
Universidad de Oviedo



Centro Internacional de Postgrado

Máster en Sistemas de Información y Análisis Contable, SIAC

2013/2014

Trabajo Fin de Máster

ANÁLISIS DE LOS ESTADOS FINANCIEROS

CASO PRÁCTICO: ZARA ESPAÑA S.A. Y ADOLFO DOMÍNGUEZ S.A.

Bruno García-Riestra Álvarez

Oviedo, julio 2014

Índice

1. Introducción	4
2. Empresas a analizar	4
3. Estados Financieros. Análisis horizontal y vertical.....	6
4. Análisis de rentabilidad	20
4.1. Rentabilidad económica.....	20
4.2. Rentabilidad financiera.....	21
5. Análisis de liquidez	22
5.1. Ratio de solvencia a corto plazo.....	22
5.2. Prueba del ácido	23
5.3. Ratio de tesorería.....	24
6. Análisis de solvencia a largo plazo.....	25
6.1. Garantía	25
6.2. Ratio de estabilidad	25
6.3. Ratio de endeudamiento	26
6.4. Calidad de la deuda	26
6.5. Cobertura de gastos financieros	27
7. Conclusiones.....	28
8. Bibliografía	30

1. Introducción

Este trabajo analiza el caso de dos empresas gallegas del mismo sector, el textil, fundadas en los años setenta, que históricamente han registrado beneficios de varios millones de euros, y cuya situación actual, especialmente en los últimos cinco años debido a la crisis económica, presenta grandes diferencias. Mientras que una empresa, Zara España S.A., se encuentra en una situación favorable en el mercado y la crisis no ha tenido un impacto negativo relevante en sus cuentas, la otra, Adolfo Domínguez S.A., está pasando por un periodo muy delicado.

2. Empresas a analizar

Zara España S.A. es una sociedad anónima constituida el 24 de mayo de 1974, se dedica, de acuerdo con CNAE 2009, principalmente al comercio al por menor de prendas de vestir en establecimientos especializados, y también al comercio al por mayor de prendas de vestir y calzado. Está presidida por Carlos Mato López y su director ejecutivo es Antonio Gerardo Abril Abadín.

La empresa pertenece al grupo Inditex, grupo multinacional español de fabricación y distribución textil, y es la gran referencia en el sector a nivel mundial, debido a una serie de claves como: ofrecer las últimas tendencias a un precio diseño asequible, la creación de un modelo de producción propio basado en la fabricación de prendas en función de la demanda, en una autonomía de cada tienda para elegir su oferta dentro de un catálogo muy amplio, etc. Para adecuar la comparativa con la otra empresa del análisis, se ha elegido Zara España S.A. y no Inditex.

Adolfo Domínguez S.A. es una sociedad anónima constituida el 9 de marzo de 1989, se dedica, de acuerdo con CNAE 2009, principalmente al comercio al por menor de prendas de vestir en establecimientos especializados, y también a: otro comercio al por menor en establecimientos no especializados, comercio al por menor de textiles en establecimientos especializados, y a la confección de otras prendas de vestir exteriores. Está presidida por Adolfo Domínguez Fernández y su director ejecutivo es Estanislao Carpio Martínez.

El último año en que la Empresa presentó un resultado neto positivo fue en 2009, cuando rozó los 5 millones de euros. Desde entonces, a diferencia de Zara España S.A., se encuentra en números rojos al haberse visto fuertemente afectada por la crisis económica, y especialmente, por la caída del consumo en el mercado español. Ya en 2009 tuvo un ejercicio turbulento, lo que la llevó a reestructurar todo el proceso de producción y distribución, cerrando todos los puntos de venta sin viabilidad en las

nuevas circunstancias, en total 67. Aun así, se abrieron 57 tiendas, por lo que la reducción neta fue solo de 10 tiendas. (*Adolfo Domínguez, Informe Anual, 2009, pp. 8-9*).

En 2010 redobló esfuerzos para seguir abriendo tiendas en el exterior (Colombia, Venezuela, Brasil, Bolivia, Honduras, República Dominicana, Turquía, Líbano e India) y para aumentar su presencia en México y China. En palabras del propio Adolfo Domínguez, esta expansión internacional de al menos 30 puntos de venta mediante franquicias será la que aporte mayor crecimiento, ya que es un modelo basado en una menor financiación. (*Adolfo Domínguez, Informe Anual, 2010, pp. 6-7*).

Al año siguiente, 2011, la Empresa siguió con su plan de internacionalización, teniendo presencia en 38 países y 4 continentes, apostando fuerte por Latinoamérica, Oriente Medio y Asia, y las ventas en Europa a través de su tienda online. El objetivo marcado en ese ejercicio fue el de aumentar sus ingresos extranjeros en los próximos dos o tres años, que en 2011 representaban el 34% del total de ingresos, de manera que pasasen a representar el 50%. En esa línea de “mirar al exterior”, la Compañía cerró el ejercicio 2011 con la apertura de 72 establecimientos en mercados internacionales, en su mayoría, como el año anterior, en régimen de franquicia. Adicionalmente, se empezó a desarrollar un plan de adecuación de la estructura de costes a la situación de ese momento, que incluyó, entre otros, el estudio de la viabilidad de algunos de sus puntos de venta en España. Además, en abril de 2011 se propuso la aplicación de una serie de medidas laborales que fueron refrendadas por más del 70% de los trabajadores afectados. Dicho plan aprobado recogía la aplicación de un procedimiento de extinción de contratos en su sede central, donde más del 70% de los afectados serían bajas voluntarias. También se acordó que el resto de la plantilla se viese afectada por una variación salarial que podía llegar hasta el 15% para los trabajadores que se encontrasen en la parte alta de la tabla salarial. Adolfo Domínguez rectificó a principios del 2013, y no bajó los sueldos para así mantener el talento (*Agencias Madrid, 2013*). (*Adolfo Domínguez, Informe Anual, 2011, pp. 8-9*).

En 2012 se ha seguido haciendo hincapié en continuar creciendo en mercados con potencial de desarrollo con el objetivo de replicar casos de éxito como los de México y Japón. Las ventas totales del grupo fuera de España y Portugal ya representan un 36,7% del total, un 28,1% del total de los ingresos. Unas cifras que suponen un incremento del 13,8% respecto a las registradas en el ejercicio anterior. Para dotar de estabilidad financiera a la sociedad y permitir llevar a cabo este plan de negocio, acordó con la banca la refinanciación su deuda bancaria, 31,6 millones de euros, a través de

contratos bilaterales que demorarán el pago de 14,2 millones durante siete años, la devolución de otros 10 millones se extenderán durante un lustro y la renovación pólizas de crédito por importe de 4,4 millones (*Fernández Lago, 2012*). En cuanto a la tienda online, tras cosechar una positiva evolución de sus ventas en una primera fase centrada en España y Portugal, enfocó sus recursos sobre el mercado europeo, llegando a 20 países. Paralelamente, la Compañía hizo un ejercicio de reflexión interna respecto a su presencia en el mercado doméstico, provocando el cierre de aquellos establecimientos no estratégicos en los que no se preveía generar un EBITDA positivo a corto o medio plazo. Por último, el Grupo continuó haciendo una política agresiva de contención de gastos que seguirá en el futuro. (*Adolfo Domínguez, Informe Anual, 2012, pp. 6-7*).

3. Estados Financieros. Análisis horizontal y vertical

El análisis parte de datos recogidos en dos de los Estados Financieros, el Balance y la Cuenta de Pérdidas y Ganancias, ambos sacados del Sistema de Análisis de Balances Ibéricos (SABI).

El **Balance** es un estado contable de naturaleza estática, es decir, hace referencia a un momento concreto en el tiempo, y presenta una relación de los elementos que componen la estructura financiera y económica de la empresa. Representa la relación patrimonial de la compañía y muestra la relación de partidas, junto con los correspondientes importes monetarios, que informan de las diferentes formas que tiene la empresa para obtener los recursos con los que poder financiar la estructura económica, es decir, las inversiones. (*Archel Domench, 2003, p. 47*).

El activo es el conjunto de bienes, derechos y otros recursos controlados económicamente por la empresa resultante de sucesos pasados y de los que espera obtener beneficios el futuro, y está ordenado de menor a mayor liquidez. El patrimonio neto está formado por los fondos propios (formados por el capital, las reservas y el resultado), los ajustes por cambio de valor y las subvenciones, donaciones y legados. El pasivo es el conjunto de obligaciones que tiene la empresa, y aparecen ordenados de menor a mayor exigibilidad.

La **Cuenta de Pérdidas y Ganancias** es un estado contable de naturaleza dinámica, es decir, hace referencia a un periodo de tiempo, y recopila las fuentes de ingresos y gastos, debidamente clasificados, ocurridos en la entidad económica. Se trata, por tanto, de un estado de flujos económicos que explica el resultado obtenido por la empresa en el periodo de referencia. En la determinación del resultado intervienen dos magnitudes, gastos e ingresos, sujetos a un proceso de estimación, valoración e imputación que condicionan la cifra del resultado obtenido, circunstancia que ha llevado a varios autores

a advertir acerca de la relatividad de la cifra del mismo dado que pueden presentarse distintos resultados de una misma empresa en función de la medición y periodificación utilizados (*Archel Domench, 2003, p. 85*).

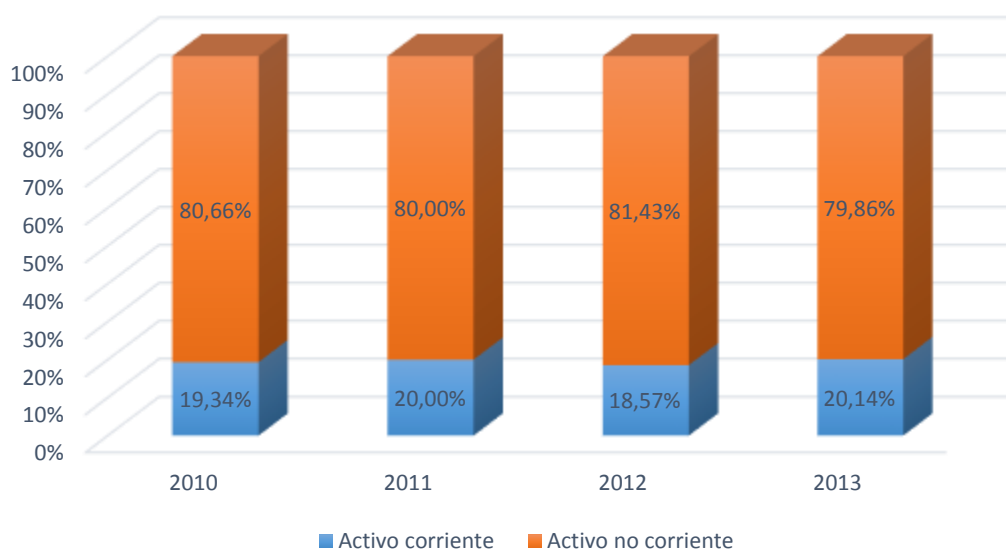
Primeramente está el resultado de explotación o beneficio antes de intereses e impuestos (BAII), calculado a partir del importe neto de la cifra de negocios, aprovisionamientos, otros ingresos de explotación, gastos de personal, otros gastos de explotación, imputación de subvenciones de inmovilizado no financiero y otras, y por el deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado. A este resultado se le suman y restan los ingresos y gastos financieros respectivamente, obteniendo así el beneficio antes de impuestos (BAI). Una vez restado a este el impuesto sobre beneficios se obtiene el resultado del ejercicio procedente de operaciones continuadas. Por último, para obtener el resultado del ejercicio o neto, se debe sumar el resultado del ejercicio procedente de operaciones interrumpidas.

Los Estados Financieros pueden ser analizados mediante el análisis vertical y horizontal.

El **análisis vertical** determina el peso proporcional (en porcentaje) que tiene cada partida dentro del estado financiero analizado, permitiendo conocer la estructura y composición del mismo. Este análisis es de gran importancia para determinar si una empresa tiene una distribución de sus activos equitativa y de acuerdo a las necesidades financieras y operativas. Estos porcentajes ya han sido añadidos en el Balance y en Pérdidas y Ganancias.

El **análisis horizontal** determina la variación absoluta o relativa que ha sufrido cada partida de los Estados Financieros en un ejercicio con respecto a otro, permitiendo conocer cuál fue el crecimiento o disminución de una partida en un periodo determinado. En este análisis se han tomado como base los resultados de las partidas en 2010, estudiando la evolución de los mismos en los años posteriores. A diferencia de los porcentajes verticales, en el Balance y en Pérdidas y Ganancias mostrados a continuación no aparecen los porcentajes horizontales, los cuales se podrán ver en una tabla adjunta.

Figura 3.1: Estructura económica, Zara España S.A.

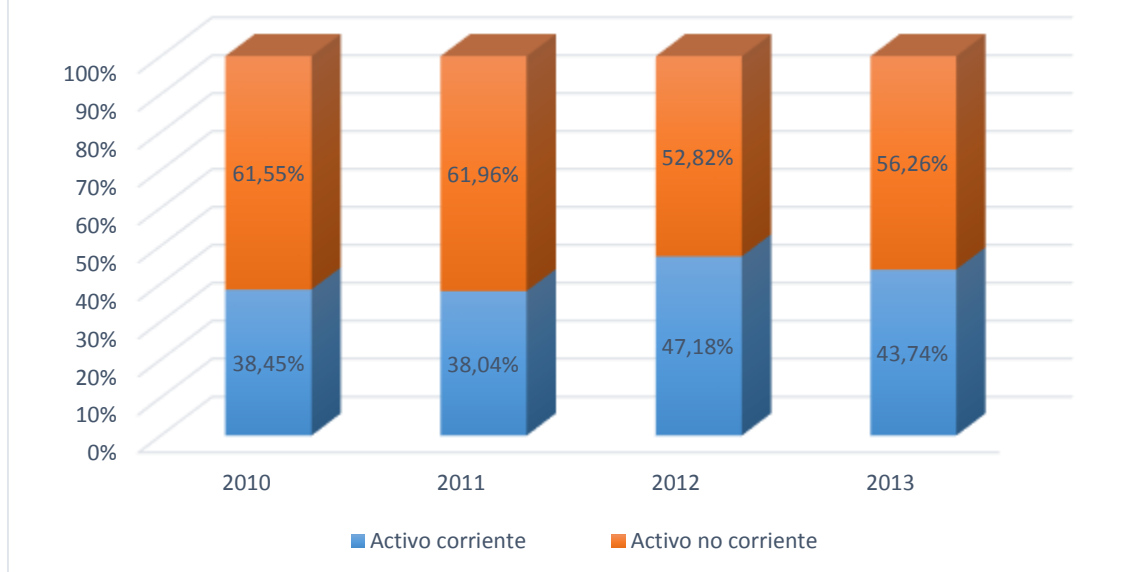


Zara España S.A., cuentas no consolidadas (euros)

Zara España S.A.	31/01/2010	31/01/2011	31/01/2012	31/01/2013
Activo no corriente	455.447.425	424.548.264	386.163.618	383.995.267
	80,66%	80,00%	81,43%	79,86%
Inmovilizado inmaterial	14.491.406	13.336.336	11.413.495	11.083.436
	2,57%	2,51%	2,41%	2,31%
Inmovilizado material	397.418.844	366.729.798	330.595.042	333.994.539
	70,39%	69,10%	69,71%	69,46%
Otros activos fijos	43.537.175	44.482.130	44.155.081	38.917.292
	7,71%	8,38%	9,31%	8,09%
Activo corriente	109.188.016	106.166.686	88.075.168	96.814.914
	19,34%	20,00%	18,57%	20,14%
Existencias	78.534.349	84.548.801	75.237.393	81.677.853
	13,91%	15,93%	15,86%	16,99%
Deudores	7.563.594	7.554.902	3.262.052	4.760.480
	1,34%	1,42%	0,69%	0,99%
Tesorería y otros activos líquidos	23.090.073	14.062.983	9.575.723	10.376.581
	4,09%	2,65%	2,02%	2,16%
Total activo	564.635.441	530.714.950	474.238.786	480.810.181

La estabilidad de la que goza Zara España S.A. se ve reflejada en la similitud de su estructura en todos los años. La Sociedad mantiene una política en la que su activo corriente representa una parte muy pequeña del activo, alrededor del 20% del total. Así, las infraestructuras y demás partidas del inmovilizado material tienen un peso muy alto en la estructura económica de la empresa, representando un 80% de la misma.

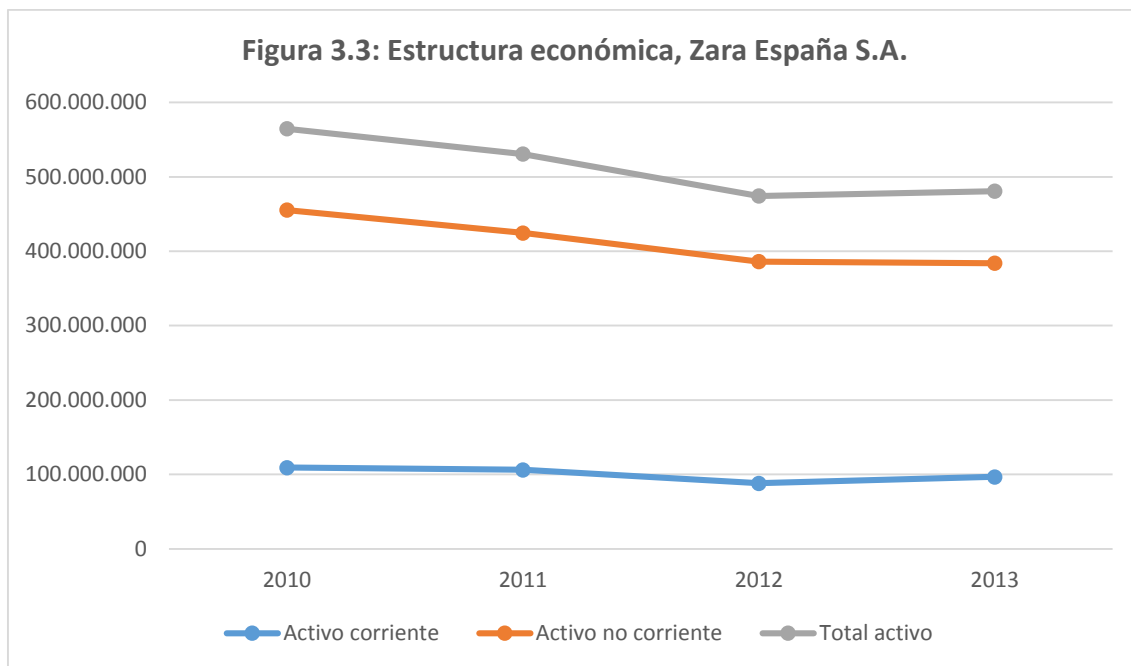
Figura 3.2: Estructura económica, Adolfo Domínguez S.A.



Adolfo Domínguez S.A., cuentas no consolidadas (euros)

Adolfo Domínguez S.A.	28/02/2010	28/02/2011	29/02/2012	28/02/2013
Activo no corriente	109.700.475	106.699.163	93.618.689	82.616.891
	61,55%	61,96%	52,82%	56,26%
Inmovilizado inmaterial	1.686.020	2.302.142	1.999.750	759.120
	0,95%	1,34%	1,13%	0,52%
Inmovilizado material	77.614.904	72.893.545	54.728.822	33.789.257
	43,55%	42,33%	30,88%	23,01%
Otros activos fijos	30.399.551	31.503.476	36.890.117	48.068.514
	17,06%	18,29%	20,81%	32,73%
Activo corriente	68.517.302	65.499.985	83.628.069	64.236.114
	38,45%	38,04%	47,18%	43,74%
Existencias	37.748.324	35.385.971	45.776.085	34.654.809
	21,18%	20,55%	25,83%	23,60%
Deudores	18.446.025	14.782.933	29.736.510	13.223.957
	10,35%	8,58%	16,78%	9,00%
Tesorería y otros activos líquidos	12.322.953	15.331.081	8.115.474	16.357.348
	6,91%	8,90%	4,58%	11,14%
Total activo	178.217.777	172.199.148	177.246.758	146.853.005

Comparativamente, Adolfo Domínguez S.A. presenta un mayor peso de sus activos corrientes, siendo del 38% en 2010 y 2011 y 43% en el 2013. En 2012, en el que se tomó la decisión de cerrar aquellos establecimientos no estratégicos en los que no se preveía generar un EBITDA positivo a corto o medio plazo, se ve una disminución del peso del activo no corriente en el total, que de 47,18% pasa a 43,74%.

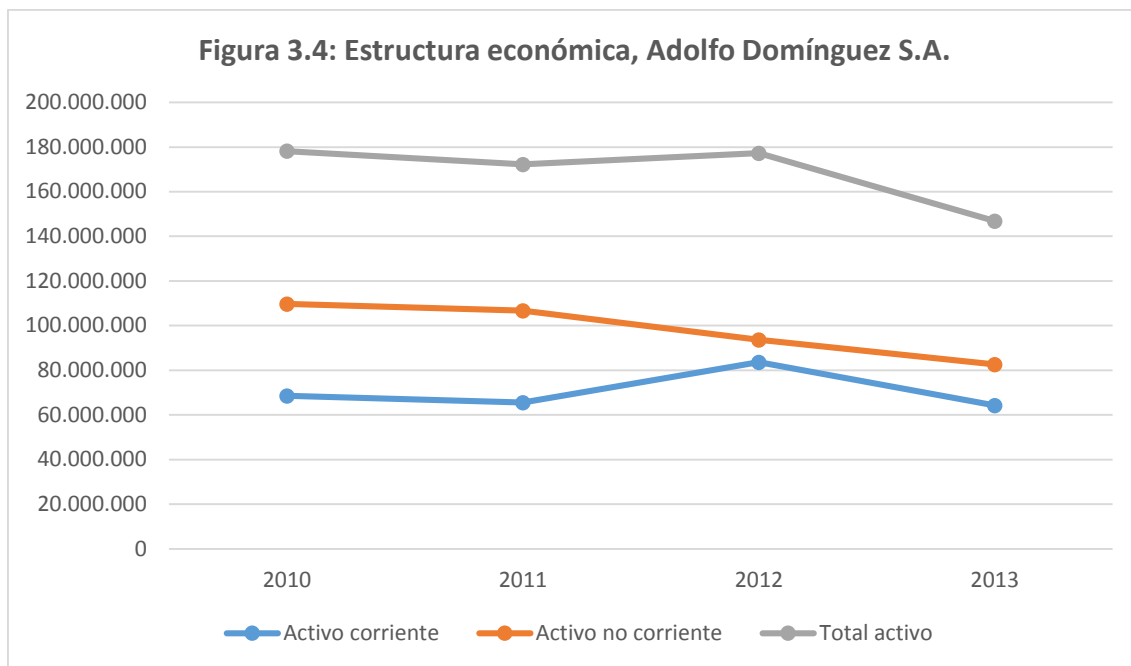


Zara España S.A.	31/01/2010	31/01/2011	% respecto 2010
Activo no corriente	455.447.425	424.548.264	-6,78%
Activo corriente	109.188.016	106.166.686	-2,77%
Total activo	564.635.441	530.714.950	-6,01%

Zara España S.A.	31/01/2012	% respecto 2010	31/01/2013	% respecto 2010
Activo no corriente	386.163.618	-15,21%	383.995.267	-15,69%
Activo corriente	88.075.168	-19,34%	96.814.914	-11,33%
Total activo	474.238.786	-16,01%	480.810.181	-14,85%

El total del activo y el activo no corriente de Zara España S.A. han venido sufriendo una disminución progresiva con respecto a 2010, si bien en el último año han aumentado ligeramente con respecto a 2012.

En cambio, el activo corriente sufrió una fuerte caída en 2012, un 19,34% por debajo con respecto a 2010, pero en el ejercicio siguiente se recuperó, aumentando hasta situarse un 11,33% por debajo con respecto a 2010.



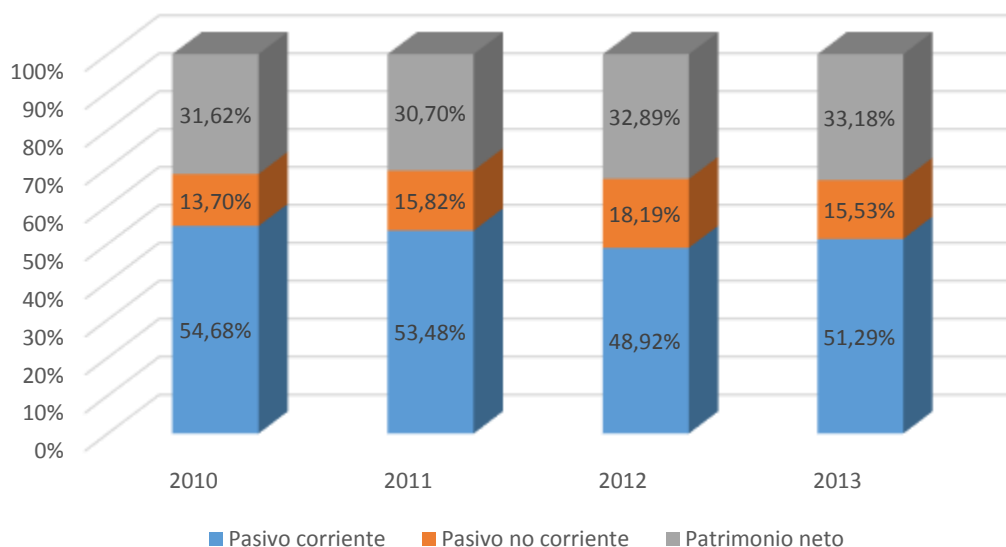
Adolfo Domínguez S.A.	28/02/2010	28/02/2011	% respecto 2010
Activo no corriente	109.700.475	106.699.163	-2,74%
Activo corriente	68.517.302	65.499.985	-4,40%
Total activo	178.217.777	172.199.148	-3,38%

Adolfo Domínguez S.A.	29/02/2012	% respecto 2010	28/02/2013	% respecto 2010
Activo no corriente	93.618.689	-14,66%	82.616.891	-24,69%
Activo corriente	83.628.069	22,05%	64.236.114	-6,25%
Total activo	177.246.758	-0,54%	146.853.005	-17,60%

El total del activo y el activo no corriente de Adolfo Domínguez S.A. presentan una evolución similar a la de Zara España S.A., excepto que en el último ejercicio no se han conseguido recuperar, han seguido disminuyendo, siendo una causa de esto la decisión de cerrar las tiendas españolas no estratégicas.

El activo corriente ha sufrido una evolución contraria a la de Zara España S.A., ya que en 2012 creció con respecto a 2010 en un 22,05%, y luego al año siguiente, en 2013, cayó hasta un 6,25% con respecto a 2010.

Figura 3.5: Estructura financiera, Zara España S.A.

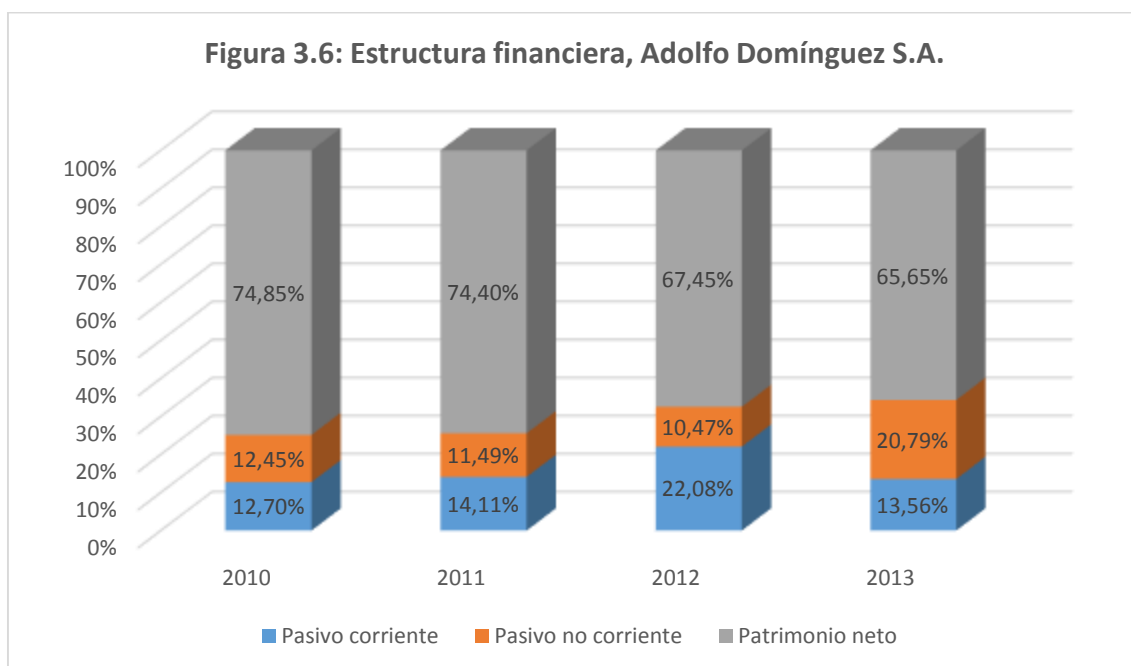


Zara España S.A., cuentas no consolidadas (euros)

Patrimonio neto	178.518.000	162.944.477	155.968.993	159.529.619
	31,62%	30,70%	32,89%	33,18%
Capital suscrito	1.534.174	1.534.174	1.534.174	1.534.174
	0,27%	0,29%	0,32%	0,32%
Otros fondos propios	176.983.826	161.410.303	154.434.819	157.995.445
	31,34%	30,41%	32,56%	32,86%
Pasivo no corriente	77.365.911	83.952.291	86.283.658	74.654.722
	13,70%	15,82%	18,19%	15,53%
Acreeedores L/P	532.685	583.580	583.580	642.848
	0,09%	0,11%	0,12%	0,13%
Otros pasivos fijos	76.833.226	83.368.711	85.700.078	74.011.874
	13,61%	15,71%	18,07%	15,39%
Pasivo corriente	308.751.530	283.818.182	231.986.135	246.625.840
	54,68%	53,48%	48,92%	51,29%
Deudas financieras	1.860	4.831	4.654	5.271
	0,001%	0,001%	0,001%	0,001%
Acreeedores comerciales	9.073.818	8.780.148	9.082.447	9.388.318
	1,61%	1,65%	1,92%	1,95%
Otros pasivos líquidos	299.675.852	275.033.203	222.899.034	237.232.251
	54,68%	53,48%	48,92%	49,34%
Total pasivo y patrimonio neto	564.635.441	530.714.950	474.238.786	480.810.181

Zara España S.A. consigue, al igual que con su estructura económica, mantener las proporciones de su estructura financiera a lo largo de los 4 años, así, el peso de las tres variables sobre el total apenas varía en dicho periodo.

Predominan las deudas a corto plazo, rondando el 50%, situándose en segundo lugar el patrimonio neto, con un 30% aproximadamente.

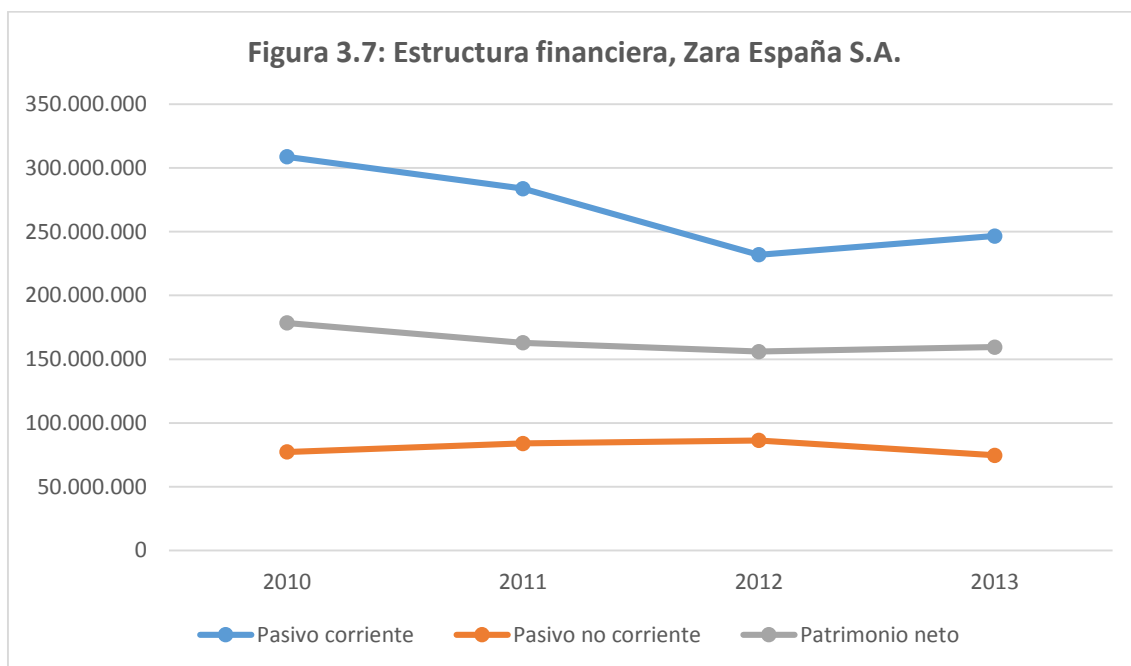


Adolfo Domínguez S.A., cuentas no consolidadas (euros)

	133.399.869	128.112.533	119.546.266	96.409.629
Patrimonio neto	133.399.869	128.112.533	119.546.266	96.409.629
	74,85%	74,40%	67,45%	65,65%
Capital suscrito	5.488.061	5.488.061	5.488.061	5.565.665
	3,08%	3,19%	3,10%	3,79%
Otros fondos propios	127.911.808	122.624.472	114.058.205	90.843.964
	71,77%	71,21%	64,35%	61,86%
Pasivo no corriente	22.188.717	19.786.412	18.560.115	30.524.867
	12,45%	11,49%	10,47%	20,79%
Acreeedores L/P	21.764.875	19.447.088	18.252.591	30.292.169
	12,21%	11,29%	10,30%	20,63%
Otros pasivos fijos	423.842	339.324	307.524	232.698
	0,24%	0,20%	0,17%	0,16%
Pasivo corriente	22.629.191	24.300.203	39.140.377	19.918.509
	12,70%	14,11%	22,08%	13,56%
Deudas financieras	2.563.252	7.386.895	15.703.018	2.576.579
	1,44%	4,29%	8,86%	1,75%
Acreeedores comerciales	5.971.639	5.207.002	6.569.089	4.857.889
	3,35%	3,02%	3,71%	3,31%
Otros pasivos líquidos	14.094.300	11.706.306	16.868.270	12.484.041
	7,91%	6,80%	9,52%	8,50%
Total pasivo y patrimonio neto	178.217.777	172.199.148	177.246.758	146.853.005

Comparativamente, Adolfo Domínguez S.A. mantiene una estructura financiera muy diferente, ya que predomina el patrimonio neto con tres cuartas partes del total en 2010 y 2011, bajando hasta un 65% en los dos años siguientes.

En 2013 se ve claramente reflejada la refinanciación de su deuda alcanzada ese año, logrando la conversión de pasivos a corto plazo en pasivos a largo plazo.

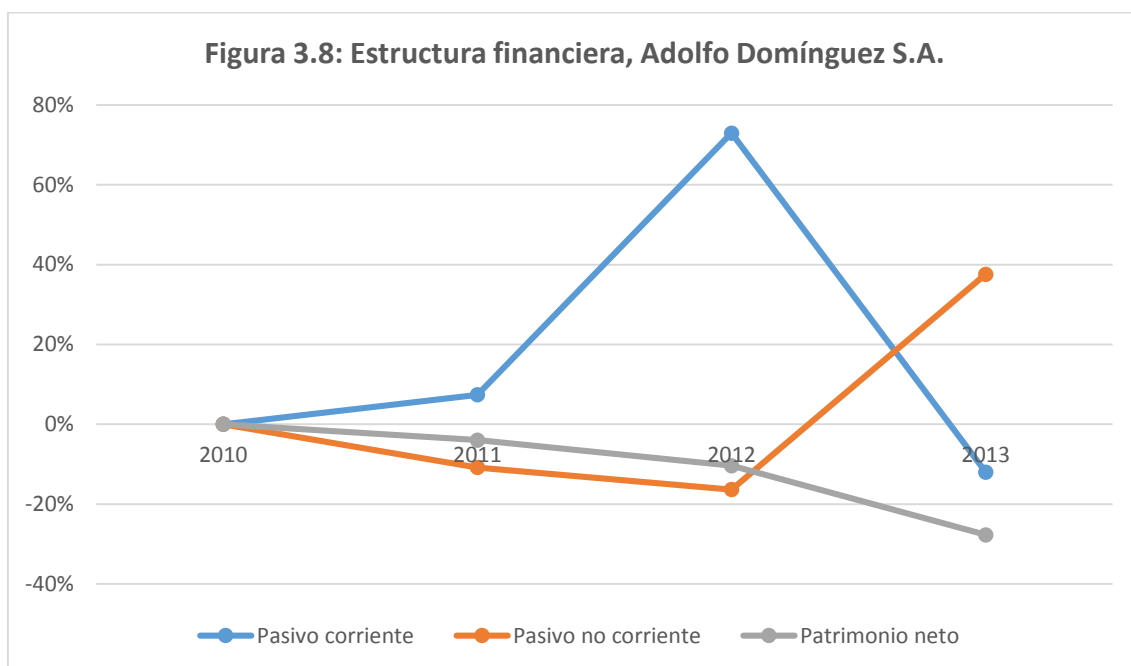


Zara España S.A.	31/01/2010	31/01/2011	% respecto 2010
Patrimonio neto	178.518.000	162.944.477	-8,72%
Pasivo no corriente	77.365.911	83.952.291	8,51%
Pasivo corriente	308.751.530	283.818.182	-8,08%
Total pasivo y PN	564.635.441	530.714.950	

Zara España S.A.	31/01/2012	% respecto 2010	31/01/2013	% respecto 2010
Patrimonio neto	155.968.993	-12,63%	159.529.619	-10,64%
Pasivo no corriente	86.283.658	11,53%	74.654.722	-3,50%
Pasivo corriente	231.986.135	-24,86%	246.625.840	-20,12%
Total pasivo y PN	474.238.786		480.810.181	

Los tres componentes de la estructura financiera de Zara España S.A. en 2013 han disminuido con respecto a 2010. El pasivo no corriente ha tenido un crecimiento hasta 2012, para luego en 2013 cayó hasta volver a un valor cercano al de 2010. El patrimonio

neto ha disminuido ligeramente, mientras que el pasivo corriente sí ha experimentado una caída notable, del 20,12% con respecto a 2010.



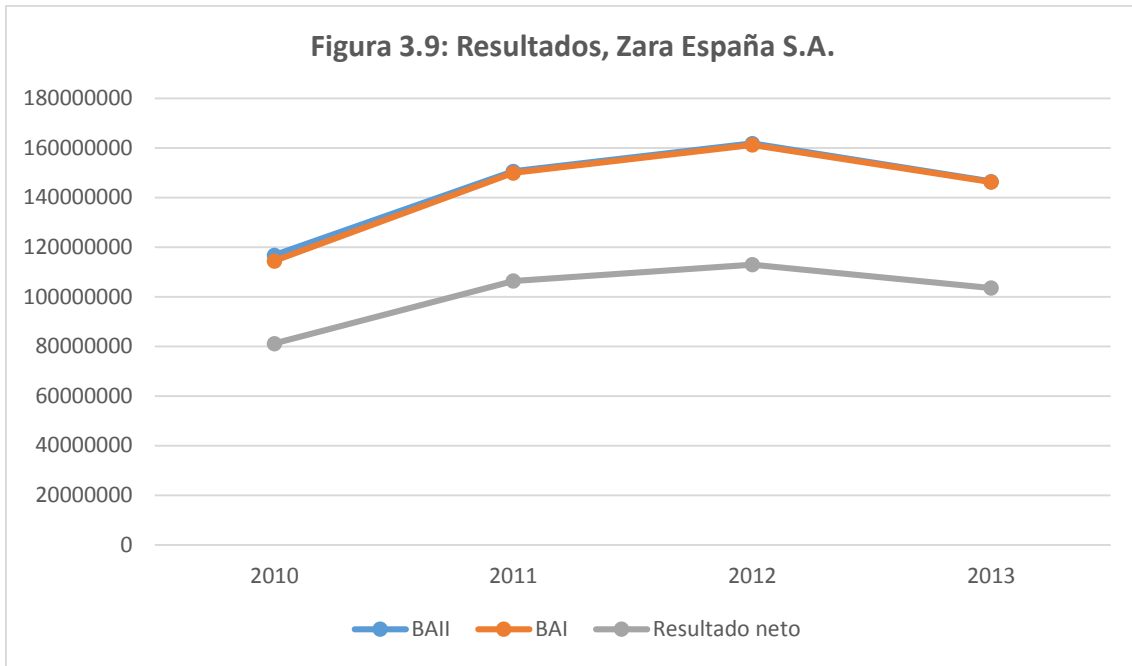
Adolfo Domínguez S.A.	28/02/2010	28/02/2011	
Patrimonio neto	133.399.869	128.112.533	-3,96%
Pasivo no corriente	22.188.717	19.786.412	-10,83%
Pasivo corriente	22.629.191	24.300.203	7,38%
Total pasivo y PN	178.217.777	172.199.148	

Adolfo Domínguez S.A.	29/02/2012	% respecto 2010	28/02/2013	% respecto 2010
Patrimonio neto	119.546.266	-10,39%	96.409.629	-27,73%
Pasivo no corriente	18.560.115	-16,35%	30.524.867	37,57%
Pasivo corriente	39.140.377	72,96%	19.918.509	-11,98%
Total pasivo y PN	177.246.758		146.853.005	

En Adolfo Domínguez S.A. se puede ver claramente el efecto que ha tenido la refinanciación de su deuda bancaria. En 2012 la Compañía presentó unas deudas a corto plazo muy elevadas, las cuales, gracias a dicha refinanciación, ha transformado en deudas a largo plazo.

Zara España S.A., cuentas no consolidadas (euros)

Zara España S.A.	31/01/2010	31/01/2011	31/01/2012	31/01/2013
Importe neto Cifra de Ventas	1.524.552.999	1.502.058.164	1.498.181.851	1.437.094.911
Gastos de explotación	1.407.771.364	1.351.416.204	1.336.318.065	1.290.635.266
	92,34%	89,97%	89,20%	89,81%
Materiales	858.587.577	801.204.134	789.908.775	770.750.083
	56,32%	53,34%	52,72%	53,63%
Gastos de personal	247.178.591	247.024.937	242.398.424	240.560.968
	16,21%	16,45%	16,18%	16,74%
Dotaciones para amort. de inmovilizado material	74.040.800	71.309.462	70.623.896	66.505.407
	4,86%	4,75%	4,71%	4,63%
Otros gastos explotación	227.964.396	231.877.671	233.386.970	212.818.808
	14,95%	15,44%	15,58%	14,81%
Resultado Explotación (BAII)	116.781.635	150.641.960	161.863.786	146.459.645
	7,66%	10,03%	10,80%	10,19%
Ingresos financieros	161.404	71.676	172.804	76.356
	0,011%	0,005%	0,012%	0,005%
Gastos financieros	2.441.735	709.781	736.768	236.327
	0,16%	0,05%	0,05%	0,02%
Resultado financiero	(2.280.331)	(638.105)	(563.964)	(159.971)
	-0,15%	-0,04%	-0,04%	-0,01%
Resultados ordinarios antes Impuestos (BAI)	114.501.304	150.003.855	161.299.822	146.299.674
	7,51%	9,99%	10,77%	10,18%
Impuestos sobre sociedades	33.326.502	43.577.378	48.275.305	42.729.646
	2,19%	2,90%	3,22%	2,97%
Resultado actividades continuadas	81.174.802	106.426.477	113.024.517	103.570.028
	5,32%	7,09%	7,54%	7,21%
Resultado del Ejercicio	81.174.802	106.426.477	113.024.517	103.570.028
	5,32%	7,09%	7,54%	7,21%



Zara España S.A.	31/01/2010	31/01/2011	% respecto 2010
BAII	116.781.635	150.641.960	28,99%
BAI	114.501.304	150.003.855	31,01%
Resultado neto	81.174.802	106.426.477	31,11%

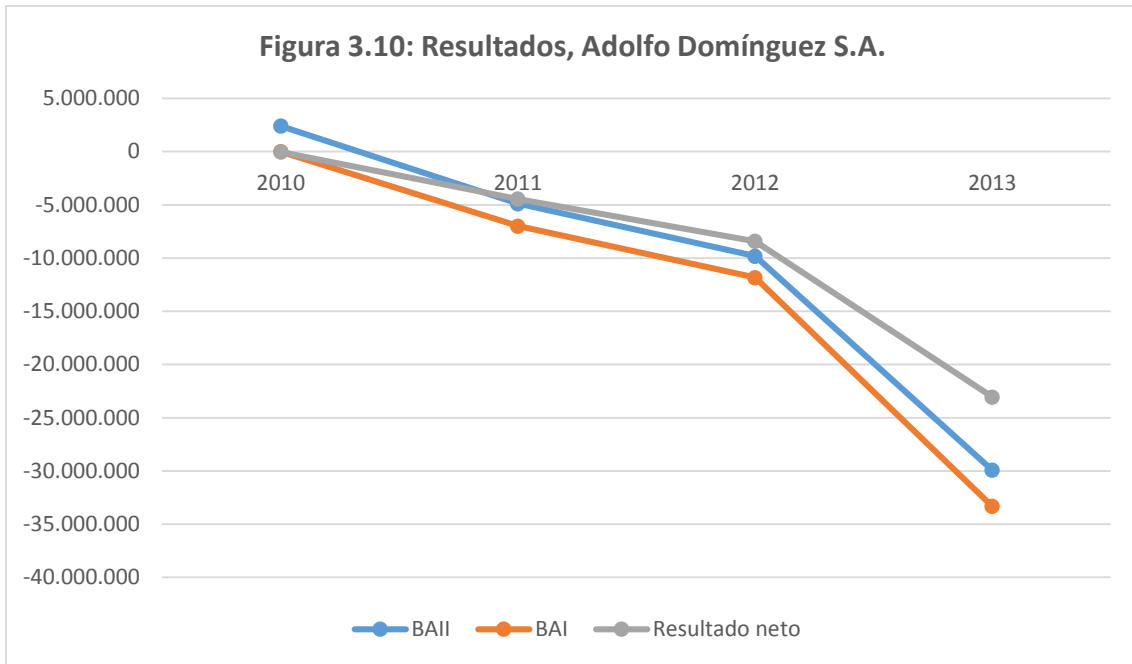
Zara España S.A.	31/01/2012	% respecto 2010	31/01/2013	% respecto 2010
BAII	161.863.786	38,60%	146.459.645	25,41%
BAI	161.299.822	40,87%	146.299.674	27,77%
Resultado neto	113.024.517	39,24%	103.570.028	27,59%

Los tres tipos de beneficios de Zara España S.A. no se han visto muy perjudicados por la crisis. De hecho, hasta 2012 los beneficios han ido aumentando año a año considerablemente: en 2011 aumentaron alrededor del 30% y en 2012 un 40% con respecto a 2010.

Solo en 2013 han disminuido ligeramente, frenando la progresión mantenida en años anteriores. Así, los beneficios cayeron hasta situarse en “solo” en torno a un 27% por encima de los obtenidos en 2010.

Adolfo Domínguez S.A., cuentas no consolidadas (euros)

Adolfo Domínguez S.A.	28/02/2010	28/02/2011	29/02/2012	28/02/2013
Importe neto Cifra de Ventas	151.625.308	143.217.036	134.376.173	127.617.480
Gastos de explotación	149.211.325	148.102.330	144.196.351	157.536.485
	98,41%	103,41%	107,31%	123,44%
Materiales	52.423.727	54.071.588	55.209.219	64.286.215
	34,57%	37,75%	41,09%	50,37%
Gastos de personal	46.213.836	47.317.676	46.405.619	42.259.194
	30,48%	33,04%	34,53%	33,11%
Dotaciones para amortizaciones de inmovilizado material	12.777.747	13.098.779	13.234.087	11.720.752
	8,43%	9,15%	9,85%	9,18%
Otros gastos explotación	37.796.015	33.614.287	29.347.426	39.270.324
	24,93%	23,47%	21,84%	30,77%
Resultado Explotación (BAII)	2.413.983	(4.885.294)	(9.820.178)	(29.919.005)
	1,59%	-3,41%	-7,31%	-23,44%
Ingresos financieros	300.932	420.662	306.975	541.249
	0,20%	0,29%	0,23%	0,42%
Gastos financieros	2.707.167	2.518.111	2.316.672	3.947.632
	1,79%	1,76%	1,72%	3,09%
Resultado financiero	(2.406.235)	(2.097.449)	(2.009.697)	(3.406.383)
	-1,59%	-1,46%	-1,50%	-2,67%
Resultados ordinarios antes Impuestos (BAI)	7.748	(6.982.743)	(11.829.875)	(33.325.388)
	0,01%	-4,88%	-8,80%	-26,11%
Impuestos sobre sociedades	(26.941)	(2.528.364)	(3.419.028)	(10.267.128)
	0,02%	-1,77%	-2,54%	-8,05%
Resultado actividades continuadas	19.193	(4.454.379)	(8.410.847)	(23.058.260)
	-0,01%	-3,11%	-6,26%	-18,07%
Resultado del Ejercicio	(19.193)	(4.454.379)	(8.410.847)	(23.058.260)
	-0,01%	-3,11%	-6,26%	-18,07%



Adolfo Domínguez S.A.	31/01/2010	31/01/2011	% respecto 2010
BAII	2.413.983	(4.885.294)	-302,37%
BAI	7748	(6.982.743)	-90223,17%
Resultado neto	(19.193)	(4.454.379)	23108,35%

Adolfo Domínguez S.A.	31/01/2012	% respecto 2010	31/01/2013	% respecto 2010
BAII	(9.820.178)	-506,80%	(29.919.005)	-1339,40%
BAI	(11.829.875)	43722,47%	(33.325.388)	-430216,00%
Resultado neto	(8.410.847)	43722,47%	(23.058.260)	120038,90%

Todo lo contrario ocurre con Adolfo Domínguez S.A., que presenta una caída progresiva de sus beneficios, acentuada especialmente este último ejercicio, en el cual ha tenido un resultado neto negativo de 23 millones de euros. Comparativamente, está muy claro que mientras una empresa ha conseguido que la crisis no le afecte a su situación, la otra ha visto como su situación ha empeorado considerablemente.

4. Análisis de rentabilidad

4.1. Rentabilidad económica

La rentabilidad económica, también denominada rentabilidad de los activos (ROA) o sobre la inversión (ROI), trata de cuantificar la relación existente entre los resultados obtenidos y la inversión empleada para su consecución. Es un indicador que expresa la capacidad de la empresa para hacer rendir el activo, con independencia de como esté financiado el mismo. En este caso se ha calculado dicha rentabilidad antes de impuestos.

$$\text{Margen} = \frac{\text{BAII}}{\text{Ventas netas}}$$

$$\text{Rotación} = \frac{\text{Ventas netas}}{\text{Activo total neto}}$$

$$\text{Rentabilidad económica} = \text{Margen} \times \text{Rotación} = \frac{\text{BAII}}{\text{Activo total neto}}$$

Zara España S.A.	2010	2011	2012	2013
Margen	7,66%	10,03%	10,80%	10,19%
Rotación	2,70	2,83	3,16	2,99
Rentabilidad económica	20,68%	28,38%	34,13%	30,46%

Adolfo Domínguez S.A.	2010	2011	2012	2013
Margen	1,59%	-3,41%	-7,31%	-23,44%
Rotación	0,85	0,83	0,76	0,87
Rentabilidad económica	1,35%	-2,84%	-5,54%	-20,37%

Los beneficios antes de intereses e impuestos que ha obtenido Zara España S.A. en 2013 han supuesto un 30,46% del total de la inversión en el activo de la empresa. En 2011 consiguió dar un salto con respecto a 2010, el cual ha mantenido en estos tres últimos años.

En el caso de Adolfo Domínguez, la empresa en los tres últimos años analizados no consigue generar un rendimiento positivo sobre sus inversiones en su activo, yendo a peor cada año. Su problema es la reducción progresiva de su margen, el cual debe conseguir aumentar, ya que la rotación la ha conseguido mantener en torno al 0,8, el cual no deja de ser un valor preocupante y pone en duda la productividad o eficacia de los activos comprometidos en el negocio.

4.2. Rentabilidad Financiera

El accionista propietario de la empresa espera que los recursos aportados a la entidad sean convenientemente retribuidos al objeto de valorar su permanencia o no en la propiedad. La rentabilidad de los fondos propios o rentabilidad financiera relaciona el beneficio antes de impuestos (BAI) con los fondos propios de la compañía. Dado que en la determinación del BAI ya se ha descontado la remuneración de la financiación ajena, la rentabilidad financiera es una magnitud representativa de la remuneración que reciben los propietarios de la firma.

$$\text{Rentabilidad financiera} = \frac{\text{BAI}}{\text{Fondos propios}}$$

Zara España S.A.	2010	2011	2012	2013
Rentabilidad financiera	64,14%	92,06%	103,42%	91,71%

Adolfo Domínguez S.A.	2010	2011	2012	2013
Rentabilidad financiera	0,01%	-5,45%	-9,90%	-34,57%

Zara España S.A. posee beneficios netos suficientes para remunerar a sus socios en todos sus ejercicios. Destaca el aumento en 2011 con respecto a 2010, el cual ha mantenido en los dos ejercicios posteriores.

Adolfo Domínguez S.A. muestra una rentabilidad financiera negativa puesto que sufre pérdidas en los ejercicios analizados.

5. Análisis de liquidez

Este análisis se basa en el cálculo e interpretación de tres ratios que orientan sobre la capacidad de la empresa para hacer frente a sus compromisos a corto plazo.

Es muy importante aclarar que estos ratios son diferentes formas de medir la distancia a la liquidez y que es conveniente que la valoración de los resultados alcanzados se haga de forma conjunta y teniendo en cuenta una perspectiva histórica. También es fundamental enmarcar los valores alcanzados en el contexto económico general y en la situación de las empresas de similar tamaño y actividad.

5.1. Ratio de solvencia a corto plazo

Mide la capacidad de la firma para con sus activos corrientes hacer frente a las obligaciones reconocidas en el balance. Mucho se ha discutido acerca del valor adecuado de este ratio. Teniendo en cuenta que la realización del activo corriente representado por las existencias está condicionado a la transformación y venta de las mismas, resulta aconsejable perseguir un objetivo que sitúe el ratio por encima de la unidad. Tampoco resulta aconsejable un valor excesivamente alto (por encima de 2 – 2,5), ya que esta circunstancia vendría a significar un exceso de inversiones en corriente, una maduración lenta del mismo, un escaso aprovechamiento de la financiación a corto plazo o una combinación de todo lo anterior. (*Archel Domench, 2003, p. 261*).

$$RS = \frac{\text{Activo corriente}}{\text{Pasivo corriente}}$$

Zara España S.A.	2010	2011	2012	2013
Ratio de solvencia	0,35	0,37	0,38	0,39

Adolfo Domínguez S.A.	2010	2011	2012	2013
Ratio de solvencia	3,03	2,70	2,14	3,22

Zara España S.A. presenta una cobertura de su activo corriente respecto del pasivo corriente del 0,35 al 0,40 durante estos cuatro años, implicando, solo a priori, problemas de solvencia a corto plazo.

Adolfo Domínguez S.A. no tiene a priori problemas para el pago de sus deudas a corto plazo, pero tiene una excesiva cobertura.

5.2. Prueba del ácido

Mide la capacidad de la firma para cancelar el pasivo corriente utilizando únicamente elementos que no precisan de su transformación o venta para su conversión en efectivo. Este ratio, al eliminar la incertidumbre asociada a la realización de las existencias, proporciona una medida más estricta de la liquidez que la facilitada por el ratio de solvencia a corto plazo. No obstante, al igual que el ratio anterior, puede verse afectado por prácticas que la manipulen al objeto de maquillarla para ganar imagen ante el analista externo. (*Archel Domench, 2003, p. 263*).

$$PA = \frac{\text{Activo corriente} - \text{Existencias}}{\text{Pasivo corriente}}$$

Zara España S.A.	2010	2011	2012	2013
Prueba del ácido	0,10	0,08	0,06	0,06

Adolfo Domínguez S.A.	2010	2011	2012	2013
Prueba del ácido	1,36	1,24	0,97	1,49

Zara España S.A. presenta en estos cuatro años una liquidez mediata que oscila entre el 0,06 y 0,10, implicando por tanto que a priori la solvencia de la empresa depende de su capacidad para vender las existencias y cobrar las ventas, de forma que pueda ir satisfaciendo sus obligaciones a corto plazo en sus correspondientes vencimientos.

Adolfo Domínguez S.A. tiene una liquidez mediata que se sitúa en 1,49 en 2013, creciendo con respecto a años anteriores, cuyo mínimo fue de 0,97, en 2012, pudiéndose a priori decir que su solvencia está menos condicionada por la capacidad de la Entidad para convertir en liquidez sus existencias.

5.3. Ratio de tesorería

Está determinado por la relación entre el disponible y el pasivo corriente, y, con respecto a la prueba del ácido, elimina la incertidumbre asociada a los derechos de cobro. Conviene señalar que el exceso de liquidez de medios líquidos supone un elevado coste de oportunidad. Por ello, las empresas suelen establecer sistemas de gestión de la tesorería al objeto de coordinar los cobros y pagos, procurando atender las obligaciones de pago al vencimiento de las mismas para no perjudicar su imagen ante sus proveedores y acreedores. De esta manera las cuentas de tesorería se pueden reducir al máximo sin incurrir en costes adicionales de carácter financiero motivados por el impago de las deudas. (*Archel Domench, 2003, p. 263*).

$$T = \frac{\text{Tesorería y otros activos equivalentes} + \text{Inv. Financieras a C/P}}{\text{Pasivo corriente}}$$

Zara España S.A.	2010	2011	2012	2013
Ratio de tesorería	0,07	0,05	0,04	0,04

Adolfo Domínguez S.A.	2010	2011	2012	2013
Ratio de tesorería	0,54	0,63	0,21	0,82

Zara España S.A. presenta una liquidez inmediata muy reducida, siendo del 0,07 en 2010, disminuyendo en los años posteriores, situándose entre el 0,04 y 0,05. Aun así, se ve que en este caso, al igual que en los ratios anteriores, se da una gran estabilidad en el resultado de estos ratios, lo cual es positivo y muy importante, a pesar de que teóricamente el resultado de estos ratios deba ser mayor, siendo Zara España S.A. una excepción.

Adolfo Domínguez S.A. tiene una liquidez inmediata muy superior en todos sus años, al igual que ocurría en ratios anteriores, pero también es visible la gran inestabilidad en la que está la empresa, ya que sus tres ratios de liquidez sufren variaciones muy notables de un ejercicio para otro. En 2013, el hecho de haber refinanciado sus deudas bancarias, disminuyendo su pasivo corriente, queda reflejado en un incremento sustancial de su liquidez inmediata.

Con esto se puede comprobar que mientras a una empresa le funciona su política de tener una liquidez inmediata bajísima, a otra, si esta es del 0,21, le imposibilita poder

atender a tiempo sus obligaciones a corto plazo, y por ello ha tenido que buscar la refinanciación de su deuda.

6. Análisis de solvencia a largo plazo

6.1. Garantía

Indica la cobertura que el activo empresarial ofrece a sus acreedores en el hipotético caso de liquidación. Valores inferiores a uno indican una situación de quiebra técnica. Hay que tener en cuenta que el ratio mide el activo total en su conjunto, y al no diferenciar entre los diferentes tipos de activo y su liquidez, se puede dar la situación de que teóricamente la empresa no esté cerca de la quiebra pero a su vez no disponga de activos a corto plazo para hacer frente a sus deudas a corto plazo.

$$\text{Garantía} = \frac{\text{Activo total}}{\text{Pasivo no corriente} + \text{Pasivo corriente}}$$

Zara España S.A.	2010	2011	2012	2013
Garantía	1,46	1,44	1,49	1,50

Adolfo Domínguez S.A.	2010	2011	2012	2013
Garantía	3,98	3,91	3,07	2,91

Ambas empresas ofrecen una cobertura total con sus activos a sus acreedores en el caso hipotético de liquidación, ya que el valor de su ratio supera la unidad. Adolfo Domínguez S.A. ofrece aun mayor garantía.

6.2. Ratio de estabilidad

Indica la proporción del activo no corriente financiado con recursos financieros a largo plazo. Es recomendable que las inversiones permanentes de una empresa sean financiadas por capitales permanentes, por lo que este ratio debe superar la unidad.

$$\text{Estabilidad} = \frac{\text{Patrimonio neto} + \text{Pasivo no corriente}}{\text{Activo no corriente}}$$

Zara España S.A.	2010	2011	2012	2013
Estabilidad	0,56	0,58	0,63	0,61

Adolfo Domínguez S.A.	2010	2011	2012	2013
Estabilidad	1,42	1,39	1,48	1,54

Curiosamente, mientras que Adolfo Domínguez S.A., como teóricamente debe ser, financia con recursos financieros a largo plazo la totalidad de su activo no corriente, Zara España S.A. tan solo financia alrededor del 60% de su activo no corriente con recursos financieros a largo plazo. Una vez más se comprueba como un ratio por separado puede dar una visión engañosa de la situación de las empresas.

6.3. Ratio de endeudamiento

Informa del nivel de endeudamiento en términos relativos, medido a partir de la relación de las deudas y el patrimonio neto de la empresa.

$$\text{Endeudamiento} = \frac{\text{Pasivo no corriente} + \text{Pasivo corriente}}{\text{Patrimonio neto}}$$

Zara España S.A.	2010	2011	2012	2013
Endeudamiento	2,16	2,26	2,04	2,01

Adolfo Domínguez S.A.	2010	2011	2012	2013
Endeudamiento	0,34	0,34	0,48	0,52

Adolfo Domínguez S.A. presenta unos fondos ajenos inferiores a sus capitales propios, siendo aproximadamente la mitad, con lo cual se puede decir que relativamente su endeudamiento es bajo. En Zara España S.A., en cambio, sus unos fondos ajenos duplican el valor de sus capitales propios, presentando un elevado endeudamiento relativo.

6.4. Calidad de la deuda

Informa del nivel relativo de endeudamiento a corto plazo, midiendo el grado de inestabilidad financiera en función del vencimiento del exigible, interpretándose que la deuda es de mayor calidad cuanto más a largo plazo sea, ya que ello permitiría a la

empresa adoptar las medidas correctoras que fuesen oportunas de cara a superar posibles situaciones de dificultad empresarial.

$$\text{Calidad de la deuda} = \frac{\text{Pasivo corriente}}{\text{Pasivo no corriente} + \text{Pasivo corriente}}$$

Zara España S.A.	2010	2011	2012	2013
Calidad de la deuda	0,80	0,77	0,73	0,77

Adolfo Domínguez S.A.	2010	2011	2012	2013
Calidad de la deuda	0,50	0,55	0,68	0,39

Zara España S.A. mantiene una deuda durante estos cuatro años en la que alrededor del 77% de la misma es a corto plazo. Un ejemplo más de la estabilidad que mantiene la empresa en sus ratios a pesar de la crisis.

En 2010 y 2011 Adolfo Domínguez S.A. tiene una deuda en la que la parte a corto plazo y la parte a largo plazo tienen un peso similar en el total. En 2012, debido al gran aumento del pasivo corriente, la calidad de la deuda baja hasta un 0,68. Esto acabó llevando a la Empresa a tener que acudir a una refinanciación de su deuda bancaria, la cual es la causa de la mejoría en su calidad de la deuda en 2013.

6.5. Cobertura de gastos financieros

Los análisis anteriores deben complementarse con la capacidad de la empresa para generar beneficios y recursos financieros con los que afrontar el reembolso de sus deudas y los costes financieros derivados de estas en el tiempo. A largo plazo, la empresa disfrutará de una situación financiera estable si es capaz de atender los costes de la deuda.

$$\text{Cobertura de gastos financieros} = \frac{\text{BAII} + \text{Gastos financieros}}{\text{Gastos financieros}}$$

Zara España S.A.	2010	2011	2012	2013
Cobertura gastos financieros	48,83	213,24	220,69	620,73

Adolfo Domínguez S.A.	2010	2011	2012	2013
Cobertura gastos financieros	1,89	-0,94	-3,24	-6,58

Aquí se observa el gran problema que quizá no se veía tan claramente en los análisis anteriores. A largo plazo, Zara España S.A. disfruta de una situación financiera estable ya que es capaz de generar beneficios suficientes para atender los costes de la deuda. Todo lo contrario que Adolfo Domínguez S.A., que no puede hacer frente a los costes de la deuda.

7. Conclusiones

Tras el estudio realizado, a continuación se desarrollan las principales conclusiones.

En el análisis vertical destaca el cambio en 2013 en la estructura del pasivo de Adolfo Domínguez S.A. con respecto a la de 2012, el cual se explica por la refinanciación de su deuda bancaria llevada a cabo en ese periodo. Así, en 2012 el pasivo no corriente y corriente de la Entidad representaban, respectivamente, el 10,47% y 22,08% de su estructura financiera. En 2013 el pasivo no corriente ha pasado a representar un 20,79% y el corriente un 13,56%.

Del análisis horizontal es reseñable el hecho de que en 2013, si bien ambas empresas han reducido su activo total en torno al 15% con respecto a 2010, Adolfo Domínguez S.A. ha incrementado, refinanciación de su deuda bancaria mediante, su pasivo no corriente en un 37,57% con respecto a 2010. Por el contrario, Zara España S.A. ha conseguido disminuir su pasivo, tanto corriente como no corriente. En cuanto al patrimonio neto, Adolfo Domínguez S.A. también es la peor parada de las dos, habiendo reducido su valor en un 27,73% con respecto a 2010.

De las cuentas de pérdidas y ganancias, en el análisis horizontal se refleja cómo, mientras que Zara España S.A. ha aumentado en 2013 sus beneficios en aproximadamente un 27% con respecto a 2010, superando así los 100 millones de euros de beneficio neto en 2013, los de Adolfo Domínguez S.A. han ido cayendo año a año progresivamente, teniendo pérdidas netas en 2013 de 23 millones de euros.

Del análisis de liquidez de estas empresas se puede decir que en el caso de Zara España S.A., si bien sus valores son muy bajos y están alejados de los teóricamente óptimos, su política es adecuada debido a su gran capacidad para vender las existencias y cobrar las ventas. En el caso de Adolfo Domínguez S.A., la Sociedad necesita disponer de una mayor liquidez para hacer frente al pago de sus deudas corto plazo.

El endeudamiento de Zara España S.A. se caracteriza por un pasivo corriente alto, alrededor del 50% de la estructura financiera, al cual hace frente gracias a su elevada capacidad para vender las existencias y cobrar las ventas. En cuanto a Adolfo Domínguez S.A., en 2013 aumentó su pasivo no corriente mediante una refinanciación bancaria, disminuyendo así su pasivo corriente, para así poder seguir con su plan de internacionalización a largo plazo mediante franquicias.

Desde un punto de vista competitivo, el modelo de Zara España S.A., basado en ropa de tendencia a buen precio (si bien ya no es tan barato como lo era antes, aunque todavía pervive esta idea en la mente de los consumidores) y cuya oferta está en constante renovación y adaptándose a las preferencias del cliente, ha respondido mejor a las circunstancias actuales de crisis económica que el modelo de negocio de Adolfo Domínguez S.A., el cual se dirige a un público de mayor poder adquisitivo y cuya oferta es más cerrada.

8. Bibliografía

A) Artículos

Agencias Madrid, 2013. *Adolfo Domínguez rectifica y no bajará sueldos para mantener el talento*. El País.

Fernández Lago, M., 2012. *Adolfo Domínguez refinancia su deuda bancaria*. El País.

B) Libros

Archel Domench, P., 2003. *Estados Contables: Elaboración, análisis e interpretación*. Ediciones Pirámide.

C) Otros

Adolfo Domínguez S.A., Sistema de Análisis de Balances Ibéricos (SABI)

Adolfo Domínguez, 2009. Informe anual.

Adolfo Domínguez, 2010. Informe anual.

Adolfo Domínguez, 2011. Informe anual.

Adolfo Domínguez, 2012. Informe anual.

Zara España S.A., Sistema de Análisis de Balances Ibéricos (SABI)