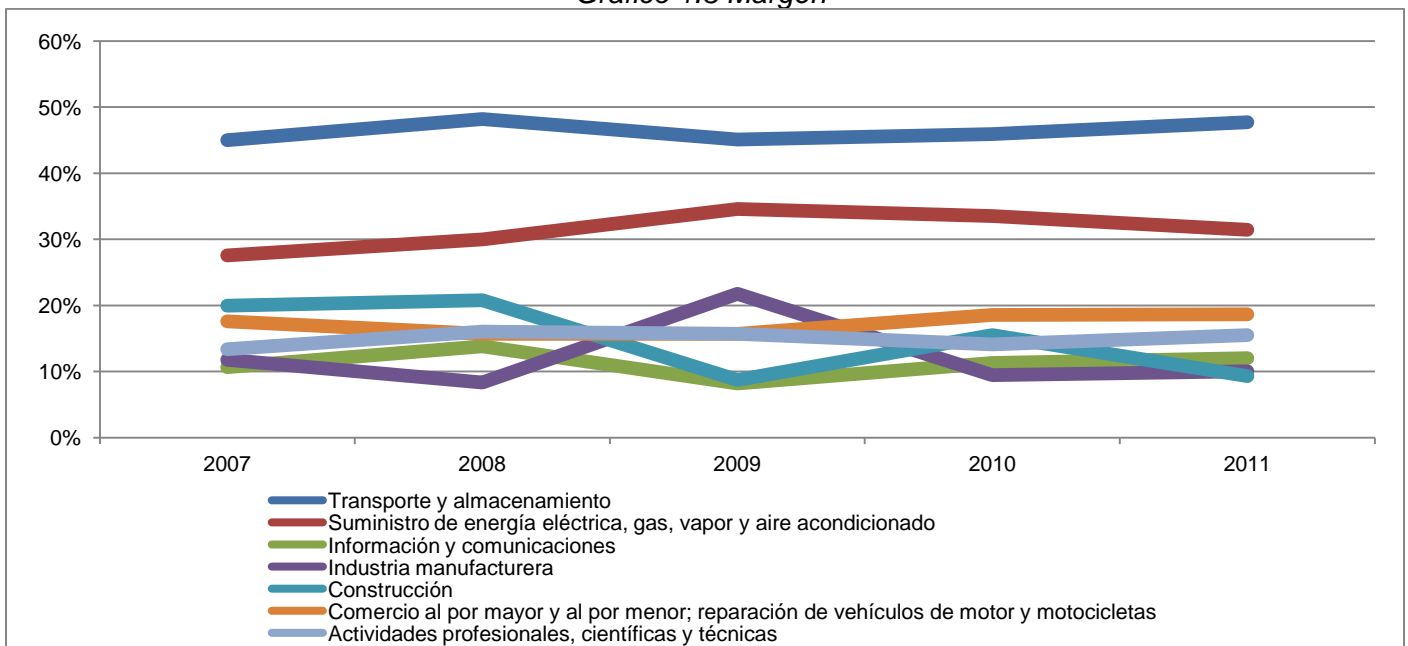


Fuente: Elaboración propia

La rentabilidad económica de la empresa nos mide la rentabilidad de los recursos totales empleados, que para el sector de Comercio al por mayor y al por menor sigue siendo superior al resto de sectores analizados, y durante el periodo seleccionado se mueve en torno al 30%.

Margen

Gráfico 1.3 Margen

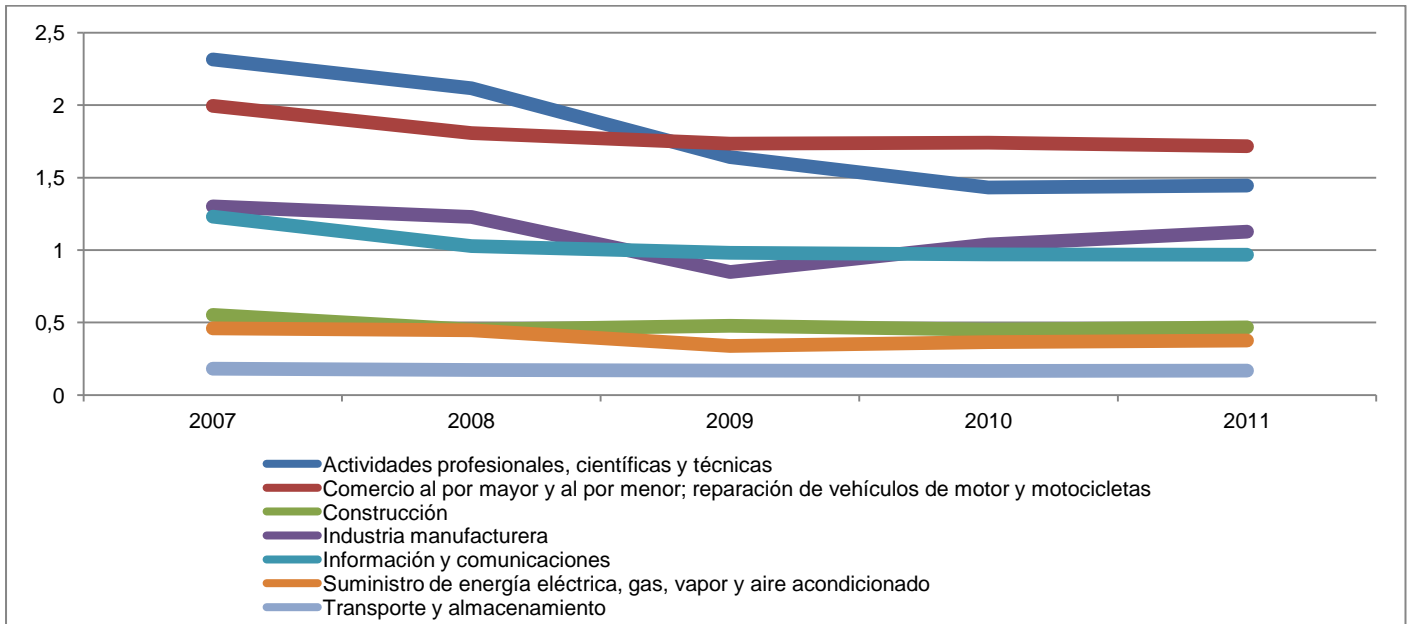


Fuente: Elaboración propia

El sector de Suministro de energía eléctrica, gas, vapor y aire acondicionado presenta la mejor evolución de los márgenes de beneficio, lo que le proporciona un mayor margen de seguridad ante las posibles disminuciones en ventas. En cambio, Comercio al por mayor y al por menor se encuentra en la media del resto de sectores.

Rotación

Gráfico 1.4 Rotación

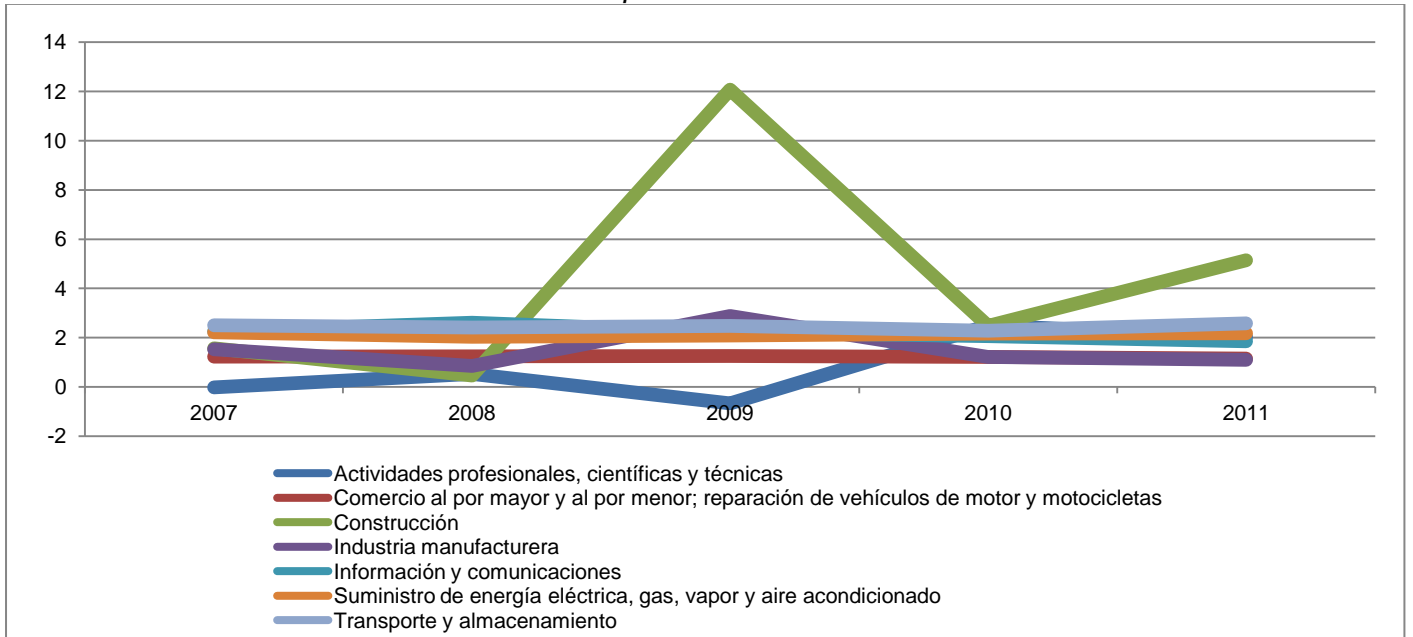


Fuente: Elaboración propia

Los reducidos márgenes con los que cuenta el sector de Comercio al por mayor y al por menor, se ven compensados con la eficiencia con la cual se han empleado los activos disponibles para la generación de ventas. De este modo, se observa la clara diferencia del sector con respecto al resto que componen el IBEX 35.

Apalancamiento financiero

Gráfico 1.5 Apalancamiento financiero



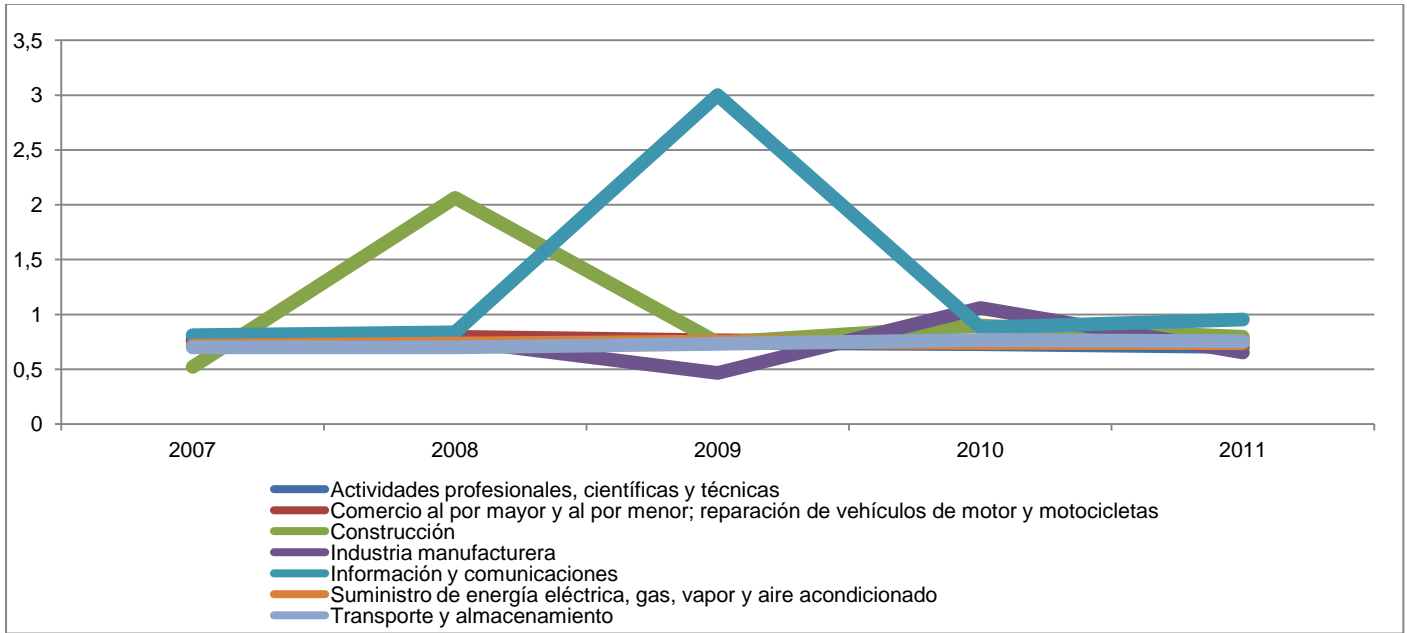
Fuente: Elaboración propia

El sector de Comercio al por mayor y al por menor, es uno de los menos apalancados de los sectores analizados, lo que hace que la rentabilidad de los recursos propios dependa en mayor medida del rendimiento de su activo y del impacto del impuesto sobre sociedades. Por esta razón, la rentabilidad del resto de sectores dependerá en mayor medida de si el rendimiento de los activos y de la proporción de deuda y capitales propios supera el coste de financiación.

En cambio, el sector de la Construcción después del fuerte repunte producido en 2009 está sufriendo el recorte del crédito bancario y de ventas motivado por la actual crisis.

Efecto fiscal

Gráfico 1.6 Efecto fiscal



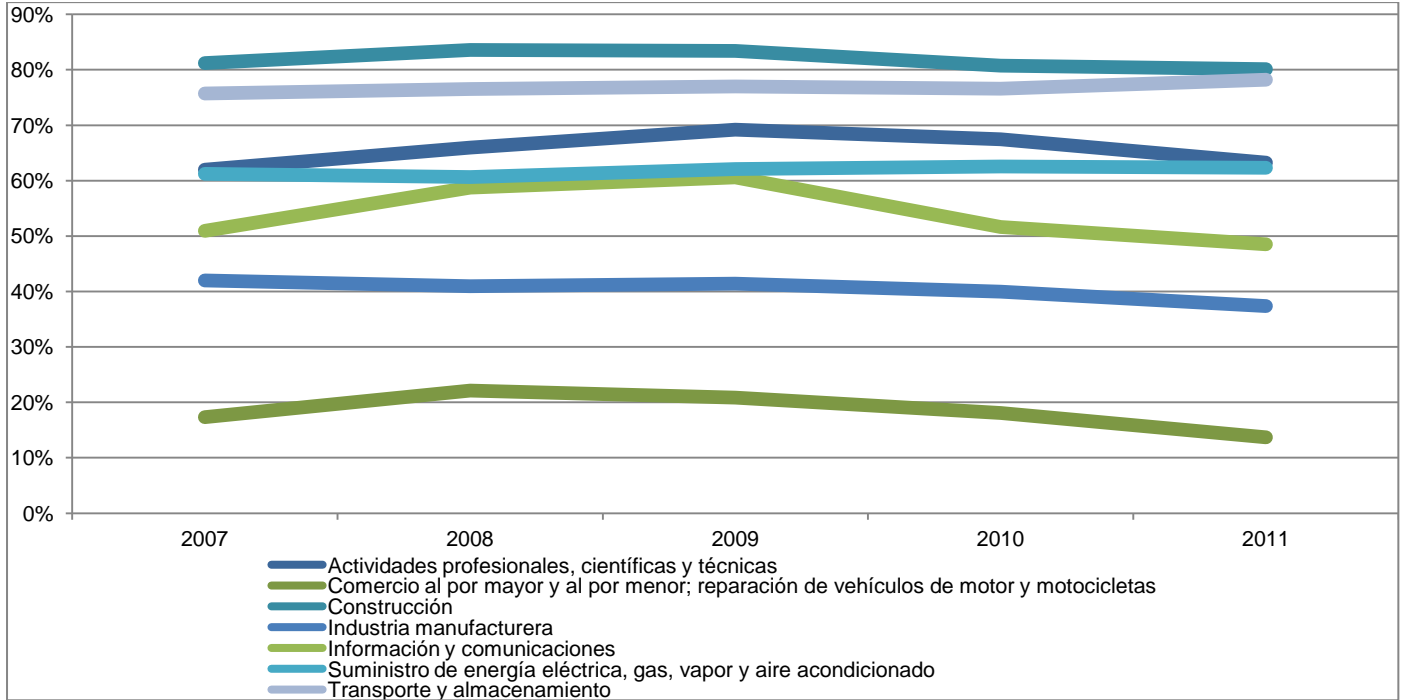
Fuente: Elaboración propia

En la actualidad, el efecto fiscal es similar en el conjunto de sectores estudiados, si bien viene precedido de años en los que sectores como el de Información y Comunicaciones, y el de Construcción se desmarcaron con respecto a la media para luego converger hacia ella.

3.2. RATIOS DE SOLVENCIA

Endeudamiento remunerado medio

Gráfico 1.6 Endeudamiento remunerado medio

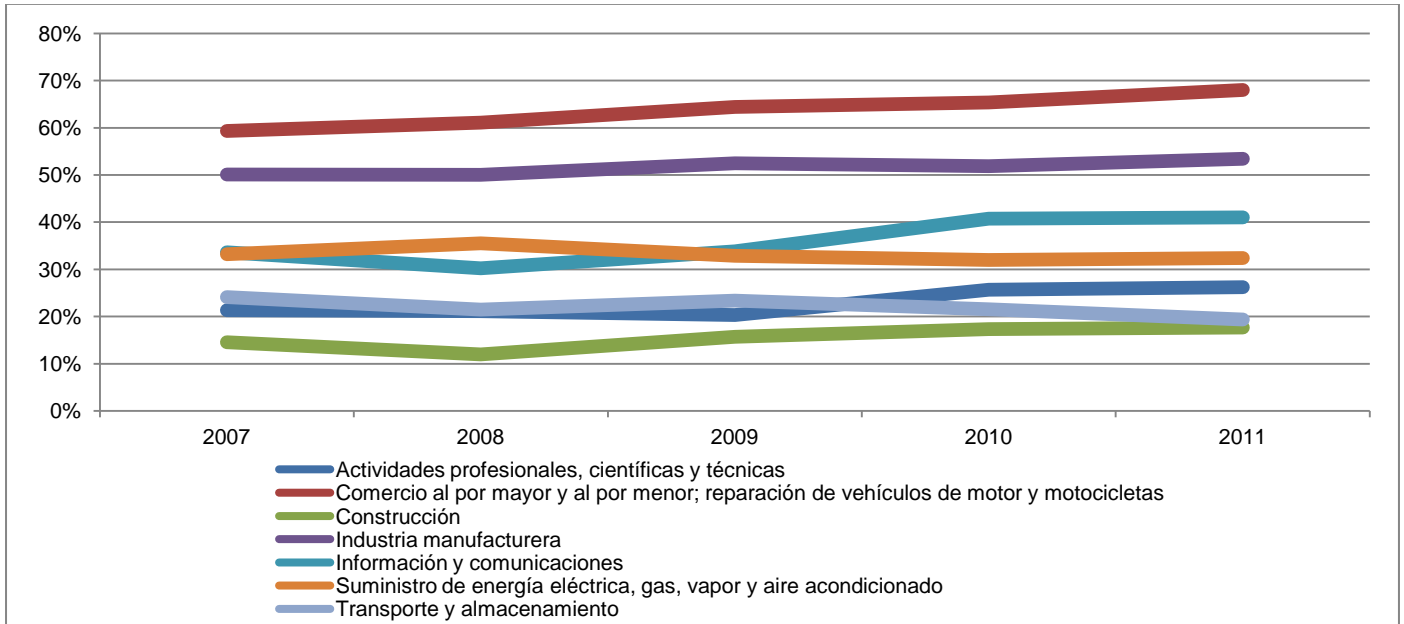


Fuente: Elaboración propia

Como hemos mencionado, el sector de Comercio al por mayor y al por menor es el menos apalancado, y además es el que nos muestra cierto equilibrio entre la financiación aportada por los prestamistas financieros y accionistas. En cambio, el sector de Construcción, refleja los mayores riesgos de insolvencia propiciada, entre otros aspectos, por su baja capacidad de generar liquidez.

Autonomía financiera

Gráfico 1.7 Autonomía financiera

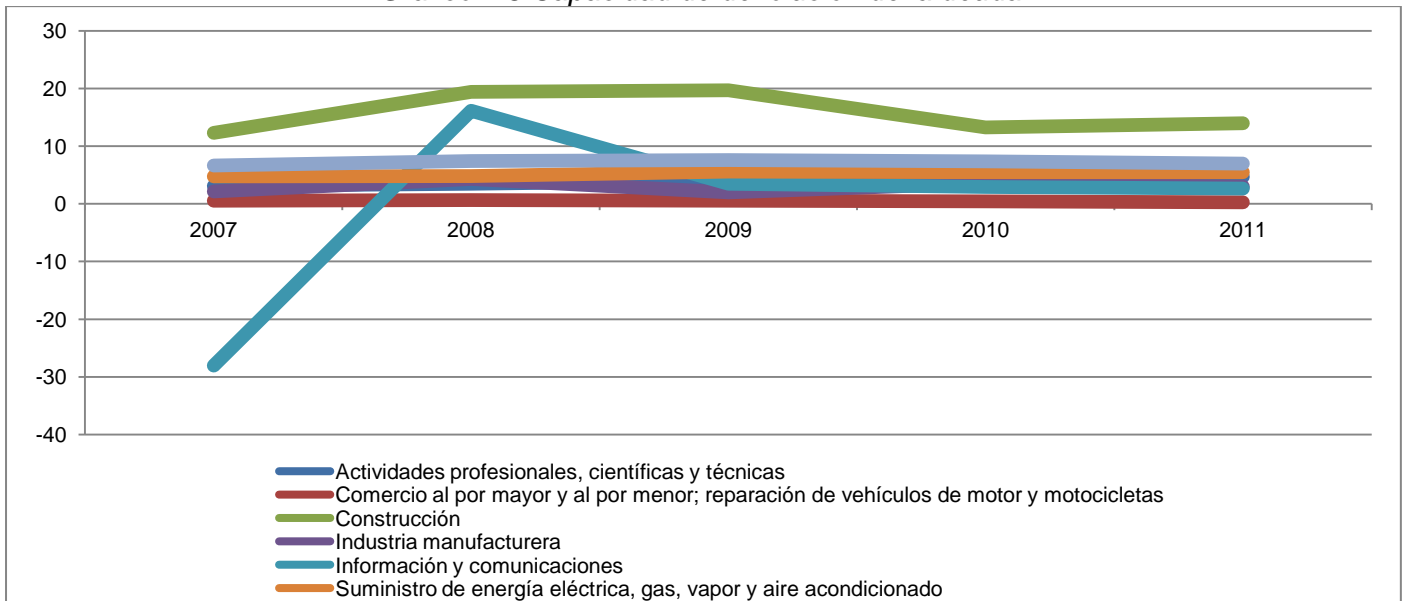


Fuente: Elaboración propia

Los sectores Comercio al por mayor y al por menor; y el de Construcción vuelven a tomar valores extremos, de manera que observamos que Comercio al por mayor y al por menor posee la mayor autonomía, en contraposición con el sector de la Construcción, donde la fuerte dependencia del crédito y la dificultad para el acceso al crédito se hace latente.

Capacidad de devolución de la deuda

Gráfico 1.8 Capacidad de devolución de la deuda



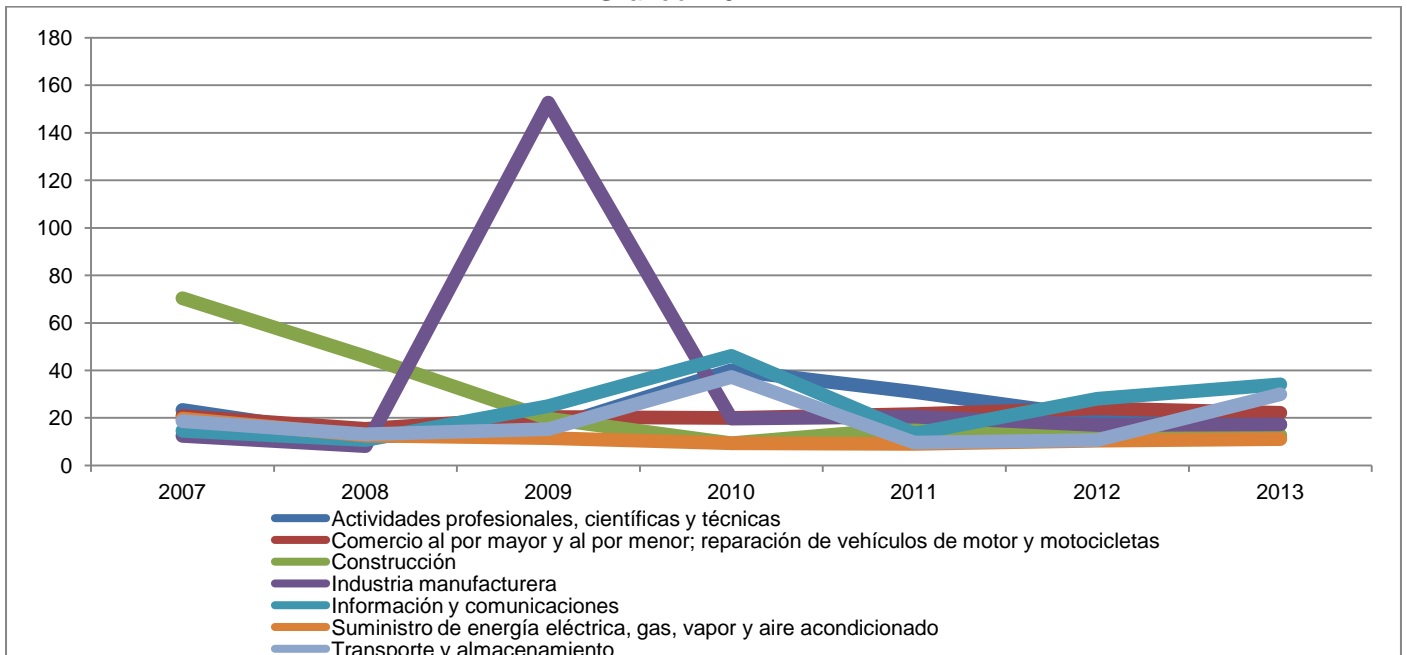
Fuente: Elaboración propia

Analizando la capacidad de devolución de la deuda, nos encontramos con que las empresas del Comercio al por mayor y al por menor tienen una mayor capacidad de devolución de la deuda y las de la Construcción la peor. Capacidad que se explica tanto por la coyuntura económica actual como por las características propias de cada sector.

3.3. RATIOS BURSÁTILES

PER

Gráfico 1.9 PER



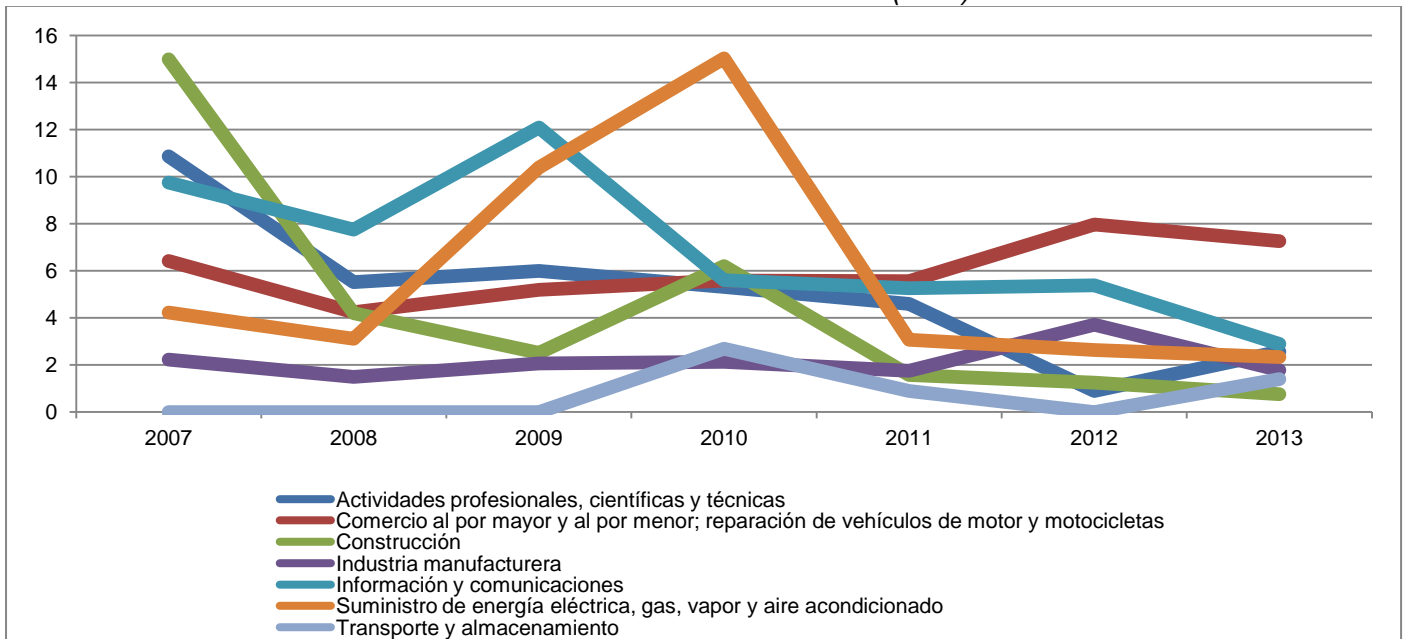
Fuente: Elaboración propia

En la interpretación del ratio PER debemos ser cautelosos, ya que, como comentamos en la parte teórica, un PER elevado puede ser indicativo de que las expectativas de la acción son más favorables y se prevé un crecimiento de los beneficios futuros, o bien, que la acción está sobrevalorada. Por este motivo, se debería realizar una comparación con los valores históricos del ratio, lo cual parece indicar que las empresas de la Industria manufacturera se encuentran infravaloradas; sin embargo, debemos tener en cuenta que se ha producido una distorsión derivada del elevado PER presentado por ArcelorMittal S.A. en el año 2009, que desvirtúa la evolución del ratio para este sector.

Por otro lado, las empresas de Información y comunicación muestran, en la actualidad, unos valores superiores al del resto de sectores.

PVC

Gráfico 1.10 Precio Valor Contable (PVC)



Fuente: Elaboración propia

A la vista del gráfico anterior, observamos que el mercado está premiando la gestión presente y futura de las empresas del sector de Comercio al por mayor y al por menor, y penalizando a las empresas del sector de la Construcción.

3.4. ANÁLISIS EMPRESARIAL. INDUSTRIAS DE DISEÑO TEXTIL, S.A.

Tras el estudio empírico observamos que el sector de Comercio al por mayor y por menor, presenta los mejores ratio, en concreto, y para la clasificación realizada, Inditex se muestra como el valor más atractivo a la hora de realizar una inversión. Inditex está formada por ocho enseñas comerciales Zara, Massimo Dutti, Pull & Bear, Bershka, Stradivarius, Oysho, Zara Home y Uterqüé. Su objetivo es transformar las materias primas o productos semi-elaborados en productos terminados listos para su venta, caracterizándose por una elevada productividad y un alto ritmo de crédito.

Inditex está integrada verticalmente y su proceso de producción se realiza en fábricas propias subcontratando sólo la fase de confección, por lo que el poder de los proveedores en el sector es bajo.

En cambio, existe una amenaza de sustitución (más bien de marca que de producto) alta motivada porque las marcas tienen productos con ciclos de vida muy cortos al seguir tendencias que tienden a cambiar rápidamente.

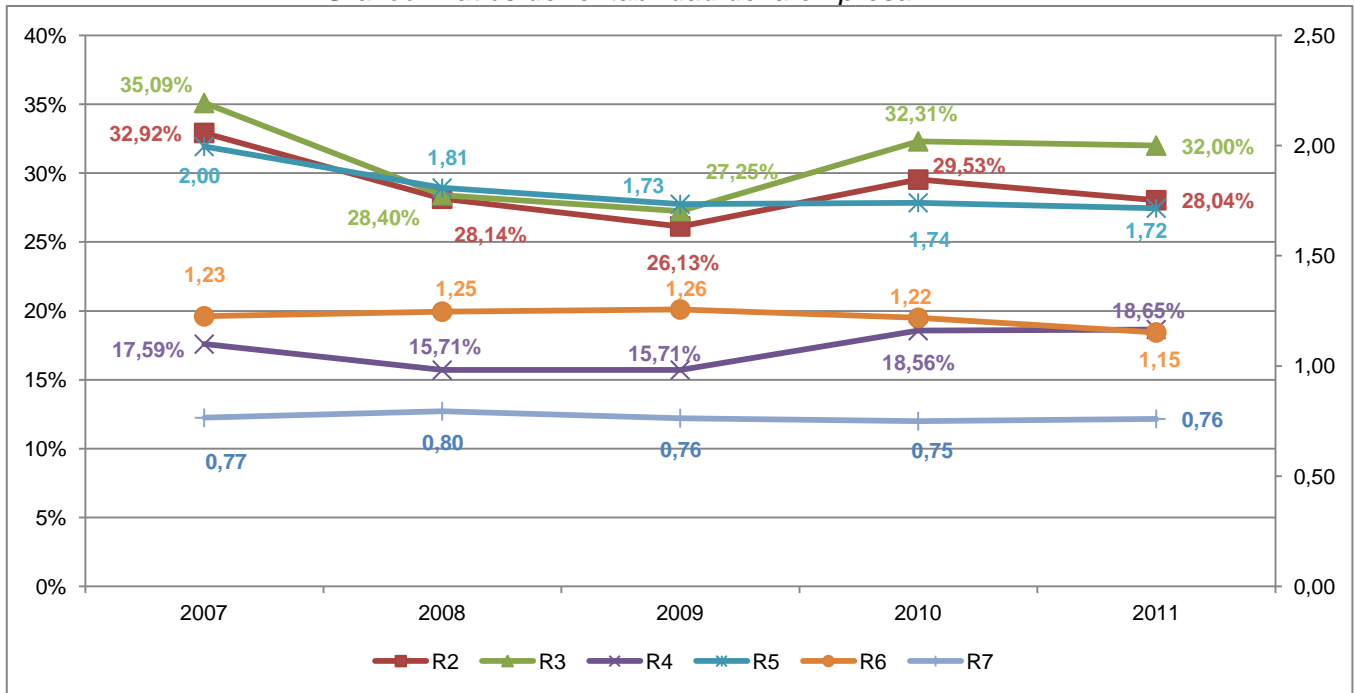
El sector al que pertenece Inditex la competencia suele ser muy alta vía precio, calidad, diseño, innovación o incluso marketing. Sus principales competidores son H&M y GAP, si bien presenta ciertas barreras de

entrada, tales como patentes, economías de escala, requisitos de capital importantes, costes de transferencia, acceso a la distribución, políticas gubernamentales, etc.

El poder de negociación del consumidor es bajo, ya que no suelen estar concentrados o asociados a la hora de realizar las compras.

Los principales resultados obtenidos para cada ratio, se muestran a continuación con el fin de poder llegar a hacer tanto comparaciones nacionales como internacionales.

Gráfico: Ratios de rentabilidad de la empresa INDITEX



Fuente: Elaboración propia

En el gráfico adjunto, se representa la evolución de los distintos ratios de rentabilidad, cuyos resultados son los siguientes:

La rentabilidad financiera después de impuestos (R2) oscila entre el 28% y el 35%, motivada por el aumento de los recursos propios de inmovilizado de la empresa.

La rentabilidad económica (R3), nos mide la rentabilidad de los recursos totales empleados que, para nuestro caso, oscila entre el 17% y el 35%.

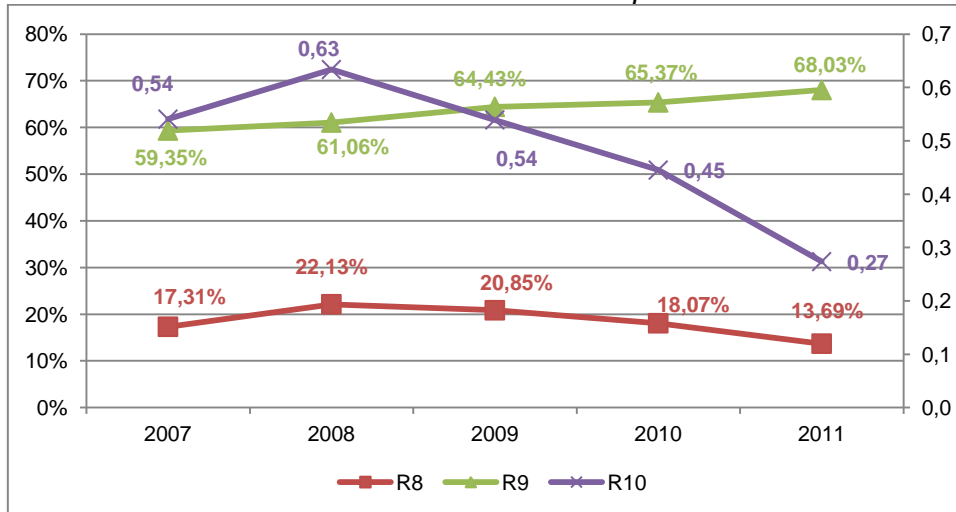
El margen (R4), como medida de la relación existente entre los beneficios de la empresa y sus ventas, oscila entre el 15% y el 18%.

La rotación (R5), nos indica la eficiencia con la cual se han empleado los activos disponibles para la generación de ventas que, en nuestro caso se sitúa entre 1,71 y 2.

El apalancamiento financiero (R6) es positivo y oscila entre 1,15 y 1,25, mostrando la posibilidad de incrementar la rentabilidad financiera.

El efecto fiscal (R7) se mantiene prácticamente plano y con unos valores que oscilan entre 0,52 y 0,82, con su consecuente repercusión sobre la rentabilidad financiera.

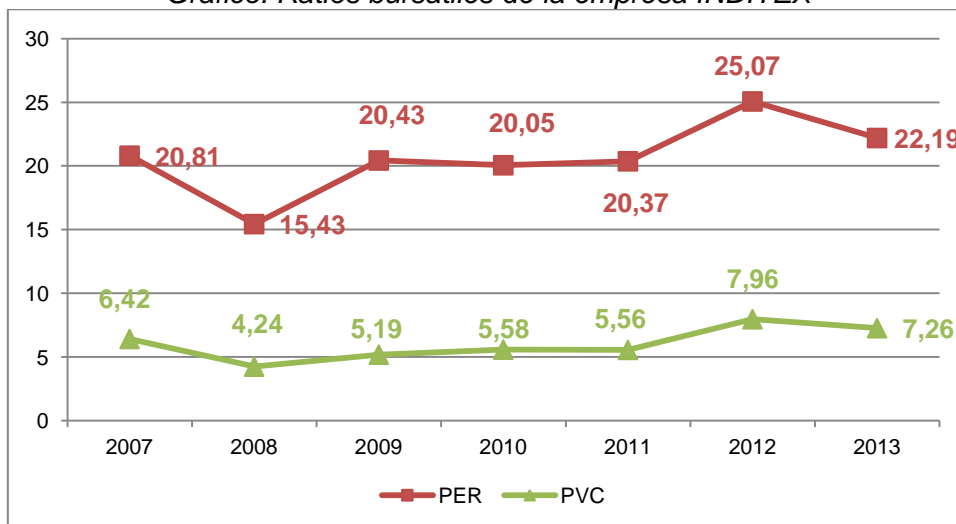
Gráfico: Ratios de solvencia de la empresa INDITEX



Fuente: Elaboración propia

El endeudamiento remunerado medio (R8) y la capacidad de devolución de la deuda (R10) decrecen, reflejando una reducción del grado de endeudamiento y un aumento de la independencia financiera de la compañía.

Gráfico: Ratios bursátiles de la empresa INDITEX



Fuente: Elaboración propia

La evolución histórica del PER es creciente hasta 2012, con una corrección a la baja en 2013, lo que podría ser indicativo de que el valor se encuentre infravalorado. Por el contrario, el PVC ha mantenido una

tendencia alcista desde 2008, síntoma de que el mercado valora la empresa por encima de su contabilidad.

CONCLUSIONES

Concluyendo la parte empírica, observamos que Inditex, presenta unos atractivos valores de rentabilidad y solvencia, explicados porque se financia prácticamente en su totalidad con su circulante, debido a las compras a crédito a proveedores y los cobros al contado a sus clientes, así como a la extraordinaria rapidez en la colocación de producto en tienda. Esta política justifica, al mismo tiempo, que el endeudamiento de la empresa haya ido disminuyendo a lo largo del período analizado, mientras que la de su sector ha ido en aumento a partir del ejercicio 2010, momento a partir del cual DIA se incluye en el análisis por empezar a presentar cuentas consolidadas⁷. Se trata, por tanto, de una empresa estabilizada en su sector y que, a precios actuales, representa una buena oportunidad de compra.

En lo que se refiere a la comparación sectorial, las conclusiones son claras; no obstante, lo recomendable es comparar los datos del sector elegido con los obtenidos de fuentes nacionales e internacionales sobre el mismo, para emitir un correcto juicio de valor⁸. La rentabilidad financiera y la rentabilidad económica son estables en el período analizado, presentando valores superiores al resto de sectores. En cuanto a sus componentes, el margen se encuentra en la media global, por lo que la rotación es superior al resto. Igualmente, presenta poco apalancamiento financiero y su efecto fiscal se encuentra en la media. Respecto al análisis de su solvencia, se concluye sin duda alguna que es el menos endeudado y, por tanto, el que posee mayor autonomía financiera y mayor capacidad de devolución de la deuda. Por último, desde el punto de vista bursátil, presenta valores bajos del PER, estables en el tiempo, y valores de PVC medios y crecientes. Por tanto, se podría aprovechar esta situación para ejecutar una orden de compra, en base a las correcciones en la tendencia alcista de la cotización que tenga el valor.

Benjamín Graham en *The Intelligent Investor* (1949) escribió: “Invertir es de lo más inteligente cuando es más serio, metódico y práctico”. Warren Buffet lo defiende a ultranza: “se es un inversor inteligente cuando se comprende que comprar acciones sin conocer las funciones operativas de las empresas es irracional, como si el precio del mercado fuera el reflejo más fiel del valor de sus títulos y no el balance y las cuentas de resultados”. El análisis fundamental cubre todos estos campos, haciendo un estudio meticuloso de todas las variables por las que se puede ver influido un título, analiza lo que valen las empresas a largo plazo y, sabiendo el valor de una empresa, podemos detectar cuándo la empresa está barata o cara.

Como posibles líneas de mejora futuras al trabajo ya realizado, se podría: realizar un análisis fundamental comparativo de Inditex con sus principales competidores (H&M y Gap), completar el análisis actual con un análisis técnico de la empresa⁹, ampliar el período de estudio analizado, con el fin de contrastar cómo se vio afectada la empresa, incluyendo sus entornos macroeconómico y sectorial, antes y después del cambio en el Plan General de Contabilidad en España.

⁷ Para más información, consultar Anexo III.

⁸ Para más información, consultar Anexo IV.

⁹ A título de ejemplo, se adjunta una breve reseña al análisis técnico de Inditex en el Anexo V.

BIBLIOGRAFÍA

Abafin, 2003. *Asesores bancarios y financieros*. [En línea] Disponible en: <http://es.global-rates.com/estadisticas-economicas/inflacion/2003.aspx> [Consultado el 23 de Marzo de 2013].

Álvarez, D., 2012. *Xtb online Trading*. [En línea] Disponible en: http://www.xtb.es/comentarios-analisis/journal_content/56/34054/868500?p_auth=yt3EN04F [Consultado el 23 de Marzo de 2013].

Amat Salas, O., 2008. *Análisis económico financiero*. s.l.:Gestión 2000.

Amat, O., Perramon, J. & Oliveras, E., 2002. *Universidad Autónoma de Madrid*. [En línea] Disponible en: http://www.uam.es/personal_pdi/economicas/lcanibano/2007/Tema%20%20Gestion%20de%20beneficios/AMAT-FIABILIDAD.pdf [Consultado el 10 de Mayo de 2013].

Bachiller Cacho, A., 2001. *Bolsa y gestión de carteras*. [En línea] Disponible en: <http://ciberconta.unizar.es/bolsa/> [Consultado el 30 de Abril de 2013].

Banco de España, 2011. *Central de Balances*. [En línea] [Consultado el 18 de Mayo de 2013].

BME, 2012. *Bolsas y Mercados Españoles*. [En línea] Available at: <http://www.bolsasymercados.es/esp/publicacion/infmercado/2012/Infmercado.htm> [Consultado el 25 de Junio de 2013].

Bull Market Brokers S.A., 2012. *Bull Market Brokers S.A. Sociedad de Bolsa*. [En línea] Available at: [Bull Market Brokers S.A.](http://www.bullmarketbrokers.com/) [Consultado el 25 de Mayo de 2013].

Cuervo García, Á., 1994. *Análisis y Planificación Financiera de la Empresa*. Madrid: Civitas.

Cuervo Huergo, J. C., 2010. *Análisis Financiero II*. En: *Manual de Análisis Contable*. Oviedo: Servicio de Publicaciones de la Universidad de Oviedo.

Cuervo Huergo, J. C., 2012. *Análisis y Valoración de Empresas*. Oviedo: Universidad de Oviedo.

Eco Finanzas, s.f. *Eco Finanzas.* [En línea]
 Disponible en: http://www.eco-finanzas.com/diccionario/C/CAPITALIZACION_DEL_BENEFICIO.htm
 [Consultado el 25 de Mayo de 2013].

Expansión, 2004. *Diccionario económico.* [En línea]
 Disponible en: <http://www.expansion.com/diccionario-economico/analisis-fundamental.html>
 [Consultado el 28 de Marzo de 2013].

Fernández Méndez, C., 2012. *Análisis y Planificación Financiera.* Oviedo: Universidad de Oviedo.

Galán, D., 2011. *XTB online Trading.* [En línea]
 Disponible en: http://www.xtb.es/comentarios-analisis-/journal_content/56/34054/1294983?p_p_auth=xowHoY3K
 [Consultado el 13 de Mayo de 2013].

Grandío Dopico, A., s.f. *Antonio Grandío Dopico.* [En línea]
 Disponible en: www.antoniograndiodopico.es
 [Consultado el 1 de Marzo de 2013].

Instituto Nacional de Estadística, 2013. *INE.* [En línea]
 Disponible en: <http://www.ine.es/>
 [Consultado el 25 de Junio de 2013].

López López, V. M., 2009. *Antonio Grandío Dopico.* [En línea]
 Disponible en: <http://www.antoniograndiodopico.es/archivos/Varios/TecnicasEspecualcionBajista.doc>
 [Consultado el 1 de Marzo de 2013].

Marti Font, J., 2010. *La Vanguardia.* [En línea]
 Disponible en: <http://blogs-lectores.lavanguardia.com/capitalismoenevolucion/analisis-bursatil-tecnico-versus-el-fundamental> [Consultado el 5 de Mayo de 2013].

Méndez Fernández, L., 2011. *Análisis Bursátil.* Oviedo: Universidad de Oviedo.

Murphy, J. J., 2000. En: N. Y. I. o. Finance, ed. *Technical analysis of the financial markets.* s.l.:s.n.

Otero Rodríguez, J., 2012. *Universidad Autónoma de Madrid.* [En línea]
 Disponible en: http://www.uam.es/personal_pdi/economicas/jotero/apuntes/MC/MC_Tema_5.pdf
 [Consultado el 18 de Mayo de 2013].

Plaza López, J. M., 2010. *Megabolsa Tu red financiera.* [En línea]
 Disponible en: <http://www.megabolsa.com/biblioteca/art32.php>
 [Consultado el 25 de Mayo de 2013].

Porter, M. E., 2006. *Estrategia Competitiva*. Trigésimo sexta ed. s.l.:Compañía Editorial Continental.

Rankia, 2012. *Rankia Comunidad Financiera*. [En línea]
Disponible en: <http://www.rankia.com/blog/diccionario-financiero/600849-analisis-fundamental>
[Consultado el 25 de Abril de 2013].

Rivero Torre, P., 1998. *Análisis por Ratios de los Estados Contables Financieros*. Madrid: Civitas.

Sánchez Fernández de Valderrama, J., 1991. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, Octubre-Diciembre.XXI(69).

Sánchez Fernández de Valderrama, J. L., 2006. Las consecuencias de las NIC/NIIF para el Análisis Financiero. *Revista del Instituto Español de Analistas Financieros*, Volumen El derecho contable y la unidad europea.

Sánchez Fernández de Valderrama, J. & Santos, J., 1991. En: *Inflación y Bolsa. Curso de introducción a Bolsa*. Tercera ed. s.l.:Ariel.

UNED, 2011. *UNED*. [En línea]
[Consultado el 6 de Abril de 2013].

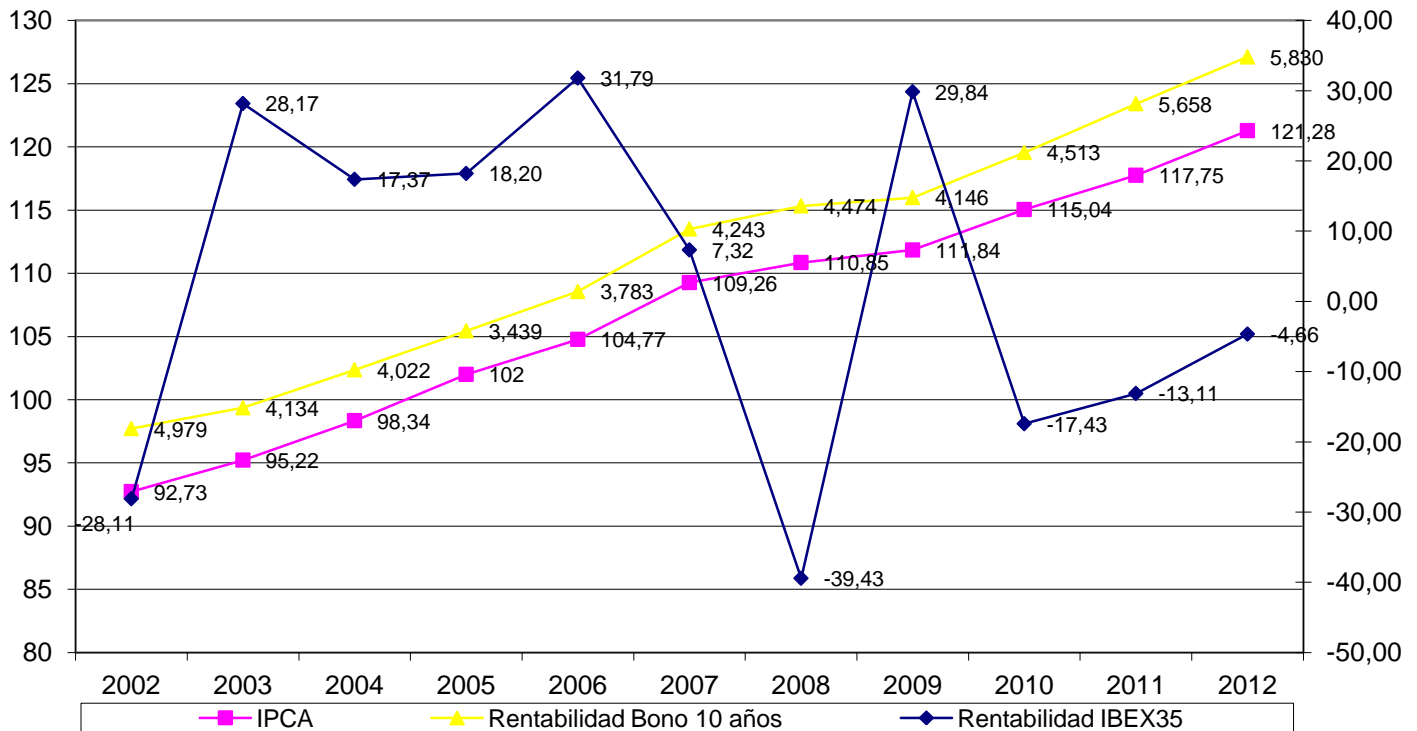
ANEXO I: Principales variables según el tipo de análisis*Tabla Principales variables*

ANÁLISIS POLÍTICO Y MACROECONÓMICO	ANÁLISIS SECTORIAL
Análisis geopolítico	Importancia del sector a escala nacional
Análisis macroeconómico internacional y nacional	Comparación o importancia en el ámbito internacional
El crecimiento (PIB) de la economía mundial/europea/española	Exposición a la competencia exterior
El índice de precios al consumo (IPC) o inflación	Grado de concentración y de cooperación
Los tipos de interés y la oferta monetaria	Grado de madurez
El tipo de cambio	Barreras de entrada en el sector
La demanda interna/externa	Barreras de salida
La inversión pública/privada	Análisis de Porter
Tasa de ahorro	Análisis institucional (legislación)
El déficit público, deuda pública sobre PIB	Ciclo de vida del sector
Balanza de pagos	Sensibilidad a los ciclos económicos
Política fiscal	Tendencias a corto y medio plazo
Índice de precios industriales	Márgenes con los que se opera en el sector
Mercado de trabajo (costes salariales, flexibilidad laboral)	Tecnología
Política económica del gobierno	
Tasa de paro	

Fuente: Elaboración propia

ANEXO II: Comparativa de la evolución de la rentabilidad del IBEX 35, Bono a 10 años y el Índice de Precios al Consumo Armonizado (IPCA)

Gráfico 1.11 Comparación evolutiva



Fuente: Elaboración Propia a partir de los datos obtenidos del Instituto Nacional de Estadística (Instituto Nacional de Estadística, 2013) y Bolsas y Mercados Españolas (BME, 2012)

Mediante el gráfico adjunto de doble escala, y expresadas las magnitudes en tanto por ciento para el periodo objeto de estudio en España, podemos deducir una clara relación inversa entre el rendimiento del Bono a 10 años y la evolución de la rentabilidad del IBEX 35, al tratarse de opciones de inversión sustitutivas. Las subidas en el rendimiento del Bono a 10 años implican descensos de los mercados bursátiles, debido al trasvase de fondos de activos con mayor riesgo (renta variable) hacia los activos con menor riesgo (renta fija y depósitos bancarios), al mayor coste financiero para empresas y consumidores, y un menor estímulo para la inversión productiva.

ANEXO III: Datos de los ratios de rentabilidad, solvencia y bursátiles para las sociedades no financieras del IBEX35 durante el período 2007-2011

Tabla 1.1 Rentabilidad financiera después de impuestos
R2 Rentabilidad financiera después de impuestos (%)

NOMBRE	2007	2008	2009	2010	2011
GRIFOLS S.A.	23,48%	28,22%	27,79%	17,87%	4,23%
TECNICAS REUNIDAS S.A.	54,18%	61,33%	53,55%	29,74%	39,19%
REPSOL S.A.	12,79%	14,00%	8,08%	20,78%	9,55%
AMADEUS IT HOLDING S.A.	-41,90%	-30,11%	-66,63%	24,48%	44,62%
Media del Sector	12,14%	18,36%	5,70%	23,22%	24,40%
DISTRIBUIDORA INTERNACIONAL DE ALIMENTACIÓN S.A.	16,74%	17,36%	11,18%	4,12%	35,81%
INDUSTRIA DE DISEÑO TEXTIL S.A.	32,92%	28,14%	26,13%	29,53%	28,04%
Media del Sector	24,83%	22,75%	18,66%	16,83%	31,92%
ABENGOA S.A.	20,78%	17,80%	22,55%	18,43%	10,68%
ACS, ACTIVIDADES DE CONSTRUCCION Y SERVICIOS S.A.	18,03%	10,17%	11,84%	28,53%	19,75%
ACCIONA S.A.	13,13%	8,88%	2,72%	2,96%	2,88%
FOMENTO DE CONSTRUCCIONES Y CONTRATAS S.A.	13,68%	10,49%	10,33%	9,60%	0,87%
OBRASCON HUARTE LAIN S.A.	19,27%	20,65%	19,23%	13,68%	15,82%
SACYR VALLEHERMOSO S.A.	0,10%	-9,16%	-13,83%	6,27%	-48,85%
FERROVIAL S.A.	0,28%	2,15%	-17,73%	30,88%	6,36%
Media del Sector	12,18%	8,71%	5,01%	15,77%	1,07%
VISCOFAN S.A.	16,38%	17,07%	19,40%	21,22%	23,54%
ACERINOX S.A.	13,59%	-0,41%	-12,72%	6,37%	3,47%
ARCELOR MITTAL S.A.	21,21%	17,37%	0,27%	5,07%	2,84%
Media del Sector	17,06%	11,34%	2,32%	10,88%	9,95%
MEDIASET ESPAÑA COMUNICACIÓN S.A.	55,99%	32,83%	7,17%	4,38%	8,04%
INDRA SISTEMAS, S.A.	27,61%	23,43%	21,28%	18,09%	16,71%
JAZZTEL PLC	-71,72%	-84,54%	-19,38%	3,66%	21,60%
TELEFONICA S.A.	29,07%	36,90%	36,21%	36,00%	20,95%
Media del Sector	10,24%	2,16%	11,32%	15,53%	16,83%
ENDESA S.A.	16,87%	15,63%	18,56%	20,53%	11,61%
ENAGAS S.A.	18,48%	16,72%	16,44%	17,10%	17,54%
GAS NATURAL SDG S.A.	15,83%	17,04%	13,37%	10,67%	10,57%
IBERDROLA S.A.	10,91%	10,34%	9,28%	8,95%	8,87%
RED ELECTRICA COORPORACIÓN S.A.	22,12%	20,29%	19,56%	20,79%	21,88%
Media del Sector	16,84%	16,00%	15,44%	15,61%	14,09%
ABERTIS INFRAESTRUCTURAS S.A.	14,36%	13,98%	13,71%	13,26%	15,71%
INTERNATIONAL CONSOLIDATED AIRLINES GROUP S.A.	8,59%	1,79%	-17,53%	4,83%	14,89%
Media del Sector	11,47%	7,89%	-1,91%	9,04%	15,30%

Fuente: Elaboración propia

Tabla 1.2 Rentabilidad económica

R3 Rentabilidad económica (%)					
NOMBRE	2007	2008	2009	2010	2011
GRIFOLS S.A.	17,60%	21,39%	17,88%	13,18%	7,87%
TECNICAS REUNIDAS S.A.	37,33%	36,44%	27,43%	21,72%	22,87%
REPSOL S.A.	15,62%	14,21%	8,13%	14,49%	8,58%
AMADEUS IT HOLDING S.A.	9,51%	12,77%	10,60%	7,45%	18,53%
Media del Sector	20,01%	21,20%	16,01%	14,21%	14,46%
CBBE	9%	9,00%	8,20%	8,20%	6,90%
DISTRIBUIDORA INTERNACIONAL DE ALIMENTACIÓN S.A.	17,41%	19,84%	11,45%	9,08%	14,50%
INDUSTRIA DE DISEÑO TEXTIL S.A.	35,09%	28,40%	27,25%	32,31%	32,00%
Media del Sector	26,25%	24,12%	19,35%	20,69%	23,25%
CBBE	15,30%	12,00%	12,60%	11,60%	12,20%
ABENGOA S.A.	6,99%	5,42%	7,22%	6,66%	6,77%
ACS, ACTIVIDADES DE CONSTRUCCION Y SERVICIOS S.A.	10,51%	5,87%	4,32%	7,99%	7,55%
ACCIONA S.A.	6,53%	6,73%	2,21%	3,61%	3,50%
FOMENTO DE CONSTRUCCIONES Y CONTRATAS S.A.	9,30%	6,75%	5,18%	5,04%	3,09%
OBRASCON HUARTE LAIN S.A.	9,56%	10,88%	9,14%	8,94%	10,32%
SACYR VALLEHERMOSO S.A.	4,27%	3,67%	-0,31%	4,02%	-2,55%
FERROVIAL S.A.	4,81%	3,65%	3,78%	8,99%	3,63%
Media del Sector	7,42%	6,14%	4,50%	6,46%	4,62%
CBBE	9,80%	7,30%	5,50%	1,80%	3,60%
VISCOFAN S.A.	13,00%	13,90%	19,68%	18,70%	21,47%
ACERINOX S.A.	14,37%	1,99%	-8,77%	7,32%	6,24%
ARCELOR MITTAL S.A.	15,58%	12,72%	-1,31%	3,80%	5,35%
Media del Sector	14,32%	9,54%	3,20%	9,94%	11,02%
CBBE	13,90%	8,90%	4,90%	7,10%	7,20%
MEDIASET ESPAÑA COMUNICACIÓN S.A.	66,73%	47,77%	1,17%	4,11%	9,74%
INDRA SISTEMAS, S.A.	23,78%	17,61%	14,69%	11,94%	12,32%
JAZZTEL PLC	-20,49%	-17,53%	-5,80%	1,61%	7,68%
TELEFONICA S.A.	13,05%	16,95%	15,87%	16,36%	8,94%
Media del Sector	20,77%	16,20%	6,48%	8,50%	9,67%
CBBE	23,50%	24,10%	22,80%	24,70%	22,10%
ENDESA S.A.	10,05%	11,51%	13,74%	15,75%	11,10%
ENAGAS S.A.	11,25%	10,69%	9,65%	8,81%	8,66%
GAS NATURAL SDG S.A.	13,62%	13,73%	9,71%	7,69%	7,70%
IBERDROLA S.A.	9,99%	8,73%	7,20%	7,37%	6,48%
RED ELECTRICA COORPORACIÓN S.A.	9,74%	9,94%	9,57%	9,95%	10,34%
Media del Sector	10,93%	10,92%	9,97%	9,91%	8,86%
CBBE	11,50%	10,40%	8,80%	7,60%	7,10%
ABERTIS INFRAESTRUCTURAS S.A.	8,17%	8,26%	7,55%	7,59%	8,03%
INTERNATIONAL CONSOLIDATED AIRLINES GROUP S.A.	11,83%	3,79%	-11,79%	3,41%	7,51%
Media del Sector	10,00%	6,02%	-2,12%	5,50%	7,77%
CBBE	14,30%	9,40%	7,40%	8,40%	8,60%

Fuente: Elaboración propia

Tabla 1.3 Margen

R4 Margen (%)

NOMBRE	2007	2008	2009	2010	2011
GRIFOLS S.A.	20,97%	25,26%	25,59%	21,70%	15,86%
TECNICAS REUNIDAS S.A.	5,88%	6,55%	6,23%	6,04%	6,21%
REPSOL S.A.	10,60%	9,48%	8,19%	14,46%	8,48%
AMADEUS IT HOLDING S.A.	16,02%	22,83%	22,72%	14,20%	31,42%
Media del Sector	13,37%	16,03%	15,68%	14,10%	15,49%
DISTRIBUIDORA INTERNACIONAL DE ALIMENTACIÓN S.A.	3,45%	5,62%	4,58%	1,50%	2,26%
INDUSTRIA DE DISEÑO TEXTIL S.A.	17,59%	15,71%	15,71%	18,56%	18,65%
Media del Sector	10,52%	10,66%	10,15%	10,03%	10,46%
ABENGOA S.A.	10,19%	10,80%	14,40%	14,20%	13,94%
ACS, ACTIVIDADES DE CONSTRUCCION Y SERVICIOS S.A.	13,43%	15,76%	10,61%	15,30%	9,06%
ACCIONA S.A.	19,80%	16,81%	8,42%	10,67%	10,46%
FOMENTO DE CONSTRUCCIONES Y CONTRATAS S.A.	10,03%	7,84%	6,61%	7,15%	4,73%
OBRASCON HUARTE LAIN S.A.	11,66%	14,46%	13,42%	16,64%	23,22%
SACYR VALLEHERMOSO S.A.	18,68%	17,41%	-1,11%	14,62%	-10,21%
FERROVIAL S.A.	55,80%	62,36%	8,72%	29,81%	13,79%
Media del Sector	19,94%	20,78%	8,72%	15,48%	9,29%
VISCOFAN S.A.	12,30%	12,49%	18,32%	17,67%	19,70%
ACERINOX S.A.	7,94%	1,39%	-9,69%	5,52%	4,53%
ARCELOR MITTAL S.A.	15,03%	11,19%	56,56%	5,20%	5,87%
Media del Sector	11,76%	8,35%	21,73%	9,46%	10,03%
MEDIASET ESPAÑA COMUNICACIÓN S.A.	46,94%	41,21%	1,24%	5,51%	16,47%
INDRA SISTEMAS, S.A.	10,50%	11,72%	11,43%	9,94%	10,24%
JAZZTEL PLC	-34,91%	-22,76%	-5,41%	1,18%	5,03%
TELEFONICA S.A.	20,11%	25,13%	25,57%	28,55%	16,32%
Media del Sector	10,66%	13,83%	8,21%	11,30%	12,01%
ENDESA S.A.	26,98%	26,97%	29,66%	26,60%	17,69%
ENAGAS S.A.	23,11%	37,06%	56,33%	56,08%	55,43%
GAS NATURAL SDG S.A.	16,22%	14,55%	18,25%	15,59%	14,68%
IBERDROLA S.A.	25,45%	24,06%	22,76%	19,66%	17,53%
RED ELECTRICA COORPORACIÓN S.A.	46,17%	47,22%	46,02%	49,72%	51,95%
Media del Sector	27,59%	29,97%	34,61%	33,53%	31,46%
ABERTIS INFRAESTRUCTURAS S.A.	45,01%	48,18%	45,07%	45,89%	47,71%
INTERNATIONAL CONSOLIDATED AIRLINES GROUP S.A.	6,40%	2,37%	-8,93%	2,90%	4,90%
Media del Sector	25,71%	25,28%	18,07%	24,40%	26,31%

Fuente: Elaboración propia

Tabla 1.4 Rotación

R5 Rotación

NOMBRE	2007	2008	2009	2010	2011
GRIFOLS S.A.	0,84	0,85	0,70	0,61	0,50
TECNICAS REUNIDAS S.A.	6,35	5,56	4,40	3,59	3,68
REPSOL S.A.	1,47	1,50	0,99	1,00	1,01
AMADEUS IT HOLDING S.A.	0,59	0,56	0,47	0,52	0,59
Media del Sector	2,31	2,12	1,64	1,43	1,44
DISTRIBUIDORA INTERNACIONAL DE ALIMENTACIÓN S.A.	5,04	3,53	2,50	6,07	6,42
INDUSTRIA DE DISEÑO TEXTIL S.A.	2,00	1,81	1,73	1,74	1,72
Media del Sector	3,52	2,67	2,12	3,91	4,07
ABENGOA S.A.	0,69	0,50	0,50	0,47	0,49
ACS, ACTIVIDADES DE CONSTRUCCION Y SERVICIOS S.A.	0,78	0,37	0,41	0,52	0,83
ACCIONA S.A.	0,33	0,40	0,26	0,34	0,33
FOMENTO DE CONSTRUCCIONES Y CONTRATAS S.A.	0,93	0,86	0,78	0,70	0,65
OBRASCON HUARTE LAIN S.A.	0,82	0,75	0,68	0,54	0,44
SACYR VALLEHERMOSO S.A.	0,23	0,21	0,28	0,27	0,25
FERROVIAL S.A.	0,09	0,06	0,43	0,30	0,26
Media del Sector	0,55	0,45	0,48	0,45	0,47
VISCOFAN S.A.	1,06	1,11	1,07	1,06	1,09
ACERINOX S.A.	1,81	1,43	0,90	1,33	1,38
ARCELOR MITTAL S.A.	1,04	1,14	0,57	0,73	0,91
Media del Sector	1,30	1,23	0,85	1,04	1,13
MEDIASET ESPAÑA COMUNICACIÓN S.A.	1,42	1,16	0,94	0,75	0,59
INDRA SISTEMAS, S.A.	2,26	1,50	1,28	1,20	1,20
JAZZTEL PLC	0,59	0,77	1,07	1,36	1,53
TELEFONICA S.A.	0,65	0,67	0,62	0,57	0,55
Media del Sector	1,23	1,03	0,98	0,97	0,97
ENDESA S.A.	0,37	0,43	0,46	0,59	0,63
ENAGAS S.A.	0,49	0,29	0,17	0,16	0,16
GAS NATURAL SDG S.A.	0,84	0,94	0,53	0,49	0,52
IBERDROLA S.A.	0,39	0,36	0,32	0,38	0,37
RED ELECTRICA COORPORACIÓN S.A.	0,21	0,21	0,21	0,20	0,20
Media del Sector	0,46	0,45	0,34	0,36	0,38
ABERTIS INFRAESTRUCTURAS S.A.	0,18	0,17	0,17	0,17	0,17
INTERNATIONAL CONSOLIDATED AIRLINES GROUP S.A.	1,85	1,60	1,32	1,18	1,53
Media del Sector	1,02	0,88	0,74	0,67	0,85

Fuente: Elaboración propia

Tabla 1.5 Apalancamiento financiero

R6 Apalancamiento Financiero

NOMBRE	2007	2008	2009	2010	2011
GRIFOLS S.A.	1,87	1,86	2,15	1,85	0,86
TECNICAS REUNIDAS S.A.	1,54	1,77	2,16	2,23	1,97
REPSOL S.A.	1,62	1,66	1,64	1,94	1,78
AMADEUS IT HOLDING S.A.	-5,10	-3,16	-8,64	3,94	3,54
Media del Sector	-0,02	0,53	-0,67	2,49	2,03
DISTRIBUIDORA INTERNACIONAL DE ALIMENTACIÓN S.A.	1,10	1,15	1,13	1,51	4,65
INDUSTRIA DE DISEÑO TEXTIL S.A.	1,23	1,25	1,26	1,22	1,15
Media del Sector	1,16	1,20	1,19	1,36	2,90
ABENGOA S.A.	3,28	0,30	4,02	2,76	1,33
ACS, ACTIVIDADES DE CONSTRUCCION Y SERVICIOS S.A.	2,43	1,78	3,12	4,20	3,06
ACCIONA S.A.	2,35	1,74	1,55	1,07	1,08
FOMENTO DE CONSTRUCCIONES Y CONTRATAS S.A.	2,45	1,92	2,68	2,39	0,56
OBRASCON HUARTE LAIN S.A.	2,69	2,78	3,31	2,32	2,39
SACYR VALLEHERMOSO S.A.	-0,17	-3,62	75,79	1,35	25,59
FERROVIAL S.A.	-2,09	-1,66	-5,96	3,27	2,00
Media del Sector	1,56	0,46	12,07	2,48	5,14
VISCOFAN S.A.	1,50	1,44	1,32	1,47	1,39
ACERINOX S.A.	1,38	-0,39	2,11	1,43	1,11
ARCELOR MITTAL S.A.	1,71	1,51	5,21	0,74	0,79
Media del Sector	1,53	0,85	2,88	1,21	1,10
MEDIASET ESPAÑA COMUNICACIÓN S.A.	1,17	0,77	0,65	1,06	1,11
INDRA SISTEMAS, S.A.	1,60	1,80	1,91	1,88	1,75
JAZZTEL PLC	3,50	4,82	3,34	2,28	2,10
TELEFONICA S.A.	2,79	3,04	2,99	3,04	2,46
Media del Sector	2,26	2,61	2,22	2,07	1,85
ENDESA S.A.	2,27	1,81	1,73	1,66	1,45
ENAGAS S.A.	2,42	2,21	2,42	2,75	2,89
GAS NATURAL SDG S.A.	1,59	1,64	1,83	1,85	1,82
IBERDROLA S.A.	1,46	1,54	1,60	1,59	1,63
RED ELECTRICA COORPORACIÓN S.A.	3,36	2,96	2,85	3,00	3,14
Media del Sector	2,22	2,03	2,09	2,17	2,18
ABERTIS INFRAESTRUCTURAS S.A.	2,51	2,42	2,48	2,28	2,59
INTERNATIONAL CONSOLIDATED AIRLINES GROUP S.A.	1,26	0,53	2,37	1,51	1,85
Media del Sector	1,88	1,48	2,43	1,89	2,22

Fuente: Elaboración propia

Tabla 1.6 Efecto fiscal

R7 Efecto Fiscal

NOMBRE	2007	2008	2009	2010	2011
GRIFOLS S.A.	0,71	0,71	0,72	0,73	0,63
TECNICAS REUNIDAS S.A.	0,94	0,95	0,90	0,61	0,87
REPSOL S.A.	0,50	0,59	0,61	0,74	0,63
AMADEUS IT HOLDING S.A.	0,86	0,75	0,73	0,83	0,68
Media del Sector	0,76	0,75	0,74	0,73	0,70
DISTRIBUIDORA INTERNACIONAL DE ALIMENTACIÓN S.A.	0,88	0,76	0,86	0,30	0,53
INDUSTRIA DE DISEÑO TEXTIL S.A.	0,77	0,80	0,76	0,75	0,76
Media del Sector	0,82	0,78	0,81	0,53	0,65
ABENGOA S.A.	0,91	10,88	0,78	1,00	1,19
ACS, ACTIVIDADES DE CONSTRUCCION Y SERVICIOS S.A.	0,71	0,97	0,88	0,85	0,85
ACCIONA S.A.	0,86	0,76	0,79	0,77	0,76
FOMENTO DE CONSTRUCCIONES Y CONTRATAS S.A.	0,60	0,81	0,74	0,80	0,51
OBRASCON HUARTE LAIN S.A.	0,75	0,68	0,64	0,66	0,64
SACYR VALLEHERMOSO S.A.	-0,14	0,69	0,59	1,16	0,75
FERROVIAL S.A.	-0,03	-0,36	0,79	1,05	0,87
Media del Sector	0,52	2,06	0,74	0,90	0,80
VISCOFAN S.A.	0,84	0,85	0,75	0,77	0,79
ACERINOX S.A.	0,68	0,53	0,69	0,61	0,50
ARCELOR MITTAL S.A.	0,80	0,90	-0,04	1,80	0,67
Media del Sector	0,77	0,76	0,47	1,06	0,65
MEDIASET ESPAÑA COMUNICACIÓN S.A.	0,72	0,89	9,47	1,00	0,75
INDRA SISTEMAS, S.A.	0,73	0,74	0,76	0,80	0,78
JAZZTEL PLC	1,00	1,00	1,00	1,00	1,34
TELEFONICA S.A.	0,80	0,72	0,76	0,72	0,95
Media del Sector	0,81	0,84	3,00	0,88	0,95
ENDESA S.A.	0,74	0,75	0,78	0,79	0,72
ENAGAS S.A.	0,68	0,71	0,70	0,71	0,70
GAS NATURAL SDG S.A.	0,73	0,76	0,75	0,75	0,75
IBERDROLA S.A.	0,75	0,77	0,80	0,77	0,84
RED ELECTRICA COORPORACIÓN S.A.	0,67	0,69	0,72	0,70	0,67
Media del Sector	0,72	0,73	0,75	0,74	0,74
ABERTIS INFRAESTRUCTURAS S.A.	0,70	0,70	0,73	0,77	0,76
INTERNATIONAL CONSOLIDATED AIRLINES GROUP S.A.	0,57	0,89	0,63	0,94	1,07
Media del Sector	0,64	0,79	0,68	0,85	0,92

Fuente: Elaboración propia

Tabla 1.7 Endeudamiento remunerado medio

R8 Endeudamiento Remunerado Medio (%)					
NOMBRE	2007	2008	2009	2010	2011
GRIFOLS S.A.	55,11%	54,99%	59,35%	60,44%	67,20%
TECNICAS REUNIDAS S.A.	37,60%	48,68%	54,60%	57,29%	51,33%
REPSOL S.A.	47,39%	49,07%	55,01%	57,04%	56,24%
AMADEUS IT HOLDING S.A.	107,86%	111,18%	107,74%	95,05%	78,27%
Media del Sector	61,99%	65,98%	69,18%	67,45%	63,26%
CBBE	60,00%	55,00%	54,80%	53,10%	52,90%
DISTRIBUIDORA INTERNACIONAL DE ALIMENTACIÓN S.A.	11,98%	15,72%	15,96%	42,36%	82,69%
INDUSTRIA DE DISEÑO TEXTIL S.A.	17,31%	22,13%	20,85%	18,07%	13,69%
Media del Sector	14,65%	18,92%	18,41%	30,21%	48,19%
CBBE	43,40%	48,10%	47,80%	45,90%	46,90%
ABENGOA S.A.	85,72%	88,51%	89,13%	87,96%	88,30%
ACS, ACTIVIDADES DE CONSTRUCCION Y SERVICIOS S.A.	74,84%	76,26%	80,89%	84,39%	84,26%
ACCIONA S.A.	77,02%	79,82%	74,73%	66,37%	70,18%
FOMENTO DE CONSTRUCCIONES Y CONTRATAS S.A.	74,24%	76,83%	80,01%	81,01%	82,28%
OBRASCON HUARTE LAIN S.A.	81,18%	83,42%	82,87%	79,84%	79,93%
SACYR VALLEHERMOSO S.A.	87,10%	87,84%	86,28%	80,16%	79,25%
FERROVIAL S.A.	88,18%	92,26%	89,92%	85,43%	76,40%
Media del Sector	81,18%	83,56%	83,40%	80,74%	80,09%
CBBE	70,10%	73,30%	76,20%	80,20%	80,70%
VISCOFAN S.A.	41,09%	39,29%	39,02%	35,96%	29,72%
ACERINOX S.A.	39,87%	38,63%	42,98%	45,68%	43,71%
ARCELOR MITTAL S.A.	44,94%	44,99%	42,19%	38,32%	38,69%
Media del Sector	41,97%	40,97%	41,39%	39,99%	37,37%
CBBE	45,80%	47,20%	49,00%	46,40%	46,20%
MEDIASET ESPAÑA COMUNICACIÓN S.A.	15,06%	30,62%	43,94%	25,69%	15,84%
INDRA SISTEMAS, S.A.	41,99%	49,88%	52,43%	51,20%	51,51%
JAZZTEL PLC	71,43%	79,26%	70,07%	56,12%	52,38%
TELEFONICA S.A.	75,36%	75,31%	76,02%	73,61%	74,25%
Media del Sector	50,96%	58,77%	60,62%	51,65%	48,50%
CBBE	62,70%	63,10%	67,20%	57,20%	52,90%
ENDESA S.A.	64,11%	59,47%	55,46%	50,07%	47,00%
ENAGAS S.A.	59,58%	59,56%	61,27%	63,42%	64,50%
GAS NATURAL SDG S.A.	48,31%	52,05%	63,88%	66,70%	64,07%
IBERDROLA S.A.	56,87%	58,64%	59,21%	59,51%	61,77%
RED ELECTRICA COORPORACIÓN S.A.	77,23%	73,63%	70,74%	73,12%	74,41%
Media del Sector	61,22%	60,67%	62,11%	62,57%	62,35%
CBBE	49,70%	48,70%	51,20%	52,40%	50,10%
ABERTIS INFRAESTRUCTURAS S.A.	75,72%	76,51%	76,97%	76,60%	78,20%
INTERNATIONAL CONSOLIDATED AIRLINES GROUP S.A.	34,75%	45,46%	51,41%	52,74%	62,82%
Media del Sector	55,23%	60,98%	64,19%	64,67%	70,51%
CBBE	56,30%	56,00%	55,70%	58,60%	59,30%

Fuente: Elaboración propia

Tabla 1.9 Autonomía financiera

R9 Autonomía Financiera (%)

NOMBRE	2007	2008	2009	2010	2011
GRIFOLS S.A.	40,89%	40,78%	35,05%	37,56%	28,69%
TECNICAS REUNIDAS S.A.	15,28%	10,22%	14,15%	12,27%	12,90%
REPSOL S.A.	40,63%	43,25%	37,04%	38,59%	38,28%
AMADEUS IT HOLDING S.A.	-11,48%	-9,78%	-4,99%	14,39%	25,10%
Media del Sector	21,33%	21,12%	20,31%	25,70%	26,24%
DISTRIBUIDORA INTERNACIONAL DE ALIMENTACIÓN S.A.	40,06%	53,82%	57,37%	12,99%	3,16%
INDUSTRIA DE DISEÑO TEXTIL S.A.	59,35%	61,06%	64,43%	65,37%	68,03%
Media del Sector	49,70%	57,44%	60,90%	39,18%	35,60%
ABENGOA S.A.	9,83%	6,41%	9,47%	9,94%	9,19%
ACS, ACTIVIDADES DE CONSTRUCCION Y SERVICIOS S.A.	21,05%	19,41%	14,74%	13,20%	13,02%
ACCIONA S.A.	17,80%	16,43%	30,38%	30,20%	27,77%
FOMENTO DE CONSTRUCCIONES Y CONTRATAS S.A.	18,09%	15,84%	15,16%	15,06%	13,70%
OBRASCON HUARTE LAIN S.A.	12,95%	11,10%	14,24%	18,48%	16,02%
SACYR VALLEHERMOSO S.A.	11,73%	9,68%	14,84%	18,69%	15,64%
FERROVIAL S.A.	10,41%	4,99%	11,25%	15,69%	28,50%
Media del Sector	14,55%	11,98%	15,73%	17,32%	17,69%
VISCOFAN S.A.	52,28%	51,37%	57,81%	59,60%	64,45%
ACERINOX S.A.	51,90%	54,22%	48,44%	45,54%	46,21%
ARCELOR MITTAL S.A.	46,05%	44,55%	51,24%	50,50%	49,62%
Media del Sector	50,08%	50,04%	52,50%	51,88%	53,43%
MEDIASET ESPAÑA COMUNICACIÓN S.A.	61,20%	55,76%	39,72%	69,47%	72,77%
INDRA SISTEMAS, S.A.	31,29%	34,51%	40,63%	35,85%	31,20%
JAZZTEL PLC	20,52%	11,05%	32,62%	33,30%	38,93%
TELEFONICA S.A.	21,59%	19,58%	22,45%	24,41%	21,13%
Media del Sector	33,65%	30,23%	33,85%	40,76%	41,01%
ENDESA S.A.	29,51%	41,25%	37,93%	43,16%	42,65%
ENAGAS S.A.	31,19%	34,85%	30,84%	28,47%	26,68%
GAS NATURAL SDG S.A.	41,68%	39,05%	28,40%	30,06%	32,78%
IBERDROLA S.A.	41,21%	34,48%	38,65%	34,10%	34,61%
RED ELECTRICA COORPORACIÓN S.A.	22,63%	27,82%	28,39%	24,06%	25,26%
Media del Sector	33,24%	35,49%	32,84%	31,97%	32,40%
ABERTIS INFRAESTRUCTURAS S.A.	24,10%	21,51%	23,39%	21,56%	19,41%
INTERNATIONAL CONSOLIDATED AIRLINES GROUP S.A.	33,34%	27,76%	30,74%	35,46%	28,79%
Media del Sector	28,72%	24,63%	27,06%	28,51%	24,10%

Fuente: Elaboración propia

Tabla 1.10 Capacidad de devolución de la deuda

R10 CAPACIDAD DE DEVOLUCION DE LA DEUDA (AÑOS)					
NOMBRE	2007	2008	2009	2010	2011
GRIFOLS S.A.	2,6	2,5	3,6	4,0	10,4
TECNICAS REUNIDAS S.A.	1,1	2,1	2,2	3,3	1,2
REPSOL S.A.	2,0	2,7	4,4	2,9	4,2
AMADEUS IT HOLDING S.A.	6,6	6,6	6,0	6,2	3,0
Media del Sector	3,1	3,5	4,0	4,1	4,7
DISTRIBUIDORA INTERNACIONAL DE ALIMENTACIÓN S.A.	0,5	1,3	1,0	2,6	2,9
INDUSTRIA DE DISEÑO TEXTIL S.A.	0,5	0,6	0,5	0,4	0,3
Media del Sector	0,5	1,0	0,8	1,5	1,6
ABENGOA S.A.	12,7	13,3	11,5	13,0	11,9
ACS, ACTIVIDADES DE CONSTRUCCION Y SERVICIOS S.A.	7,9	24,2	16,8	17,6	13,5
ACCIONA S.A.	17,2	9,3	11,4	11,4	10,4
FOMENTO DE CONSTRUCCIONES Y CONTRATAS S.A.	6,2	7,4	9,2	9,5	14,7
OBRASCON HUARTE LAIN S.A.	7,9	7,7	8,0	9,1	7,3
SACYR VALLEHERMOSO S.A.	18,6	50,3	60,2	24,9	27,2
FERROVIAL S.A.	15,7	23,6	20,7	7,1	12,7
Media del Sector	12,3	19,4	19,7	13,2	14,0
VISCOFAN S.A.	1,9	1,9	1,7	1,3	1,0
ACERINOX S.A.	2,1	8,1	-7,6	4,3	3,9
ARCELOR MITTAL S.A.	2,5	2,9	11,8	5,2	4,0
Media del Sector	2,2	4,3	2,0	3,6	3,0
MEDIASET ESPAÑA COMUNICACIÓN S.A.	0,4	0,8	2,0	1,4	1,2
INDRA SISTEMAS, S.A.	1,8	3,6	2,9	4,2	3,4
JAZZTEL PLC	-117,5	57,2	5,9	2,9	1,8
TELEFONICA S.A.	3,1	2,9	3,2	3,3	4,3
Media del Sector	-28,0	16,1	3,5	2,9	2,7
ENDESA S.A.	4,8	4,4	4,0	2,9	3,6
ENAGAS S.A.	4,1	4,4	5,5	6,1	6,1
GAS NATURAL SDG S.A.	2,9	3,4	7,1	5,6	5,5
IBERDROLA S.A.	6,5	6,9	6,2	6,9	7,2
RED ELECTRICA COORPORACIÓN S.A.	5,4	5,1	5,2	6,0	5,1
Media del Sector	4,7	4,8	5,6	5,5	5,5
ABERTIS INFRAESTRUCTURAS S.A.	6,7	7,4	7,6	7,4	7,0
INTERNATIONAL CONSOLIDATED AIRLINES GROUP S.A.	2,7	9,2	-4,9	17,8	7,8
Media del Sector	4,7	8,3	1,3	12,6	7,4

Fuente: Elaboración propia

Tabla 1.11 PER

PER							
NOMBRE	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
GRIFOLS S.A.	37,15	21,30	17,29	18,89	81,25	35,29	24,15
TECNICAS REUNIDAS S.A.	23,41	7,39	14,97	24,93	11,52	14,40	
REPSOL S.A.	9,34	7,19	14,63	5,43	18,27	10,29	10,26
AMADEUS IT HOLDING S.A.				111,04	12,33	21,47	
Media del Sector	23,30	11,96	15,63	40,07	30,84	20,36	17,21
DISTRIBUIDORA INTERNACIONAL DE ALIMENTACIÓN S.A.					22,92	23,05	
INDUSTRIA DE DISEÑO TEXTIL S.A.	20,81	15,43	20,43	20,05	20,37	25,07	22,19
Media del Sector	20,81	15,43	20,43	20,05	21,64	24,06	22,19
ABENGOA S.A.							
ACS, ACTIVIDADES DE CONSTRUCCION Y SERVICIOS S.A.	40,06	52,96	16,08	8,54	7,42		10,08
ACCIONA S.A.	14,92	23,18	39,19	19,41	19,64	12,27	22,06
FOMENTO DE CONSTRUCCIONES Y CONTRATAS S.A.	8,92	8,61	12,12	7,49	19,16		
OBRASCON HUARTE LAIN S.A.	14,30	5,72	11,38	11,57	25,86		8,45
SACYR VALLEHERMOSO S.A.	9,28	2,37		6,82	5,71		10,12
FERROVIAL S.A.	335,07	182,56		2,07	17,14	12,63	
Media del Sector	70,43	45,90	19,69	9,32	15,82	12,45	12,68
VISCOFAN S.A.	13,90	12,21	12,54	16,08	13,19	17,00	16,08
ACERINOX S.A.	13,38	9,02		26,16	32,66		
ARCELOR MITTAL S.A.	9,90	3,31	292,77	16,75	15,75		18,39
Media del Sector	12,39	8,18	152,66	19,66	20,53	17,00	17,23
MEDIASET ESPAÑA COMUNICACIÓN S.A.	11,94	8,58	50,26	47,85	15,98	64,54	44,97
INDRA SISTEMAS, S.A.	20,29	14,21	13,55	11,02	8,84	12,67	
JAZZTEL PLC				118,33	17,80	24,01	23,23
TELEFONICA S.A.	11,53	9,45	11,11	7,33	10,86	10,84	
Media del Sector	14,59	10,75	24,97	46,13	13,37	28,01	34,10
ENDESA S.A.	18,28	13,26	7,39	4,95	7,58	9,23	
ENAGAS S.A.	20,03	14,35	12,34	10,68	9,36	11,65	11,16
GAS NATURAL SDG S.A.	18,58	8,12	10,76	8,84	9,54	10,61	
IBERDROLA S.A.	17,84	10,09	11,29	9,86	9,30	9,23	
RED ELECTRICA COORPORACIÓN S.A.	23,89	16,98	15,84	12,27	9,75	11,37	10,98
Media del Sector	19,72	12,56	11,53	9,32	9,11	10,42	11,07
ABERTIS INFRAESTRUCTURAS S.A.	18,60	13,12	15,33	15,87	13,64	10,64	
INTERNATIONAL CONSOLIDATED AIRLINES GROUP S.A.				58,52	5,67		29,89
Media del Sector	18,60	13,12	15,33	37,19	9,66	10,64	29,89

Fuente: Elaboración propia

Tabla 1.11 Precio valor contable (PVC)

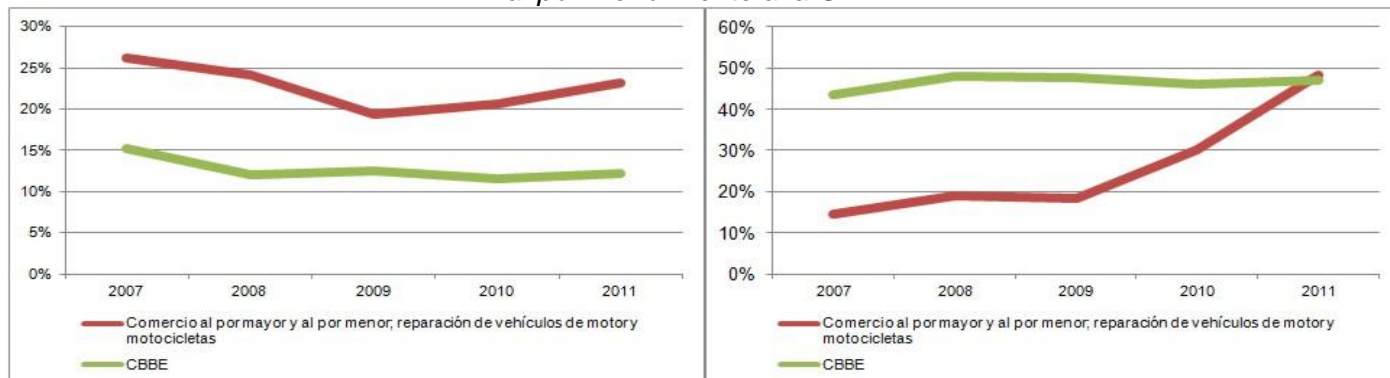
PVC

NOMBRE	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
GRIFOLS S.A.	18,46	9,85	8,05	5,11	6,99		4,42
TECNICAS REUNIDAS S.A.	12,03	5,49	8,21	9,31	5,14		
REPSOL S.A.	2,10	1,22	1,74	1,53	1,66	0,89	0,71
AMADEUS IT HOLDING S.A.							
Media del Sector	10,86	5,52	6,00	5,31	4,60	0,89	2,57
DISTRIBUIDORA INTERNACIONAL DE ALIMENTACIÓN S.A.							
INDUSTRIA DE DISEÑO TEXTIL S.A.	6,42	4,24	5,19	5,58	5,56	7,96	7,26
Media del Sector	6,42	4,24	5,19	5,58	5,56	7,96	7,26
ABENGOA S.A.							
ACS, ACTIVIDADES DE CONSTRUCCION Y SERVICIOS S.A.	53,15	5,38	3,89	4,04	2,63		
ACCIONA S.A.	5,34		1,36	0,79	0,90	0,69	0,46
FOMENTO DE CONSTRUCCIONES Y CONTRATAS S.A.							
OBRASCON HUARTE LAIN S.A.	5,58	6,53	3,92	4,73	2,23	1,45	1,15
SACYR VALLEHERMOSO S.A.	3,75	1,02	0,91	0,53	0,71	0,83	0,68
FERROVIAL S.A.	7,11	3,87		20,90	1,42	2,04	
Media del Sector	14,99	4,20	2,52	6,20	1,58	1,25	0,76
VISCOFAN S.A.	2,24	2,21	2,44	3,36	3,09	3,70	3,17
ACERINOX S.A.	1,95	1,46	2,25	1,88	1,49		
ARCELOR MITTAL S.A.	2,50	0,79	1,50	1,16	0,67		0,39
Media del Sector	2,23	1,49	2,06	2,13	1,75	3,70	1,78
MEDIASET ESPAÑA COMUNICACIÓN S.A.	10,58	7,21	24,85	5,47	2,84	2,34	1,82
INDRA SISTEMAS, S.A.	14,35	10,12	7,55	6,61	9,00	9,17	
JAZZTEL PLC	4,30	5,91	3,85	4,70	3,92	4,64	3,97
TELEFONICA S.A.							
Media del Sector	9,74	7,75	12,08	5,59	5,25	5,38	2,90
ENDESA S.A.	4,19	2,19	2,96	1,73	1,23	1,06	
ENAGAS S.A.	3,64	2,65	2,39	2,10	1,89		2,12
GAS NATURAL SDG S.A.	4,02	1,80	38,95	65,78	7,68	5,18	
IBERDROLA S.A.	4,44	5,27	3,99	2,61	2,08	1,65	
RED ELECTRICA COORPORACIÓN S.A.	4,87	3,63	3,64	2,92	2,48		2,55
Media del Sector	4,23	3,11	10,39	15,03	3,07	2,63	2,33
ABERTIS INFRAESTRUCTURAS S.A.							
INTERNATIONAL CONSOLIDATED AIRLINES GROUP S.A.			1,19	2,69	0,89		1,39
Media del Sector	0,00	0,00	1,19	2,69	0,89	0,00	1,39

Fuente: Elaboración propia

ANEXO IV: Comparativa nacional e internacional del Sector Comercio al por mayor y al por menor con las Bases de Datos CBBE y BACH

Gráfico: Rentabilidad económica y endeudamiento remunerado medio del sector Comercio al por mayor y al por menor frente a la CBBE



Fuente: Elaboración propia

En la gráfica anterior, se comparan los ratios de rentabilidad económica y endeudamiento remunerado medio, respectivamente, del sector Comercio al por mayor y al por menor con los valores obtenidos para esos mismo ratios en la base de datos del Banco de España (CBBE). Como podemos observar, en el primer caso, la rentabilidad económica presenta una ligera convergencia entre los años 2007 y 2009, momento a partir del cual, los valores empiezan a divergir. En el segundo caso, el comportamiento es diferente, puesto que se mueven a la par hasta el año 2009 y, a partir de entonces, empiezan un proceso de convergencia que culmina en 2011, momento en el cual se puede apreciar cómo el sector supera ligeramente a los datos recogidos por la CBBE.

Ratios	BACH vs Sector					BACH vs INDITEX				
	2007	2008	2009	2010	2011	2007	2008	2009	2010	2011
Rentabilidad financiera después de impuestos	Q2	Q2	Q2	Q2	Q3	Q3	Q3	Q3	Q3	Q3
Rentabilidad económica	Q3	Q3	Q3	Q3	Q3	Q3	Q3	Q3	Q3	Q3
Margen	Q3	Q3	Q3	Q3	Q3	Q3	Q3	Q3	Q3	Q3
Rotación	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Autonomía financiera	Q3	Q3	Q3	Q2	Q2	Q3	Q3	Q3	Q3	Q3

En la tabla adjunta, se compara los ratios de rentabilidad financiera y económica, margen y rotación, y autonomía financiera del sector de Comercio al por mayor y al por menor y de la empresa INDITEX con los valores obtenidos acerca del mismo a nivel internacional, gracias a la base de datos BACH. Como podemos observar, en el caso del sector, se enmarca en la inmensa mayoría de los ratios, dentro del 25% de los mejores situados, a excepción de la rentabilidad financiera hasta el ejercicio 2011 y la autonomía financiera a partir del 2010, que lo sitúa por encima de la mediana. Sin embargo, INDITEX forma parte de los 25% mejores en todos los ratios y para todo el período objeto de estudio, superando a su sector en los ratios de rentabilidad y autonomía financieras.

ANEXO V: Análisis técnico de INDITEX



Fuente: Elaboración propia a partir de la plataforma de negociación de Activo Trade

En el gráfico adjunto, expresado en velas semanales, se observa un canal alcista a largo plazo que va desde 2008 a mediados de 2012, momento en el que la cotización rompe al alza para llegar a la resistencia que se fija en torno a los 109 euros de cotización.

Actualmente, se encuentra cotizando sobre los 97 euros, en lo que parece una corrección de las subidas anteriores, o bien, en una reversión al canal alcista iniciado en 2008.

El *Relative Strength Index* (RSI) no parece indicar síntomas de sobre-compra o sobre-venta, por lo que podemos esperar unos movimientos laterales en la cotización de la acción a medio plazo. En cuanto a las bandas de *Bollinger*, la cotización está tocando la banda inferior lo que nos puede indicar, en este caso, una señal de compra, ya que la tendencia es claramente alcista.