



Munich Personal RePEc Archive

## **Inditex succes, Hennes and Maurtiz's shade and their strategic management.**

M V Gallardo Ramiro

Departamento de Economía Financiera y Contabilidad, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Universidad de Valladolid

30. April 2010

Online at <http://mpa.ub.uni-muenchen.de/23154/>

MPRA Paper No. 23154, posted 9. June 2010 13:48 UTC

**EL ÉXITO DE INDITEX Y LA SOMBRA DE HENNES AND MAURITZ. DIFERENCIAS  
EN LA DIRECCIÓN ESTRATÉGICA.**

**INDITEX' SUCCESS, HENNES AND MAURITZ's SHADE AND THEIR STRATEGIC  
MANAGEMENT.**

***Autores:***

María de las Viñas Gallardo Ramiro  
Departamento de Economía Financiera y Contabilidad  
Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales  
Universidad de Valladolid  
Avda Valle de Esgueva 6  
47011 Valladolid, Spain  
Tlf. +34 983.423.401  
+34 607.047.688  
Email: marivigr@eco.uva.es

***Área Temática:*** Contabilidad y Control de Gestión

***Palabras clave:*** Inditex; Hennes and Mauritz; Dirección Estratégica; Inversión Internacional; Información Segmentada.

***Key words:*** Inditex; Hennes and Mauritz; Strategic Management; International Investment; Segment Reporting.

**EL ÉXITO DE INDITEX Y LA SOMBRA DE HENNES AND MAURITZ. DIFERENCIAS  
EN LA DIRECCIÓN ESTRATÉGICA.**

**INDITEX' SUCCESS, HENNES AND MAURITZ's SHADE AND THEIR STRATEGIC  
MANAGEMENT.**

**Resumen**

Las distintas estrategias adoptadas por la dirección condicionan el éxito de una empresa en el mercado. Si una estrategia es buena, el resto de las empresas que operan en su mismo segmento de actividad y que tienen características similares tenderán a imitarla. Dentro del sector textil, Inditex es la empresa líder, mientras que Hennes and Mauritz (H&M) la sigue muy de cerca, pero no logra obtener una posición ventajosa frente a ella. En este artículo se analizan las políticas y estrategias que siguen estas dos empresas, sus diferencias y similitudes y las consecuencias que de ello se derivan.

**Abstract**

Different strategies adopted by corporation's management condition its market success. If a strategy were good enough, the rest of the corporations that operate on its activity segment which have similar characteristics would try to copy it. Inditex is leading the textile sector, meanwhile Hennes and Mauritz (H&M) is not getting closer enough to Inditex in order to obtain a vantage point forehead to it. This article is a comparative analysis about the policy, the strategy and the result of them.

## **1. Introducción.**

En la actualidad, han aparecido en las empresas dos tipos de tendencias generales para llegar al consumidor final: una basada en inversiones publicitarias y la otra basada en estrategias que no tengan como eje central la inversión publicitaria. Dentro del sector textil, dos son los principales grupos empresariales:

- a) *Inditex*. Es de nacionalidad española, posee 4.067 establecimientos, siete formatos comerciales, tiene presencia en 74 países y cuenta con 90.000 trabajadores. De todos los formatos comerciales, Zara es su buque insignia.
- b) Hennes and Mauritz. Es de nacionalidad sueca, posee 2.000 establecimientos, dos formatos comerciales (H&M y H&M home) y cuenta con 76.000 trabajadores.

En este estudio, se analizan diferencias y semejanzas entre ambos grupos empresariales, concretamente en el área de marketing y de nuevas inversiones.

La información se ha tomado de las cuentas anuales consolidadas y de la memoria de ambas empresas. Los datos del tipo de interés legal para el caso de Inditex proceden del Instituto Nacional de Estadística y para Hennes and Mauritz del Banco Central Europeo. Los datos analizados corresponden al intervalo 1997-2008 con periodicidad anual para Hennes and Mauritz y 2002-2008 con carácter trimestral para Inditex.

La hipótesis principal del estudio plantea que la diferencia de políticas de marketing, el distinto número de formatos comerciales y los diferentes indicadores que se tienen en cuenta a la hora de evaluar la apertura de nuevos establecimientos de venta al por menor, son el principal motivo de que Hennes and Mauritz no consiga arrebatarse el liderazgo del sector a Inditex.

## **2. Políticas internas de Inditex, S. A. vs. Hennes and Mauritz, A. B.**

Los mercados en los que operan ambos grupos empresariales son similares, el público objetivo es el mismo y su estrategia es moda a precio asequible. Aún así, Inditex es líder en el sector y tiene un beneficio superior. Esto se debe a las diferencias en la dirección de ambas empresas.

La diferencia que más llama la atención y que provoca que los resultados matemáticos posteriores sean tan dispares, es la que se centra en el área de marketing.

La inversión que Inditex realiza en campañas publicitarias es muy pequeña, sólo se reduce a algún cartel publicitario en la temporada de rebajas o con motivo de la apertura de algún nuevo establecimiento. Para Inditex, los escaparates de sus establecimientos y su emplazamiento en las principales vías comerciales, es la mejor manera de abrirse mercado.

Sin embargo, Hennes and Mauritz realiza elevadas dotaciones a partidas publicitarias lo que ayuda al desarrollo de agresivas campañas de marketing. Lleva a cabo asociaciones con diseñadores de las firmas de lujo para algunas de sus colecciones (Roberto Cavalli, diseñadores de la casa Chanel o John Galliano de la casa Dior, entre otros). Todo esto la ayuda a abrirse nuevos mercados más rápidamente que Inditex, pero también conlleva unos mayores costes que hacen que sus beneficios se reduzcan.

Otra de las diferencias reside en los formatos comerciales. Mientras Inditex cuenta con siete, cada uno orientado a un público objetivo diferente, de modo que cubre gran parte de la demanda del mercado. Hennes and Mauritz sólo cuenta con dos, uno orientado al hogar, H&M Home, y su enseña principal, H&M. En la actualidad, y como consecuencia de que no consigue posicionarse como líder en el mercado, está estudiando crear un nuevo segmento cuyos precios sean superiores a los de H&M y, por lo tanto, orientado a un público objetivo diferente al que actualmente acude a sus establecimientos.

Como ya se ha dicho, en la actualidad, Inditex cuenta con siete formatos comerciales (Zara, Pull & Bear, Massimo Dutti, Bershka, Stradivarius, Oysho y Zara Home). Su buque insignia es Zara en el que se agrupan Lefties y Kiddy's Class. Este último, desde 2008 no reúne las características de riesgos y recompensas que determinarían su presentación separada. En la actualidad, y aunque Lefties comenzara siendo un outlet de Zara donde se comercializaban stocks de otras temporadas, tiene proveedores propios que la nutren de colecciones exclusivas que no se comercializan en ninguno de sus formatos comerciales. La importancia que Lefties está adquiriendo, se justifica con la

apertura de establecimientos donde antes se ubicaban otras del formato Zara. De esta forma, Inditex sigue siendo fiel a su principio de no hacer inversiones en publicidad, ya que se apoya en su formato comercial más conocido para lanzar otros.

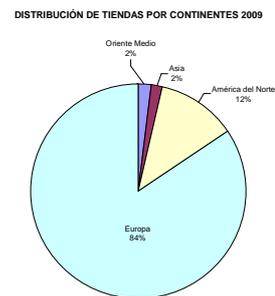
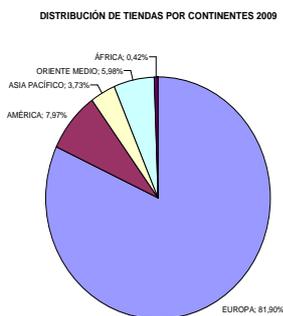
A la hora de llevar a cabo aperturas de nuevos establecimientos, las hipótesis en las que se basa este estudio están relacionadas con el entorno empresarial y del país. De modo que las pautas que condicionan la inversión son la proximidad geográfica del país de destino de la inversión, las diferencias culturales entre el país de destino y el de origen, la legislación del país de destino y el tamaño del mercado y sus posibilidades de crecimiento.

Si se analiza la distribución de tiendas por continentes, se observa que la nacionalidad del grupo marca su implantación en los territorios.

Inditex, S. A.

Hennes and Mauritz, A. B.

#### Distribución de Tiendas por Continentes 2009



Fuente: Elaboración propia a partir de los informes financieros de Inditex y Hennes and Mauritz.

La hipótesis de *proximidad geográfica* dice que el número de establecimientos de venta al por menor es directamente proporcional a la distancia que exista entre el territorio de destino y la empresa matriz es decir, cuanto más próximo esté el territorio de destino de la empresa matriz, mayor será el número de establecimientos de venta al por menor que tendrá la compañía.

Más del 80% de los establecimientos con los que cuenta Inditex se sitúan en Europa. La mayoría en España, Portugal, Italia y Francia. Sin embargo, en Oceanía no tiene presencia alguna.

En Hennes and Mauritz ocurre lo mismo; más del 80% de sus establecimientos de venta al por menor están en Europa. Principalmente en Alemania, Reino Unido y Suecia. Al igual que Inditex, Hennes and Mauritz no tiene presencia alguna en Oceanía. Con respecto a la distribución de establecimientos de venta al por menor, es interesante destacar que Hennes and Mauritz tiene un mayor número de tiendas en Alemania que en Suecia (país de origen) y que el mayor mercado que tiene la empresa en la Unión Europea es Alemania.

Si se analizan las *diferencias culturales* como factor determinante para las nuevas aperturas, se observa que el comportamiento es inversamente proporcional. A mayor diferencia cultural, menor será el número de nuevas aperturas de establecimientos de venta al por menor.

La barrera idiomática es la que mayor importancia tiene a la hora de llevar a cabo nuevas aperturas. Por lo tanto, cabe esperar que Inditex tenga mayor implantación en territorios de habla hispana. Después de Europa, América es el territorio en cuya presencia es elevada. En torno al 8% de los establecimientos de venta al por menor que posee la compañía se sitúan allí. Además, México es su principal mercado no sólo por número de tiendas, aproximadamente el 50% de las que posee en todo el continente, también por el número de formatos comerciales.

Hennes and Mauritz posee un 12% de sus establecimientos en América. Este porcentaje es superior al que se podría encontrar en Asia o en Oriente Medio. Además, sólo tiene abierto mercado en Estados Unidos y Canadá, países de habla inglesa y que justifica la hipótesis de las diferencias culturales como condicionante para la apertura de establecimientos comerciales de venta al por menor.

Si se analiza el *tamaño de mercado y sus posibilidades de crecimiento*, se concluye que el comportamiento de la inversión internacional es directamente proporcional a dichas variables. La estrategia de apertura de nuevos establecimientos de ambos Holdings se centra en aumentar su implantación en el mercado asiático. Inditex ubica en dicho continente aproximadamente el 4% de sus establecimientos, el doble de las que posee Hennes and Mauritz. Aún así, ambas compañías han mostrado un interés creciente por aumentar su implantación en dicho territorio.

La *legislación* existente en el país de destino de la inversión, es decir, la facilidad con la que empresas extranjeras pueden invertir o el tiempo que conlleva realizar

todos los trámites burocráticos para que la inversión se materialice, no sólo condicionan el número de inversiones realizadas, también la forma en la que se llevan a cabo. Ambas compañías optan por una política general de no franquicias; excepto en territorios donde los costes de apertura son muy elevados y/o los trámites administrativos muy costosos. Por ejemplo, si analizamos Oriente Medio se observa que la forma de apertura es a través de Joint-ventures con empresas locales que les facilitan el acceso a estos mercados.

En los siguientes cuadros se observa el régimen de apertura de los establecimientos:

**Cuadro 1: Modo de penetración en el mercado de Zara (2003).**

Pais	Año de Establecimiento	Forma de Entrada
Oriente Medio		
Arabia Saudí	1999	Franquicias
Bahráin	1999	Franquicias
Emiratos Árabes Unidos	1998	Franquicias
Israel	1997	Franquicias
Jordán	2001	Franquicias
Kuwait	1998	Franquicias
Líbano	1998	Franquicias
Qatar	2000	Franquicias
Asia		
Japón	1998	Joint-venture
Malasia	2003	Franquicias
Singapur	2002	Franquicias
América		
Argentina	1998	Establecimientos propios
Brasil	1999	Establecimientos propios
Canadá	1999	Establecimientos propios
Chile	1999	Establecimientos propios
El Salvador	2002	Franquicias
Estados Unidos	1989	Establecimientos propios
México	1992	Establecimientos propios
Puerto Rico	2001	Franquicias
República Dominicana	2002	Franquicias
Uruguay	1999	Establecimientos propios
Venezuela	1998	Establecimientos propios
Europa		
Alemania	1999	Joint-venture
Andorra	2000	Franquicias
Austria	2000	Establecimientos propios
Bélgica	1994	Establecimientos propios
Chipre	1996	Franquicias
Dinamarca	2000	Establecimientos propios
Eslovenia	2003	Franquicias
España	1975	Establecimientos propios
Finlandia	2002	Franquicias

Fuente: López, C. y Fran, Y. (2009) "Internationalisation of the Spanish fashion brand Zara". Journal of Fashion Marketing and Management. Vol. 13, N ° 2 pp. 279-296.

**Cuadro 2: Modo de penetración en el mercado de H&M (2009).**

País	Año de Establecimiento	Forma de Entrada
Oriente Medio		
Arabia Saudí	2008	Franquicias
Bahráin	2008	Franquicias
Egipto	2008	Franquicias
Emiratos Árabes Unidos	2006	Franquicias
Kuwait	2006	Franquicias
Libano	2009	Franquicias
Omán	2008	Franquicias
Qatar	2007	Franquicias
Asia		
China	2007	Establecimientos propios
Hong Kong RAE	2007	Establecimientos propios
Japón	2008	Establecimientos propios
América del Norte		
Canadá	2004	Establecimientos propios
Estados Unidos	2000	Establecimientos propios
Europa		
Alemania	1980	Establecimientos propios
Austria	1994	Establecimientos propios
Bélgica	1992	Establecimientos propios
República Checa	2003	Establecimientos propios
Dinamarca	1967	Establecimientos propios
Eslovaquia	2007	Establecimientos propios
Eslovenia	2004	Establecimientos propios
España	2000	Establecimientos propios
Finlandia	1997	Establecimientos propios
Francia	1998	Establecimientos propios
Grecia	2007	Establecimientos propios
Holanda	1989	Establecimientos propios
Hungría	2005	Establecimientos propios
Irlanda	2005	Establecimientos propios
Italia	2003	Establecimientos propios
Luxemburgo	1996	Establecimientos propios
Noruega	1964	Establecimientos propios
Polonia	2003	Establecimientos propios

Fuente: Elaboración propia a partir de los informes financieros de Hennes and Mauritz.

Las diferencias y semejanzas encontradas en el comportamiento de ambas son:

**Cuadro 3**

Inditex	Hennes and Mauritz
No inversión en publicidad.	Grandes inversiones en publicidad.
Posee siete formatos comerciales.	Posee dos formatos comerciales.
No asociación con otros diseñadores.	Asociación con importantes diseñadores.
Mayor implantación en el Sur de Europa.	Mayor implantación en el Norte de Europa.
América es el segundo continente en implantación.	América es el segundo continente en implantación.
En América el territorio con mayor implantación es México.	En América sólo se ubica en territorios de América del Norte.
No tiene presencia en Oceanía.	No tiene presencia en Oceanía.
El mercado a explotar es el asiático.	El mercado a explotar es el asiático.
La presencia en Asia asciende al 4% del total de establecimientos con los que cuenta la compañía.	La presencia en Asia asciende al 2% del total de establecimientos con los que cuenta la compañía.
Utiliza Joint-ventures o franquicias para su mercado de Oriente Medio.	Utiliza Joint-ventures o franquicias para su mercado de Oriente Medio.

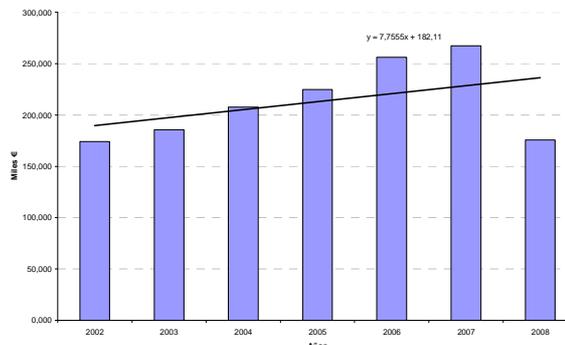
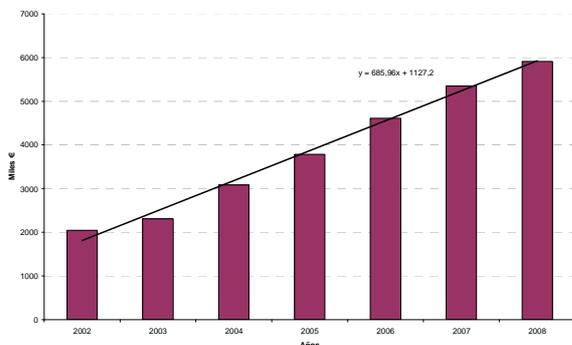
Fuente: Elaboración propia a partir de los informes financieros de Inditex y Hennes and Mauritz.

Finalmente, y para verificar cuál de las dos estrategias es más rentable, se evalúa la evolución del margen bruto y del resultado neto de ambas compañías a través de los siguientes gráficos:

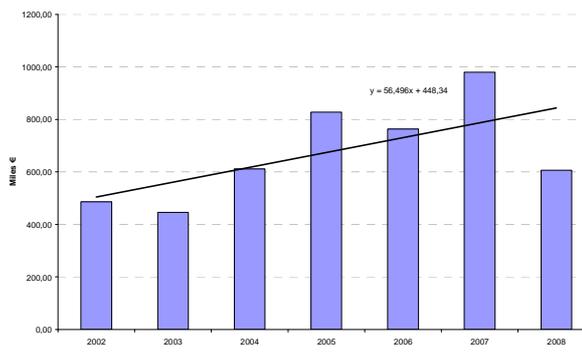
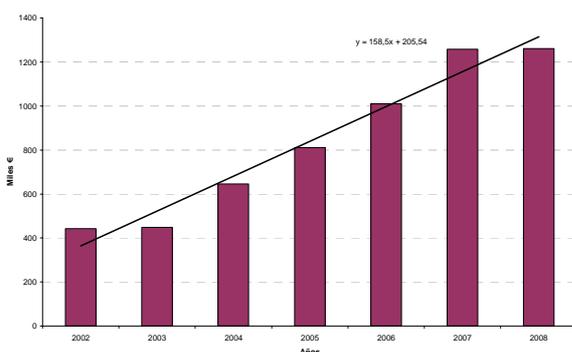
Inditex

Hennes and Mauritz

Margen Bruto



Resultado Neto



Fuente: Elaboración propia a partir de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias consolidadas.

	Inditex	Hennes and Mauritz
<b>Margen Bruto</b>		
Valor pendiente	685,96	7,75
<b>Resultado Neto</b>		
Valor pendiente	158,50	56,50

Para poder comparar cuál de las dos empresas presenta mejores resultados, es necesario conocer la pendiente de la línea de tendencia que indica que a mayor pendiente, mejores serán los resultados obtenidos. Como la pendiente de la línea de tendencia es superior para el caso de Inditex, podemos afirmar que la estrategia que mejores resultados presenta en los gráficos analizados es la suya, es decir que la velocidad de crecimiento de los resultados es mayor en Inditex.

### 3. La apertura de establecimientos de venta al por menor. La clave del éxito.

La diferencia fundamental que se encuentra a la hora de estimar el comportamiento de la apertura neta de establecimientos de venta al por menor, viene determinado por la variable de referencia que utilizan las empresas a la hora de tomar decisiones de inversión internacional.

Para realizar el estudio, se han estimado los modelos a través del programa Eviews 5.0 con datos de los informes financieros anuales de ambas empresas. Más concretamente, se han tomado los datos procedentes de la cuenta de pérdidas y ganancias.

Después de desarrollar un amplio estudio econométrico y del que se muestran todos los resultados obtenidos para todos los modelos planteados en los anexos finales, se ha escogido el modelo de comportamiento para cada empresa que mejores resultados presenta. Las variables analizadas han sido: Margen Bruto, EBIT, EBITDA, Resultado antes de Impuestos, Resultado Neto, Impuesto sobre Beneficios y Tipo de interés.

Comenzamos el análisis con Inditex. En este caso se han tomado los datos pertenecientes al intervalo 2002-2008 con periodicidad trimestral. El método de estimación utilizado es el de Mínimos Cuadrados Ordinarios.

La estimación que mejores resultados presenta es la que tiene como variable endógena el margen bruto<sup>1</sup>:

$$(1) \text{ Aperturas Netas } _t = \beta_0 + \beta_1 \text{ Margen Bruto } _t + \beta_2 \text{ Tipo Interés } _t + \beta_3 \text{ Impuesto sobre Beneficios } _t + \varepsilon _t$$

---

<sup>1</sup> AN: Apertura Neta; MB: Margen Bruto; TI: Tipo de interés legal; IBNFCIOS: Impuesto sobre beneficios; C: Término constante que se representa por el coeficiente  $\beta_0$ .

Dependent Variable: AN  
 Method: Least Squares  
 Sample: 2002Q1 2008Q4  
 Included observations: 28

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MB	-0.001847	0.004075	-0.453280	0.6544
TI	19.69324	6.720240	2.930437	0.0073
IBNFCIOS	1.039643	0.125603	8.277196	0.0000
C	-49.29444	28.19115	-1.748578	0.0931
R-squared	0.804680	Mean dependent var	106.4286	
Adjusted R-squared	0.780265	S.D. dependent var	41.62213	
S.E. of regression	19.51077	Akaike info criterion	8.911374	
Sum squared resid	9136.083	Schwarz criterion	9.101689	
Log likelihood	-120.7592	F-statistic	32.95835	
Durbin-Watson stat	2.053333	Prob(F-statistic)	0.000000	

De la estimación<sup>2</sup> anterior se deduce que el comportamiento entre la apertura neta y el margen bruto es inversamente proporcional, es decir, que a mayor margen bruto, menor será la apertura neta de establecimientos de venta al por menor. Aunque esta idea parece ir en contra de toda lógica, tiene su explicación en un hecho que ha marcado la trayectoria de Inditex y que se analiza en el primer epígrafe del presente artículo, consistente en la escasez de inversión publicitaria.

Al abrir una nueva tienda y por lo tanto, entrar en un nuevo mercado, la falta de agresivas campañas de publicidad hace que el establecimiento no tenga la difusión necesaria y que sus ventas se vean mermadas. Además, de esta idea se concluye que los establecimientos que llevan abiertos más tiempo tienen una rentabilidad superior.

Con respecto a la segunda variable endógena se prueba que la relación existente entre el tipo de interés y la apertura neta es positiva. Por lo tanto, cuando el tipo de interés legal se sitúa en posiciones más elevadas, mayor es el número de tiendas abiertas por la compañía. Ello es consecuencia del aumento de liquidez que se produce en los mercados cuando aumenta la oferta monetaria y por ende, el tipo de interés.

Del mismo modo ocurre con la tercera variable endógena que prueba que a mayor cuantía del impuesto sobre beneficios, mayor será el número de aperturas netas. La

<sup>2</sup> De acuerdo con la tabla anterior, los coeficientes son:  $\beta_0 = -49.29444$ ;  $\beta_1 = -0.001847$ ;  $\beta_2 = 19.69324$ ;  $\beta_3 = 1.039643$ ;  $\varepsilon_t$  representa los errores propios de la estimación

importancia de esta variable se justifica con la siguiente estimación<sup>3</sup> en la cual efectuamos el mismo planteamiento, pero excluyendo del análisis dicha variable:

$$(2) \text{ Aperturas Netas } \tau = \beta_0 + \beta_1 \text{ Margen Bruto } \tau + \beta_2 \text{ Tipo Interés } \tau + \varepsilon \tau$$

Dependent Variable: AN  
Method: Least Squares  
Sample: 1 28  
Included observations: 28

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MB	0.002641	0.007769	0.339949	0.7367
TI	33.87524	12.50025	2.709966	0.0120
C	-45.40792	54.22276	-0.837433	0.4103
R-squared	0.247105	Mean dependent var		106.4286
Adjusted R-squared	0.186874	S.D. dependent var		41.62213
S.E. of regression	37.53214	Akaike info criterion		10.18923
Sum squared resid	35216.54	Schwarz criterion		10.33197
Log likelihood	-139.6492	F-statistic		4.102586
Durbin-Watson stat	1.963508	Prob(F-statistic)		0.028786

Con ello se observa que aparece un error de omisión de variables relevantes, la capacidad predictiva obtenida es muy baja y se han eliminado solamente en un 19% los errores propios de la estimación. Mientras que la capacidad predictiva del modelo inicial es elevada, se ha reducido la existencia de errores en un 78% y las variables son significativas para explicar la variable exógena.

Matriz Correlaciones

	MB	IBNFCIOS	TI
MB	1.000000	0.184165	0.209417
IBNFCIOS	0.184165	1.000000	0.283608
TI	0.209417	0.283608	1.000000

La matriz de correlaciones prueba que el modelo no presenta multicolinealidad.

<sup>3</sup> De acuerdo con la tabla anterior, los coeficientes son:  $\beta_0 = -45.40792$ ;  $\beta_1 = 0.002641$ ;  $\beta_2 = 33.87524$ ;  $\varepsilon \tau$  representa los errores propios de la estimación

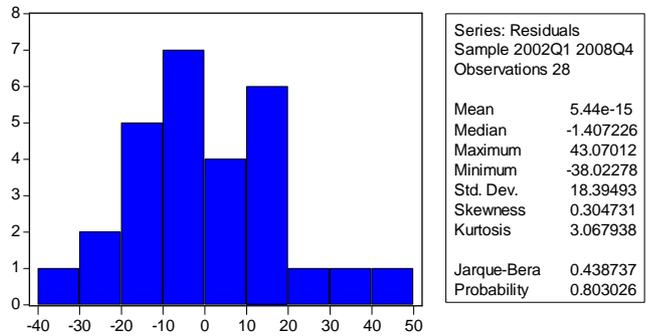
Correlogram Q-Statistics

Sample: 2002Q1 2008Q4  
Included observations: 28

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
.   .	.   .	1	-0.037	-0.037	0.0436	0.835
.  *   .	.  *   .	2	0.180	0.179	1.0901	0.580
.  *   .	.  *   .	3	-0.114	-0.106	1.5304	0.675
.  **   .	.  **   .	4	-0.252	-0.302	3.7447	0.442
.  ***   .	.  ***   .	5	-0.328	-0.350	7.6676	0.176
.  *   .	.  *   .	6	-0.182	-0.187	8.9312	0.177
.  *   .	.  *   .	7	0.106	0.177	9.3836	0.226
.  *   .	.  *   .	8	0.142	0.169	10.226	0.250
.  *   .	.  *   .	9	0.078	-0.186	10.497	0.312
.  *   .	.  *   .	10	0.169	-0.157	11.824	0.297
.   .	.   .	11	0.051	0.060	11.951	0.367
.   .	.  **   .	12	0.001	0.244	11.951	0.450

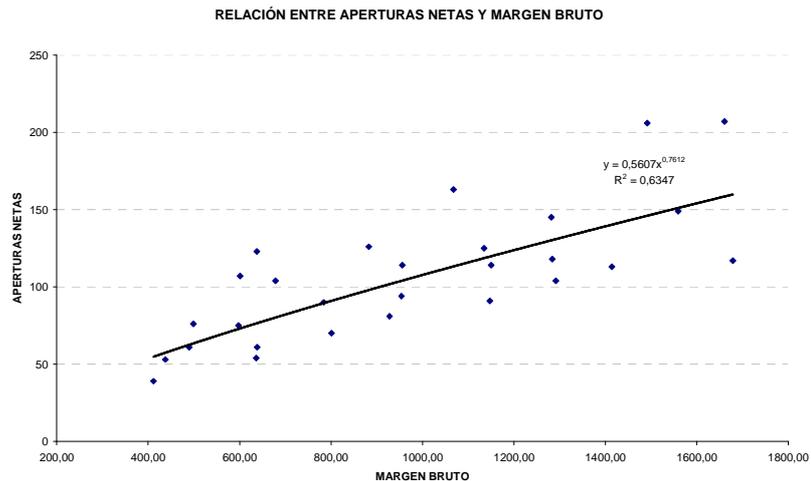
El correlograma prueba que el modelo no presenta autocorrelación.

Histogram-Normality Test



El test de Jarque-Bera prueba que la distribución que sigue la perturbación del modelo es una Normal.

Para argumentar que la variable margen bruto es la que mayor importancia presenta a la hora de explicar la apertura neta de establecimientos de venta al por menor, nos apoyamos en una regresión gráfica donde se observa que por sí sola la variable endógena explica en un 63% la variable exógena a estudiar.



Para Hennes and Mauritz los datos analizados corresponden al intervalo 1997-2008 y son de periodicidad anual. El análisis ha seguido las mismas pautas que para Inditex y, como ya se ha comentado, los resultados de todas las estimaciones descartadas se muestran en los anexos finales.

La estimación<sup>4</sup> que mejores resultados presenta es la que tiene como variable endógena el resultado neto:

$$(3) \text{ Aperturas Netas}_t = \beta_0 + \beta_1 \text{ Resultado Neto}_t + \beta_2 \text{ Tipo Interés}_t + \beta_3 \text{ Impuesto sobre Beneficios}_t + \varepsilon_t$$

Dependent Variable: AN  
Method: Least Squares  
Sample: 1997 2008  
Included observations: 12

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RN	0.000222	5.96E-05	3.718370	0.0059
TI	33.21762	21.08729	1.575243	0.1538
IBNFICIOS	0.000911	0.001092	0.834088	0.4284
C	-156.2079	107.0726	-1.458897	0.1827
R-squared	0.789584	Mean dependent var		114.4167
Adjusted R-squared	0.710677	S.D. dependent var		61.31211
S.E. of regression	32.97900	Akaike info criterion		10.09082
Sum squared resid	8700.914	Schwarz criterion		10.25246
Log likelihood	-56.54492	F-statistic		10.00661
Durbin-Watson stat	2.102556	Prob(F-statistic)		0.004398

<sup>4</sup> AN: Aperturas Netas; RN: Resultado Neto; TI: Tipo de Interés; IBNFICIOS: Impuesto sobre beneficios; C: Término constante representado por  $\beta_0$ .

El resultado<sup>5</sup> más relevante se centra en la idea de que el resultado neto y la apertura neta de establecimientos de venta al por menor tienen una relación directamente proporcional. El tipo de interés y el impuesto sobre beneficios también muestran una relación directamente proporcional con la apertura neta.

Además, en la regresión planteada se observa que se han reducido los errores de estimación del modelo en un 71%, que las variables endógenas son significativas a la hora de explicar la variable exógena a analizar y que su capacidad predictiva es elevada.

Matriz de Correlaciones

	RN	TI	IBNFICIOS
RN	1.000000	-0.636496	0.758973
TI	-0.636496	1.000000	-0.861284
IBNFICIOS	0.758973	-0.861284	1.000000

Al existir un valor próximo a cero de la matriz de correlaciones, existen indicios de multicolinealidad entre las variables explicativas resultado neto e impuesto sobre beneficios.

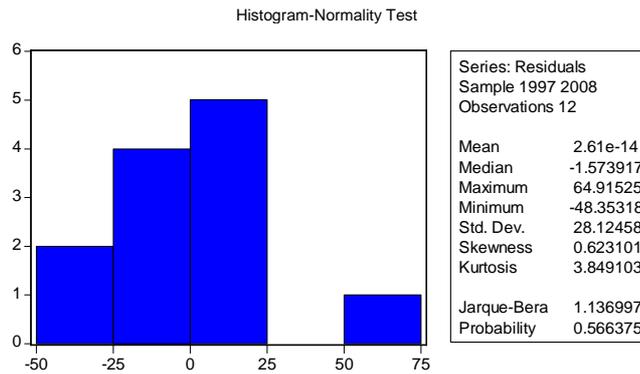
Correlogram Q-Statistics

Simple: 1997 2008  
Included observations: 12

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
.**  .	.**  .	1	-0.299	-0.299	1.3609	0.243
.  *  .	.  *  .	2	0.155	0.072	1.7640	0.414
. *  .	. *  .	3	-0.150	-0.095	2.1848	0.535
.   .	.   .	4	0.043	-0.036	2.2242	0.695
.  *  .	.  *  .	5	0.132	0.174	2.6429	0.755
.***  .	.***  .	6	-0.384	-0.366	6.7802	0.342
.   .	.**  .	7	0.026	-0.226	6.8035	0.450
.   .	.  *  .	8	0.031	0.143	6.8451	0.553
.   .	.   .	9	0.054	-0.001	7.0067	0.636
.   .	. *  .	10	-0.039	-0.103	7.1322	0.713
. *  .	.   .	11	-0.070	0.041	7.9567	0.717

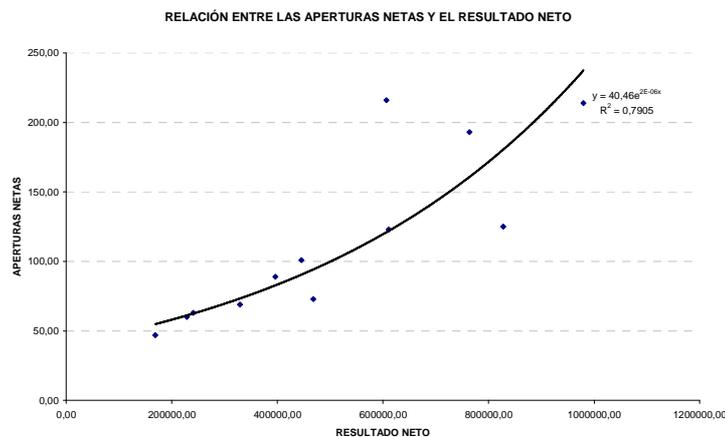
El correlograma prueba la no existencia de autocorrelación en el modelo.

<sup>5</sup> De acuerdo con la tabla anterior, los coeficientes son:  $\beta_0 = -156.2079$ ;  $\beta_1 = -0.000222$ ;  $\beta_2 = 33.21762$ ;  $\beta_3 = 0.000911$ ;  $\varepsilon_t$  representa los errores propios de la estimación



El test de Jarque-Bera prueba que la distribución que sigue la perturbación del modelo es una Normal.

Al igual que para Inditex, para poder establecer el resultado neto como la principal variable explicativa del modelo, se realiza una regresión gráfica entre la variable endógena y la exógena, donde se observa que el resultado neto de manera independiente explica en un 79% la apertura neta.



Como en la matriz de correlaciones se observa que hay una correlación elevada entre las variables resultado neto e impuesto sobre beneficios, lo que puede alterar las propiedades de los estimadores; se ha procedido a realizar la estimación del modelo excluyendo la variable impuesto sobre beneficios.

$$(4) \text{ Aperturas Netas}_t = \beta_0 + \beta_1 \text{ Resultado Neto}_t + \beta_2 \text{ Tipo Interés}_t + \varepsilon_t$$

Dependent Variable: AN  
 Method: Least Squares  
 Sample: 1997 2008  
 Included observations: 12

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RN	0.000248	4.94E-05	5.028339	0.0007
TI	19.97176	13.63711	1.464515	0.1771
C	-94.17131	75.71049	-1.243834	0.2450
R-squared	0.771285	Mean dependent var		114.4167
Adjusted R-squared	0.720460	S.D. dependent var		61.31211
S.E. of regression	32.41668	Akaike info criterion		10.00754
Sum squared resid	9457.570	Schwarz criterion		10.12877
Log likelihood	-57.04525	F-statistic		15.17515
Durbin-Watson stat	2.317969	Prob(F-statistic)		0.001309

Como en la estimación<sup>6</sup> se observa que la capacidad predictiva del modelo no ha sufrido cambios, que se han eliminado en un 72% los errores propios de la estimación y que las variables siguen siendo significativas a la hora de estimar el comportamiento de la apertura neta de establecimientos al por menor. Podemos decir, que en la estimación de este segundo modelo no se ha incurrido en un error de omisión de variables relevantes.

Matriz de Correlaciones

	RN	TI
RN	1.000000	-0.636496
TI	-0.636496	1.000000

La matriz de correlaciones demuestra que no existe multicolinealidad en el modelo.

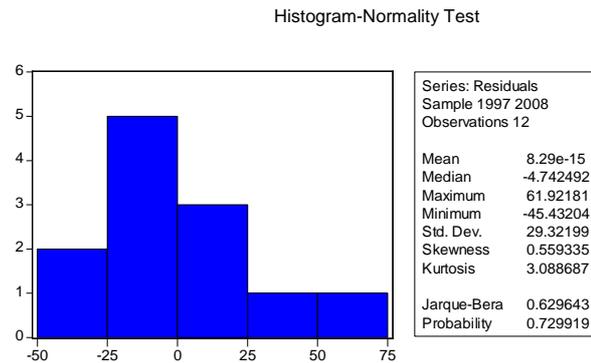
Correlogram Q-Statistics

Sample: 1997 2008  
 Included observations: 12

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
.***  .	.***  .	1	-0.363	-0.363	2.0168	0.156
.  **  .	.  *  .	2	0.290	0.182	3.4333	0.180
. *  .	.   .	3	-0.106	0.055	3.6444	0.303
. *  .	. *  .	4	-0.072	-0.170	3.7533	0.440
.  *  .	.  *  .	5	0.142	0.102	4.2401	0.515
.***  .	.**  .	6	-0.345	-0.265	7.5789	0.271
.   .	.**  .	7	0.010	-0.295	7.5820	0.371
.   .	.   .	8	-0.052	0.033	7.6961	0.464
.   .	.  *  .	9	0.064	0.150	7.9224	0.542
.   .	. *  .	10	-0.030	-0.105	7.9967	0.629
.   .	. *  .	11	-0.037	-0.090	8.2272	0.693

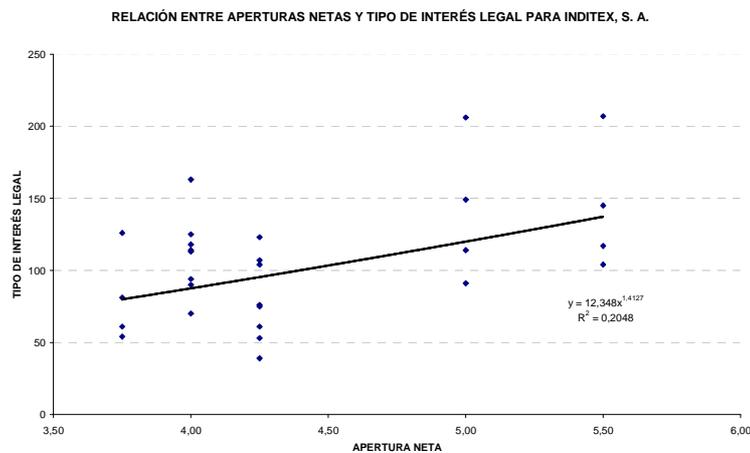
<sup>6</sup> De acuerdo con la tabla anterior, los coeficientes son:  $\beta_0 = -94.17131$ ;  $\beta_1 = 0.000248$ ;  $\beta_2 = 19.97176$ ;  $\epsilon_t$  representa los errores propios de la estimación

El correlograma demuestra que no existe autocorrelación en el modelo.

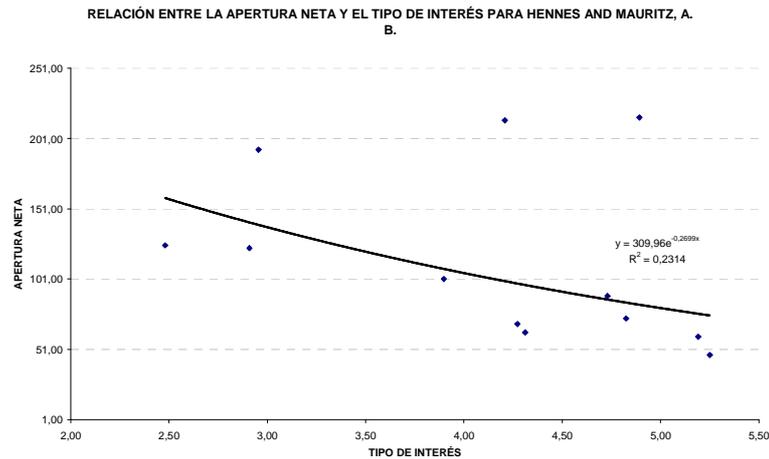


El test de Jarque-Bera prueba que la distribución que sigue la perturbación del modelo es una Normal.

Por último, en las siguientes regresiones gráficas se demuestra que el tipo de interés legal no puede explicar, de manera independiente, el comportamiento de la apertura neta de establecimientos de venta al por menor.



Para Inditex y mediante una regresión potencial, el tipo de interés legal sólo explica en un 20% el comportamiento de las aperturas netas de establecimientos de venta al por menor.



Para Hennes and Mauritz y mediante un regresión exponencial, el tipo de interés legal sólo explica en un 23% el comportamiento de las aperturas netas de establecimientos de venta al por menor.

#### 4. Conclusiones.

La diferencia fundamental entre ambos grupos empresariales reside en la inversión publicitaria realizada y en el número de formatos comerciales de que disponen. Mientras Inditex realiza inversiones mínimas en publicidad y posee siete formatos comerciales, Hennes and Mauritz realiza agresivas campañas publicitarias y posee dos formatos comerciales.

Se ha estudiado cómo afecta la proximidad geográfica a la apertura neta de establecimientos de venta al por menor, concluyéndose que para el caso de Inditex la implantación será mayor en España, Portugal, Italia y Francia y para el caso de Hennes and Mauritz la implantación será mayor en Alemania, Reino Unido y Suecia. Por lo tanto, se puede afirmar que en ambos casos la proximidad geográfica es directamente proporcional al número de establecimientos de venta al por menor que posea la compañía en un territorio concreto.

En ambos casos se concluye que el segundo territorio con mayor implantación es América. Inditex sitúa la mayoría de sus establecimientos en América del Sur y más concretamente en México, mientras que en el caso de Hennes and Mauritz, América del Norte es el segmento geográfico que más establecimientos concentra. Con lo que se prueba que la semejanza cultural condiciona la apertura de establecimientos de venta al por menor; cuantas más semejanzas culturales

existan entre el país de destino y el país de origen, mayor será el número de establecimientos que tienen.

Como mercado a explotar, ambos grupos empresariales muestran que Asia es un territorio idóneo para expandirse a corto plazo. Además, para entrar en los mercados de Oriente Medio ambos grupos utilizan las Joint-ventures o las franquicias. De este modo se prueban las hipótesis que versan sobre la relación existente entre el tamaño de un mercado, sus posibilidades de crecimiento y la legislación que le es aplicable. La conclusión final plantea que el tamaño de un mercado y su posibilidad de crecimiento condicionan de manera directamente proporcional la inversión en un territorio concreto y que la forma idónea de acceso a territorios donde los trámites administrativos para implantarse son costosos y lentos, es a través de asociaciones con empresas locales por medio de Joint-ventures o franquicias.

Por último, y como consecuencia del análisis gráfico que se realiza del margen bruto y del resultado neto, se puede afirmar que la estrategia de Inditex es más rentable que la de Hennes and Mauritz, basando esta conclusión en la pendiente de la línea de tendencia.

Por otra parte, en el caso de Inditex, la variable que mayor importancia presenta en la estimación de la apertura neta de establecimientos de venta al por menor es el margen bruto, siendo su evolución inversamente proporcional a la variable exógena a analizar. Además, la inclusión en el análisis econométrico del impuesto sobre beneficios es determinante porque su exclusión conlleva un error de omisión de variables relevantes. Por lo tanto, se demuestra que el modelo econométrico que condiciona la apertura neta de establecimientos de venta al por menor viene determinado por la ecuación siguiente:

$$\text{Aperturas Netas}_t = \beta_0 + \beta_1 \text{ Margen Bruto}_t + \beta_2 \text{ Tipo Interés}_t + \beta_3 \text{ Impuesto sobre Beneficios}_t + \varepsilon_t$$

En el caso de Hennes and Mauritz, el comportamiento de la apertura neta de establecimientos de venta al por menor vendrá determinado fundamentalmente por la evolución del resultado neto. En este caso, la inclusión en el modelo del

impuesto sobre beneficios carecería de interés y, además, provocaría la aparición de problemas de multicolinealidad que limitarían las propiedades de los estimadores. Por tanto, se concluye que el modelo óptimo para evaluar el comportamiento de la apertura neta de establecimientos de venta al por menor vendrá determinado por:

$$\text{Aperturas Netas}_t = \beta_0 + \beta_1 \text{ Resultado Neto}_t + \beta_2 \text{ Tipo Interés}_t + \varepsilon_t$$

El presente estudio pone de manifiesto cómo la diferente estructura de los gastos operativos, financieros y fiscales recogidos en las cuentas anuales de ambas empresas mediatiza el cambio de las variables predictivas de la apertura neta de establecimientos de venta.

Finalmente, se ha demostrado que la variable tipo de interés legal carece de importancia, por sí sola, para evaluar el comportamiento de la apertura de establecimientos para ambos grupos empresariales.

Como conclusión adicional, los modelos permiten predecir la apertura neta de establecimientos de venta al por menor a través de los datos obtenidos en el presupuesto maestro en relación con las variables que lo condicionan.

## Referencias

Alonso Álvarez, L. (2000) *“Vistiendo a tres continentes: La ventaja competitiva del grupo Inditex-Zara, 1963-1999”*. Revista de Historia Mundial, N ° 18, pp. 157-184.

Banco Central Europeo ([www.ebc.int](http://www.ebc.int))

Hennes and Mauritz, A.B. ([www.hm.com](http://www.hm.com))

Inditex, S.A. ([www.inditex.es](http://www.inditex.es))

Informes financieros anuales consolidados de Hennes and Mauritz, A.B. (1997-2008)

([http://www.hm.com/es/investorrelations/financialreports/annualreports\\_\\_investorannualreports.nhtml](http://www.hm.com/es/investorrelations/financialreports/annualreports__investorannualreports.nhtml))

Informes financieros anuales consolidados de Inditex, S.A. (2002-2008) ([www.cnmv.es](http://www.cnmv.es))

Instituto Nacional de Estadística ([www.ine.es](http://www.ine.es))

Lopez, C. y Fran, Y. (2009) *“Internationalisation of the Spanish fashion brand Zara”*. Journal of Fashion Marketing and Management. Vol. 13, N ° 2 pp. 279-296.

Montgomery, D. C. y Runger, G. C. (2001) *“Probabilidad y Estadísticas aplicadas a la ingeniería”* Ed. McGrawHill

Norma Internacional de Información Financiera N° 8 ([www.icac.meh.es/Temp/20100324172648.pdf](http://www.icac.meh.es/Temp/20100324172648.pdf))

Norma Internacional de Contabilidad N° 14 ([cpn.mef.gob.pe/cpn/Libro3/nics/NIC14\\_04.pdf](http://cpn.mef.gob.pe/cpn/Libro3/nics/NIC14_04.pdf))

**Anexo I: Datos de Inditex (miles de €)**

	TRIMESTRES	APERTURAS NETAS	MARGEN BRUTO	EBITDA	EBIT	RAI	IMPUESTO SOBRE BENEFICIOS	RESULTADO NETO	TIPO INTERÉS
2002	I	53	437,60	166,20	115,90	101,80	-33,60	68,20	4,25
	II	39	411,80	141,40	87,90	81,90	-18,90	54,30	4,25
	III	107	601,00	298,20	243,60	236,60	-72,80	156,10	4,25
	IV	75	597,40	262,30	212,10	209,20	-47,40	163,90	4,25
2003	I	76	499,30	179,40	124,30	125,50	-36,20	84,40	4,25
	II	61	490,00	156,10	99,40	96,20	-24,40	63,80	4,25
	III	123	637,80	265,00	203,60	199,70	-51,90	140,90	4,25
	IV	104	678,90	272,90	199,70	197,70	-52,40	159,60	4,25
2004	I	61	638,3	221,5	154,8	149,5	-44	105,6	3,75
	II	54	636,2	204,4	131,2	124,6	-38,5	86,1	3,75
	III	126	882,9	394,7	318,2	310,3	-87,1	223,2	3,75
	IV	81	927,9	406,8	317,8	312,3	-81,4	230,9	3,75
2005	I	90	783,7	260,9	180	179,2	-52,9	126,3	4
	II	70	800,9	257	165,1	177,5	-54,1	123,4	4
	III	163	1068,2	469,9	375,1	368,8	-88,9	279,9	4
	IV	125	1134,9	471,5	373,4	376	-94,7	281,3	4
2006	I	114	956	313	214	209	-57	151	4
	II	94	954	292	191	195	-51	145	4
	III	118	1284	579	470	467	-124	342	4
	IV	113	1414	606	482	469	-97	372	4
2007	I	114	1150,3	397,2	280,7	276,3	-75,7	200,6	5
	II	91	1147,5	384,4	261,7	262,4	-68,1	194,3	5
	III	206	1491,8	693,3	572,2	575,3	-140,4	434,9	5
	IV	149	1559,2	673,9	537,6	531,7	-103,7	428	5
2008	I	145	1282	424	294	293	-74	218	5,5
	II	104	1292	398	253	247	-55	192	5,5
	III	207	1661	723	585	576	-135	441	5,5
	IV	117	1679	642	477	471	-61	410	5,5

Fuente: Cuenta de Pérdidas y Ganancias Consolidadas y Memoria de Inditex (2002-2008)

**Anexo II: Datos de Hennes and Mauritz (miles de €)**

	Apertura Neta	Margen Bruto	EBITDA	EBIT	RAI	Impuesto sobre Beneficios	Resultado Neto	Tipo de Interés
1997	47	21,28	9,15	2,43	251,19	0,82	169,09	5,25
1998	60	26,65	11,48	3,33	346,82	1,18	228,69	5,19
1999	63	112,95	45,25	40,47	272,51	16,02	240,78	4,31
2000	69	125,04	50,23	44,62	334,55	5,52	329,03	4,27
2001	89	151,38	72,09	66,37	395,52	-0,97	396,49	4,73
2002	73	174,25	86,26	80,58	483,13	14,89	486,24	4,83
2003	101	185,52	91,60	85,92	482,18	36,57	445,61	3,90
2004	123	207,63	102,56	96,66	645,81	35,24	610,58	2,91
2005	125	224,96	116,83	110,28	875,34	47,28	828,06	2,48
2006	193	256,40	131,26	123,48	828,75	65,25	763,50	2,96
2007	214	267,34	120,27	110,98	1015,88	35,98	979,90	4,21
2008	216	175,83	37,29	28,54	617,83	11,46	606,37	4,89

Fuente: Cuenta de Pérdidas y Ganancias Consolidadas y Memoria de Hennes and Mauritz (1997-2008)

### Anexo III: Resultados de las estimaciones descartadas para Inditex.

#### EBIT

Dependent Variable: AN  
Method: Least Squares  
Sample: 2002Q1 2008Q4  
Included observations: 28

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EBIT	-0.005713	0.075899	-0.075277	0.9406
TI	19.46549	7.624360	2.553065	0.0175
IBNFCIOS	1.055462	0.334980	3.150819	0.0043
C	-49.88036	32.58943	-1.530569	0.1390
R-squared	0.803054	Mean dependent var	106.4286	
Adjusted R-squared	0.778436	S.D. dependent var	41.62213	
S.E. of regression	19.59179	Akaike info criterion	8.919662	
Sum squared resid	9212.121	Schwarz criterion	9.109977	
Log likelihood	-120.8753	F-statistic	32.62027	
Durbin-Watson stat	2.056189	Prob(F-statistic)	0.000000	

#### EBITDA

Dependent Variable: AN  
Method: Least Squares  
Sample: 2002Q1 2008Q4  
Included observations: 28

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EBITDA	-0.019209	0.061649	-0.311581	0.7580
TI	20.74632	8.318950	2.493862	0.0199
IBNFCIOS	1.119162	0.306107	3.656119	0.0013
C	-54.25325	33.44487	-1.622169	0.1178
R-squared	0.803801	Mean dependent var	106.4286	
Adjusted R-squared	0.779276	S.D. dependent var	41.62213	
S.E. of regression	19.55460	Akaike info criterion	8.915861	
Sum squared resid	9177.173	Schwarz criterion	9.106176	
Log likelihood	-120.8221	F-statistic	32.77496	
Durbin-Watson stat	2.038191	Prob(F-statistic)	0.000000	

#### Resultado antes de Impuestos

Dependent Variable: AN  
Method: Least Squares  
Sample: 2002Q1 2008Q4  
Included observations: 28

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RAI	-0.004096	0.078389	-0.052253	0.9588
TI	19.38503	7.674419	2.525929	0.0185
IBNFCIOS	1.048825	0.344212	3.047030	0.0055
C	-49.54386	32.94554	-1.503811	0.1457
R-squared	0.803030	Mean dependent var	106.4286	
Adjusted R-squared	0.778409	S.D. dependent var	41.62213	
S.E. of regression	19.59299	Akaike info criterion	8.919785	
Sum squared resid	9213.248	Schwarz criterion	9.110100	
Log likelihood	-120.8770	F-statistic	32.61530	
Durbin-Watson stat	2.056675	Prob(F-statistic)	0.000000	

#### Resultado Neto

Dependent Variable: AN  
Method: Least Squares  
Sample: 2002Q1 2008Q4  
Included observations: 28

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RN	-0.003055	0.077644	-0.039345	0.9689
TI	19.33369	7.649526	2.527437	0.0185
IBNFCIOS	1.041592	0.272454	3.823004	0.0008
C	-49.32476	32.93514	-1.497633	0.1473
R-squared	0.803020	Mean dependent var	106.4286	
Adjusted R-squared	0.778398	S.D. dependent var	41.62213	
S.E. of regression	19.59347	Akaike info criterion	8.919834	
Sum squared resid	9213.702	Schwarz criterion	9.110149	
Log likelihood	-120.8777	F-statistic	32.61330	
Durbin-Watson stat	2.056511	Prob(F-statistic)	0.000000	

**Anexo IV: Resultados de las estimaciones descartadas para Hennes and Mauritz.**

**Margen Bruto**

Dependent Variable: AN  
Method: Least Squares  
Sample: 1997 2008  
Included observations: 12

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MB	0.000659	0.000256	2.567696	0.0332
TI	40.55756	25.78568	1.572871	0.1544
IBNFICIOS	0.001255	0.001335	0.940078	0.3747
C	-188.3527	133.5845	-1.409989	0.1962
R-squared	0.685288	Mean dependent var	114.4167	
Adjusted R-squared	0.567271	S.D. dependent var	61.31211	
S.E. of regression	40.33240	Akaike info criterion	10.49339	
Sum squared resid	13013.62	Schwarz criterion	10.65502	
Log likelihood	-58.96033	F-statistic	5.806696	
Durbin-Watson stat	0.955615	Prob(F-statistic)	0.020870	

**EBIT**

Dependent Variable: AN  
Method: Least Squares  
Sample: 1997 2008  
Included observations: 12

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EBIT	0.000388	0.000765	0.506772	0.6260
TI	41.65925	35.30610	1.179945	0.2719
IBNFICIOS	0.002606	0.001780	1.464035	0.1813
C	-143.0209	184.6644	-0.774491	0.4609
R-squared	0.443780	Mean dependent var	114.4167	
Adjusted R-squared	0.235197	S.D. dependent var	61.31211	
S.E. of regression	53.61928	Akaike info criterion	11.06290	
Sum squared resid	23000.21	Schwarz criterion	11.22453	
Log likelihood	-62.37738	F-statistic	2.127598	
Durbin-Watson stat	0.766003	Prob(F-statistic)	0.174935	

**EBITDA**

Dependent Variable: AN  
Method: Least Squares  
Sample: 1997 2008  
Included observations: 12

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EBITDA	0.000484	0.000764	0.633326	0.5442
TI	41.94804	34.73010	1.207830	0.2616
IBNFICIOS	0.002450	0.001800	1.361074	0.2106
C	-150.3046	182.7609	-0.822411	0.4347
R-squared	0.453333	Mean dependent var	114.4167	
Adjusted R-squared	0.248332	S.D. dependent var	61.31211	
S.E. of regression	53.15684	Akaike info criterion	11.04557	
Sum squared resid	22605.20	Schwarz criterion	11.20721	
Log likelihood	-62.27343	F-statistic	2.211375	
Durbin-Watson stat	0.765456	Prob(F-statistic)	0.164374	

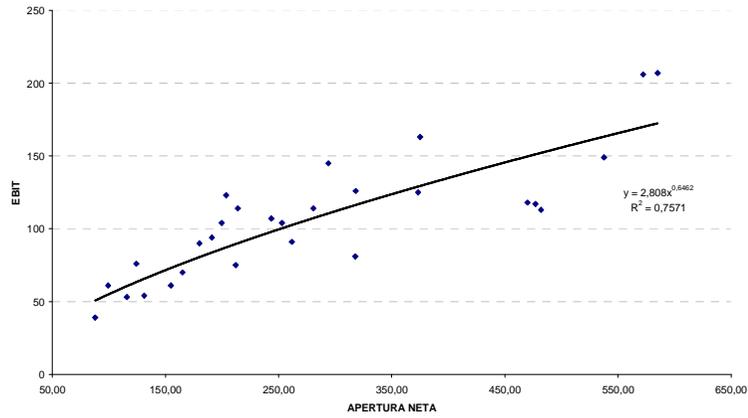
**Resultado antes de Impuestos**

Dependent Variable: AN  
Method: Least Squares  
Sample: 1997 2008  
Included observations: 12

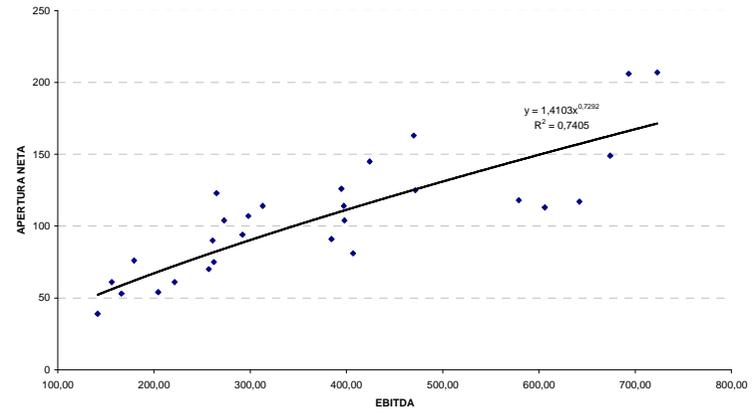
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RAI	0.000226	6.82E-05	3.321325	0.0105
TI	28.69684	22.70029	1.264162	0.2418
IBNFICIOS	0.000668	0.001227	0.544071	0.6012
C	-143.5085	114.3384	-1.255121	0.2449
R-squared	0.758680	Mean dependent var	114.4167	
Adjusted R-squared	0.668185	S.D. dependent var	61.31211	
S.E. of regression	35.31785	Akaike info criterion	10.22786	
Sum squared resid	9978.802	Schwarz criterion	10.38949	
Log likelihood	-57.36713	F-statistic	8.383669	
Durbin-Watson stat	1.980166	Prob(F-statistic)	0.007495	

## Anexo V: Relaciones gráficas descartadas para Inditex

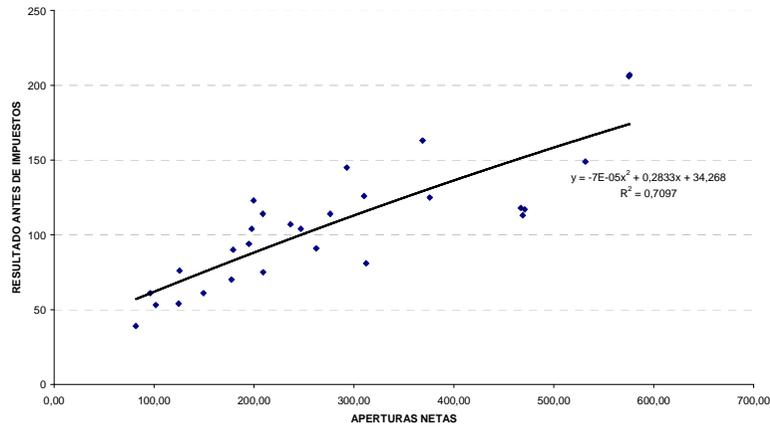
RELACIÓN ENTRE APERTURAS NETAS Y EBIT



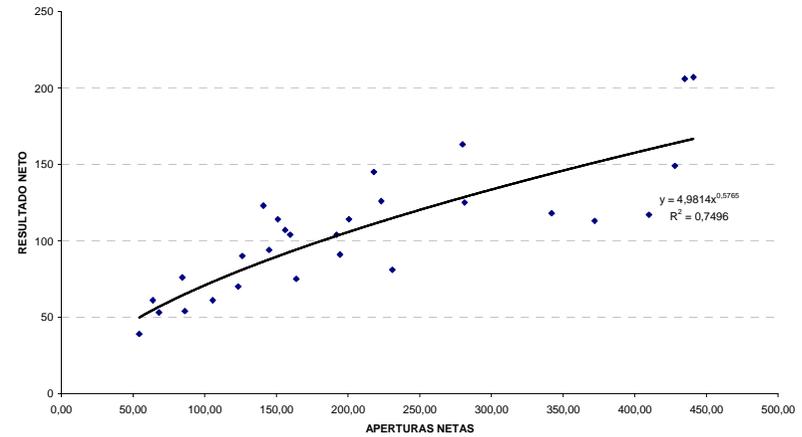
RELACIÓN ENTRE APERTURAS NETAS Y EBITDA



RELACIÓN ENTRE APERTURAS NETAS Y RESULTADO DEL EJERCICIO ANTES DE IMPUESTOS

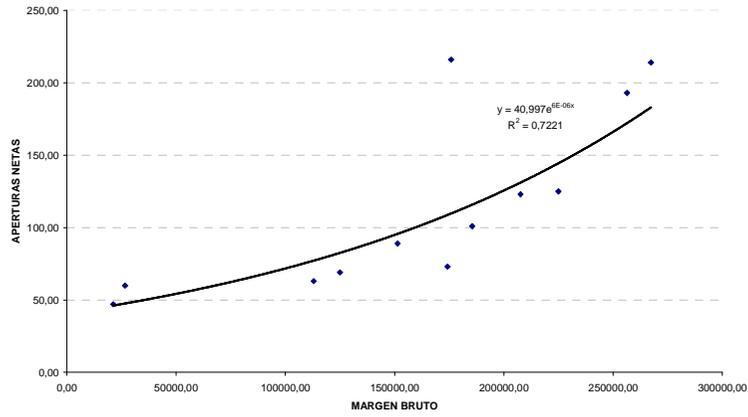


RELACIÓN ENTRE APERTURAS NETAS Y RESULTADO NETO

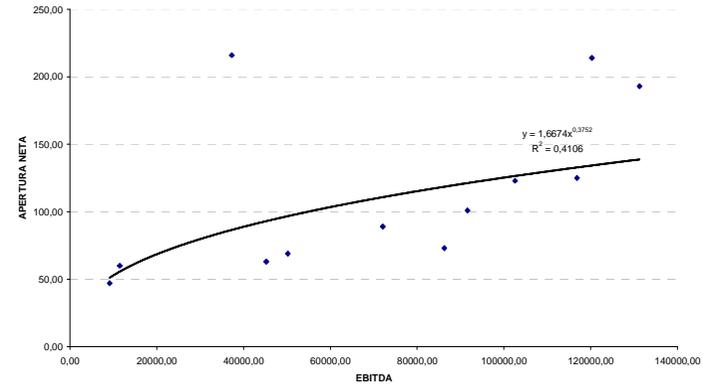


**Anexo VI: Relaciones gráficas descartadas para Hennes and Maurtiz**

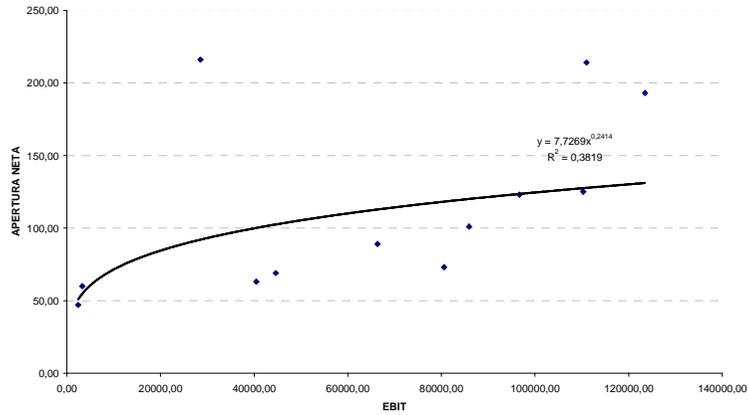
RELACIÓN ENTRE APERTURAS NETAS Y MARGEN BRUTO



RELACIÓN ENTRE APERTURA NETA Y EBITDA



RELACIÓN ENTRE APERTURA NETA Y EBIT



RELACIÓN ENTRE APERTURA NETA Y RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS

