

# Análisis de los estados financieros de Sacyr, S.A., en el período 2008-2017. Recuperación del sector construcción tras la crisis económica

Olga Savin  
(osavin@uoc.edu)  
febrero de 2019

**Trabajo Final de Grado**  
**Ámbito de especialización: Análisis económico-financiero**  
**Memoria final**

---

**Curso 2018-2019, semestre 1**



## **Índice**

Resumen .....	4
Abstract .....	4
INTRODUCCIÓN.....	5
1. ANÁLISIS INTERNO DE SACYR, S.A.: ASPECTOS CUALITATIVOS.....	6
1.1. Breve reseña histórica.....	6
1.2. EL GRUPO SACYR EN LA ACTUALIDAD .....	7
2. ANÁLISIS INTERNO DE SACYR, S.A.: ANÁLISIS CUANTITATIVO.....	9
2.1. Análisis del balance de situación .....	9
2.2. Análisis de la cuenta de pérdidas y ganancias .....	15
2.3. Análisis de la rentabilidad.....	18
2.4. Análisis del estado de flujos de efectivo.....	20
2.5. Análisis de los estados de cambio en el patrimonio neto (ECPN).....	21
3. IMPLICACIONES ÉTICAS Y SOCIALES.....	23
4. ANÁLISIS DEL ENTORNO Y RASGOS CARACTERÍSTICOS DEL SECTOR.....	24
4.1. SECTOR CONSTRUCCIÓN, RASGOS CARACTERÍSTICOS .....	24
4.2. INCIDENCIA DEL SECTOR CONSTRUCCIÓN EN LOS DATOS MACROECONÓMICOS EN EL PERIODO 2008-2017.....	28
5. POSICIONAMIENTO DE SACYR, S.A. DENTRO DEL SECTOR. COMPARACIÓN CON OTRAS EMPRESAS .....	33
5.1. ESTRUCTURA DEL ACTIVO .....	35
5.2. ESTRUCTURA DEL PASIVO .....	37
5.3. ANÁLISIS FINANCIERO .....	38
5.4. ANÁLISIS DE RENTABILIDAD .....	40
6. ANÁLISIS DAFO .....	41
7. PERSPECTIVAS FUTURAS Y RECOMENDACIONES .....	42
CONCLUSIONES.....	48
VALORACIÓN Y AUTOEVALUACIÓN.....	49
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	49

## **Análisis de los estados financieros de Sacyr, S.A., en el período 2008-2017. Recuperación del sector construcción tras la crisis económica**

Olga Savin (osavin@uoc.edu)

*Estudios de economía y empresa (Grado en Administración y Dirección de Empresas – Análisis económico-financiero)*

### **Resumen**

En este trabajo se realiza el estudio económico-financiero del grupo Sacyr, S.A. durante el periodo 2008-2017, a través del análisis de sus cuentas anuales, el entorno en el que desarrolla su actividad, como también de la evolución del entorno macroeconómico, para responder a la pregunta básica: *¿Está recuperado el sector construcción después de la crisis?*

El sector construcción, a pesar de la última crisis financiera mundial, sigue teniendo un peso importante en la economía de los países, aunque el ritmo de crecimiento ya no es tan intenso, denotando más bien una fase de estancamiento.

En el caso de Sacyr, la crisis le ha hecho intensificar su internacionalización y diversificar las actividades desarrolladas, abandonando el subsector inmobiliario, a pesar de tratarse de una actividad básica de la sociedad. La sociedad persigue el objetivo de aumentar su cartera, incrementando continuamente las deudas y los gastos financieros, para poder financiar los nuevos proyectos. No obstante, las ventas en 2017 siguen por debajo del 60% del importe correspondiente a 2008, cuando estalló la crisis.

El estudio finaliza con el análisis de las perspectivas futuras de Sacyr y una serie de recomendaciones.

**Palabras clave:**

Análisis económico-financiero, sector construcción, crisis económica, DAFO, Sacyr.

### **Abstract**

The focus of this study is on the economic and financial analysis of Sacyr from 2008 to 2017, through the analysis of its annual reports, its business and macroeconomic environment, in order to answer to the main question: *Is the construction sector recovered after the crisis?*

The construction sector, despite the latest global financial crisis, continues to have an important weight in the economies of the countries, although the growth rate is no longer so intense, denoting rather a phase of stagnation.

Sacyr has intensified its internationalization and efforts on diversification its activities, leaving the real estate subsector, despite being a core activity of the company. The company pursues the objective of increasing its portfolio, continuously increasing debts and financial expenses, in order to finance new projects. However, sales in 2017 remain below 60% of the amount corresponding to 2008, when the crisis broke.

The study ends with the analysis of Sacyr's future perspectives and several recommendations, in order to improve its image and financial statement.

**Keywords:**

Economic and financial analysis, construction sector, economic crisis, SWOT, Sacyr.

## INTRODUCCIÓN

El presente Trabajo Final de Grado (TFG) versará sobre el análisis económico y financiero de la sociedad Sacyr, S.A., como grupo consolidado de empresas. El periodo elegido para realizar el estudio es de 10 ejercicios, desde 2008 hasta 2017 inclusive.

### Justificación

El análisis económico y financiero de las empresas tiene como propósito diagnosticar las empresas para determinar su capacidad de generar beneficios, pero también la posibilidad futura de hacer frente a los compromisos de pago, lo que tiene repercusión directa sobre la toma de decisiones por parte de los directivos, a nivel interno, y por parte de los accionistas existentes o potenciales (inversores), a nivel externo. Este importante objetivo es el que motiva a realizar el TFG en el área respectiva.

Por otro lado, el inicio del periodo elegido para el análisis coincide con la crisis económica mundial, que según algunos autores corresponde al inicio de la segunda fase (Fase B) de la onda de Kondratieff<sup>1</sup>. Puesto que el sector de la construcción es uno de los que fue más sacudido como consecuencia de la “burbuja inmobiliaria”, resulta de especial interés estudiar cómo evoluciona el sector en los últimos años. Consecuentemente, se considera oportuno realizar el análisis sobre una gran empresa, con mucha historia y con presencia internacional, que logró sobrevivir a la crisis, como es Sacyr, S.A. (antigua SACYR VALLEHERMOSO, S.A.).

El análisis está enfocado en el estudio de las cuentas anuales consolidadas del grupo Sacyr, S.A., que cuenta también con subsidiarias de otros sectores, como Sacyr Servicios, S.A., pero la actividad básica corresponde al sector construcción.

Desde el punto de vista particular, el estudio puede interesar para entender si es un momento propicio para realizar inversiones en el sector construcción.

### Objetivo y alcance

Con el desarrollo de este trabajo se pretende responder a la pregunta global: *¿Está recuperado el sector construcción después de la crisis?*

Asimismo, una pregunta más específica y limitada a la sociedad analizada se refiere a *¿cuál fue la estrategia de Sacyr, S.A. para sobrevivir a la crisis?*

Otras dos preguntas a las que se pretende encontrar respuesta, relacionadas más bien con el futuro del sector, son: *¿es un buen momento, desde el punto de vista económico, invertir en inmuebles?* y *¿es recomendable invertir en el sector de la construcción con la adquisición de valores de SACYR, S.A.?*

Los objetivos generales de este TFG, que permiten contestar a las preguntas anteriores, son:

- Realizar una diagnosis de la situación económico-financiera de la empresa, a través del análisis de los estados financieros consolidados de Sacyr y un análisis de los aspectos cualitativos;
- Elaborar un análisis del entorno de la empresa, incidiendo en el estudio de los datos económicos;
- Efectuar un análisis interno de la empresa, determinando las debilidades, amenazas, fortaleza y oportunidades;
- Formular las conclusiones, perspectivas futuras y recomendaciones.

A partir de los objetivos generales presentados, el trabajo se estructura en varios capítulos, de los que se pueden destacar las siguientes tareas:

- Primero se realiza un análisis interno de la empresa:

---

<sup>1</sup> Korotayev y Tsirel (2010)

- presentando en el primer apartado información de índole cualitativa, entendiendo como tal la información general sobre el grupo Sacyr, las empresas básicas que lo componen y la composición del accionariado, algunos hechos relevantes del grupo. La información básica se obtiene desde la página web oficial del grupo;
  - El siguiente apartado viene enfocado en el análisis económico-financiero, estudiando los datos de los balances de situación, las cuentas de resultados, los estados de cambio en el patrimonio neto y los estados de flujo de efectivo, a partir de la información presentada en la página web oficial de Sacyr, en el área de Información económico financiera para Accionistas e Inversores<sup>2</sup>, sin utilizar los informes de la base de datos SABI, por las razones que se explican en el apartado 2 del presente trabajo;
  - Implicaciones éticas y sociales, presentando los valores y responsabilidad corporativa del grupo, a partir de la información extraída de la página oficial de Sacyr.
- La segunda parte del trabajo se centra en el estudio del sector en el que opera Sacyr, dividido en:
    - Estudios de los datos económicos del sector, a partir de la información extraída del Instituto Nacional de Estadística (INE) y Eurostat (oficina de estadística de la Unión Europea), Ministerio de Economía y Empresa (MEE) y Ministerio de Fomento (MF);
    - Ubicación de Sacyr en el sector a través de la comparación con otras empresas, a partir de la cuota de mercado, utilizando la clasificación y el *Ranking Internacional*, presentado por la revista *Engineering News-Record*, con un análisis de ciertos ratios, a partir de las cuentas anuales de las respectivas empresas, descargadas del SABI y los ratios sectoriales del Banco de España (BDE).
    - Análisis sobre las debilidades fortalezas, amenazas y oportunidades (DAFO).
    - En este capítulo se utilizará también la información extraída de la página del Ministerio de Fomento; los informes de BBVA Research y CAIXABANK Research, la Asociación de Empresas Constructoras y Concesionarias de Infraestructuras (SEOPAN). Análisis general del entorno -;
  - Finalmente, a partir del estudio realizado se elaboran las recomendaciones con un análisis de las perspectivas futuras, utilizando la técnica “PESTEL” y el análisis CAME (Corregir, Afrontar, Mantener y Explotar), y las conclusiones con la respuesta a las preguntas planteadas al principio.

En los apartados correspondientes se incluye la bibliografía utilizada a lo largo del trabajo.

## 1. ANÁLISIS INTERNO DE SACYR, S.A.: ASPECTOS CUALITATIVOS

Antes de pasar a analizar los estados financieros del grupo, se considera oportuno presentar una visión general sobre la empresa, con el fin de entender mejor la estrategia del grupo desarrollado a lo largo del tiempo. La información básica se ha extraído de la información contenida en la página web oficial del grupo (Sacyr, 2018a).

### 1.1. Breve reseña histórica

El actual grupo Sacyr tiene sus orígenes en el año 1986, cuando fue fundada la **Sociedad Anónima de Caminos y Regadíos** (Sacyr, 2018b), comenzando su actividad en obra civil. Diez años más tarde, en 1996, le fue adjudicada su primera concesión en Chile, con lo cual empieza su internalización y diversificación de la actividad, siendo éstas las características esenciales de la estrategia del grupo a lo largo de su historia.

A continuación, se presentan cronológicamente los hechos más relevantes, que han influido en el avance del grupo:

---

<sup>2</sup> [http://www.sacyr.com/es\\_es/canales/canal-accionistas-e-inversores/informacion-economico-financiera/presentaciones-financieras/](http://www.sacyr.com/es_es/canales/canal-accionistas-e-inversores/informacion-economico-financiera/presentaciones-financieras/)

- En 2000, la adquisición de una participación de 27% en la constructora portuguesa Somague<sup>3</sup>;
- En 2002, la adquisición del negocio inmobiliario, con la adquisición de Vallehermoso, (fundada en 1921 y dedicada a la promoción inmobiliaria) y de TESTA (fundada en 2000 y teniendo como actividad básica el alquiler de oficinas y centros comerciales);
- En 2003 se crea la sociedad Sacyr Vallehermoso, S.A., tras la fusión por absorción del Grupo Sacyr, S.A. (absorbida) por Vallehermoso S.A. (sociedad absorbente) (Ernst & Young, 2009);
- En 2004, la adquisición del 100% de la portuguesa Somague e inicio del negocio de servicios públicos, a través de la sociedad Valoriza y la adquisición de SUFI<sup>4</sup>;
- En 2006, la adquisición de una participación de 20,01% de la petrolera Repsol YPF, convirtiéndose el grupo en el primer accionista (Sacyr Vallehermoso, 2010, p.15);
- En 2009, la adjudicación del tercer juego de esclusas del Canal de Panamá, por 3.222 millones de euros (Sacyr Vallehermoso, 2010, p.280). Además, se crea la sociedad Sacyr Concesiones;
- En 2013, cambio del nombre corporativo a Sacyr, S.A., tras la aprobación de este cambio por la Junta General de Accionistas, del 27 de junio de 2013 (Ernst & Young, 2014);
- En 2014, salida del negocio promotor, clasificando la participación que ostentaba sobre Vallehermoso de 100%, como activo no corriente mantenido para la venta (Ernst & Young, 2015, p.57);
- En 2015, venta de un 77,3% de Testa Inmuebles a MERLIN Properties, quedando para el año posterior la participación restante de 22,7% para completar la desinversión de Sacyr en Testa (Ernst & Young, 2017, p.23). Este mismo año se crea la división del grupo Sacyr Industrial;
- En 2017, cancelación de deuda financiera asociada al préstamo de Repsol, amortizándola de forma anticipada, con los fondos recibidos de la transmisión de Testa, de dos derivados contratados sobre acciones de Repsol y de los fondos procedentes de los dividendos abonados por Repsol ese año (Ernst & Young, 2018, p.121)

## 1.2. EL GRUPO SACYR EN LA ACTUALIDAD

Hasta 2014, el grupo Sacyr operaba en cinco áreas de negocios: construcción, concesiones, promoción inmobiliaria, patrimonio inmobiliario y servicios. A partir de 2015 hasta hoy en día, después de la salida del negocio inmobiliario, las áreas diferenciadas de actividad son:

- ingeniería e infraestructuras → construcción, incluyendo obra civil, edificación, proyectos hídricos, llave en mano;
- concesiones<sup>5</sup> → con gestión integral de proyectos, desde el diseño, hasta la operación y mantenimiento;
- servicios → concesiones de servicios públicos, relacionados con el medio ambiente (servicios municipales, tratamiento de residuos, obras y regeneraciones medioambientales), agua (ciclo integral y plantas de tratamiento de agua), multiservicios (minería, restauración, asistencia domiciliaria, etc.)
- industrial → proyectos EPC<sup>6</sup> de energía (incluyendo petróleo y gas), tratamiento de residuos y agua.

A finales del ejercicio 2017, el 73% de la cartera proceden del exterior, destacando los negocios de ingeniería e infraestructuras, con un 90% de la cartera procedente de proyectos internacionales, y concesiones, con 82% de la cartera procedente del exterior (en la Imagen 1 del Anexo 1) se puede ver el mapa de presencia mundial del grupo).

En cada país, en el que tiene presencia, Sacyr crea o participa en una empresa, por cada tipo de actividad que desarrolla, por lo que dentro del perímetro de consolidación entra un número grande de empresas.

---

<sup>3</sup> El grupo Somague tiene su origen en 1947, al principio participando en los mayores proyectos de infraestructura de Portugal en la época de la posguerra (Somague, 2018).

<sup>4</sup> SUFI fue constituida en 1982 y se dedicaba a servicios medioambientales (Sacyr Vallehermoso, 2005).

<sup>5</sup> A finales del ejercicio 2017, el grupo contaba con activos en concesión con una vida remanente de 23 años y 14 activos en fase de construcción.

<sup>6</sup> EPC: *Engineering, Procurement and Construction*, suponiendo la modalidad "llave en mano"

La plantilla media consolidada del grupo está formada, a finales del ejercicio 2017, por 30.309 personas, con tendencia a crecimiento, como consecuencia de la expansión exterior de la actividad del grupo, con un 84% de la plantilla que desarrolla su actividad en España.

La misión del grupo Sacyr es: “Desarrollar proyectos complejos de infraestructura y servicios que contribuyan a la mejora de la calidad de vida de los ciudadanos, ofrezcan oportunidades de desarrollo personal y profesional a nuestros empleados y generen valor para nuestros clientes, socios y accionistas” (Sacyr, 2017a, p.12).

En 2018 el grupo desarrolla su nueva imagen corporativa y el nuevo lema es “Desafíos cumplidos”, que refleja el posicionamiento de la empresa, con una presencia en 30 países (Sacyr, 2018h).

El Presidente y Consejero Delegado del grupo es Manuel Manrique Cecilia<sup>7</sup>, del que dependen los Presidentes no ejecutivos y los Consejeros Delegados de cada área de negocios, por un lado, y una serie de departamentos del holding que prestan apoyo al resto del grupo, por otro (el Organigrama actual se presenta en la Imagen 2 del Anexo 1).

El máximo órgano de decisión de la sociedad es la Junta General de Accionistas. La composición del accionariado a finales del ejercicio 2017 es:

Tabla 1. Composición del accionariado de Sacyr a 31 de diciembre de 2017

	<b>2017</b>
Disa Corporación Petrolifera, S.A.	12,47%
Grupo Corporativo Fuertes, S.L.	6,27%
Beta Asociados, S.L.	5,50%
Prilomi, S.L.	4,66%
Prilou, S.L.	3,16%
Otros	67,94%
<b>Total</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: Ernst & Young (2018, p.111)

Los accionarios tienen representantes en el Consejo de Administración de Sacyr, siendo éste el órgano máximo de decisión sobre las materias no reservadas en exclusiva a la Junta General de Accionistas. A finales del ejercicio 2017 el Consejo de Administración está formado por 14 miembros, incluyendo al Presidente y Consejero Delegado. Entre los 13 demás miembros, 9 tienen carácter dominical, 3 independiente y 1 externo. La participación indirecta de D. Manuel Manrique Cecilia se realiza a través de Telbasa Construcciones e Inversiones, que controla el 100% de Cymofag, S.L.U, que tiene además un consejero dominical como miembro del Consejo de Administración de Sacyr, pero que no viene incluida expresamente en el listado de los accionistas de la Tabla 1 de más arriba.

Después de la Junta General de Accionistas celebrada el 7 de junio de 2018 en segunda convocatoria, el Consejo de Administración de Sacyr queda reducido a 13 miembros, como consecuencia de la separación del cargo a Beta Asociados, S.L., representada por José del Pilar Moreno Carretero (EUROPA PRESS, 2018b). Además, cambia la composición del Consejo, con nombramiento de 3 consejeros independientes más a los 3 que ya había, con conocimientos amplios en el sector TIC, sector bancario y mercados financieros y de capitales, y financiación de proyectos sostenibles de economía verde, detectando de este modo la sociedad los aspectos en los que pretende mejorar.

La inversión más importante del grupo es en Repsol, con 8% de participación en actualidad, siendo el 2º mayor accionista, con 2 puestos en el Consejo y una vicepresidencia en la petrolera. Puesto que los dos consejeros son también miembros de la comisión delegada del consejo de administración, comisión de nombramientos y retribuciones y comisión de estrategia e

---

<sup>7</sup> Hasta octubre de 2011 tenía el cargo de Consejero Delegado del grupo, desde cuando sustituye al expresidente Luis del Rivero, destituido por la Junta de los accionistas (Jiménez, 2011).



inversiones y responsabilidad social corporativa, Sacyr considera que se cumplen las condiciones de influencia significativa de la NIC 28, por lo que integra la participación en Repsol por el método de la puesta en participación.

Sacyr cotiza en el Mercado Continuo de las Bolsas de Valores españolas. Hasta 2016 estaba en el IBEX-35, cuando salió con otras dos constructoras de éste índice, puesto que no cumplía el requisito de tener una capitalización igual o superior al 0,30% del total del Ibex (Caballero, 2016).

## **2. ANÁLISIS INTERNO DE SACYR, S.A.: ANÁLISIS CUANTITATIVO**

En este apartado se presenta el análisis económico-financiero del grupo Sacyr, a partir del estudio de los estados financieros del mismo correspondientes a los ejercicios 2008 a 2017. Los estados financieros utilizados para realizar el análisis se han extraído de los informes de auditoría, realizadas durante el periodo de interés por Ernst & Young, S.L.. Se ha optado por utilizar los datos de estos informes, en vez de la información de la base de datos de SABI, puesto que las cuentas anuales consolidadas del grupo Sacyr fueron reexpresadas para varios ejercicios financieros, mientras las modificaciones no venían recogidas en los datos de SABI.

Cabe mencionar que, durante todo el periodo analizado, el auditor emitió opiniones limpias sin salvedades, pero con párrafo de énfasis incluido en los informes correspondientes a los ejercicios finalizados a 31 de diciembre de 2012 y 2013 (sin entrar a analizar cada uno de los informes de auditoría, esta información se puede encontrar en la página de la Comisión Nacional del Mercado de Valores<sup>8</sup>).

Según se explica en la Nota 3 de los informes de auditoría (Ernst & Young, 2011, p.31, entre otros), para poder comparar la información debidamente, a lo largo de varios ejercicios se ha procedido a homogeneizar las cuentas anuales de ejercicios anteriores, para utilizar información de carácter uniforme. En el análisis realizado se indican con asterisco los ejercicios con cuentas reexpresadas.

Para realizar los cálculos e interpretar los resultados se ha utilizado el material docente de la asignatura de Análisis de estados financieros (Campa Planas y Porras García, 2015).

### **2.1. Análisis del balance de situación**

*“El balance de situación es el estado contable utilizado para presentar la posición patrimonial de la firma, informando de la forma en que ha financiado sus recursos, así como de las inversiones realizadas con los mismos.”* (Archel Domench y otros, 2015, p.30).

El análisis patrimonial se refiere al estudio de la estructura del balance de situación, pudiendo determinar la estructura económica, referente a la composición del activo, y la estructura financiera, referente al pasivo.

Aunque el balance de situación es un estado contable estático, el análisis se ha realizado directamente sobre los importes extraídos de las cuentas auditadas, confirándose un elemento dinámico al estudio, comparando su composición durante diez ejercicios financieros.

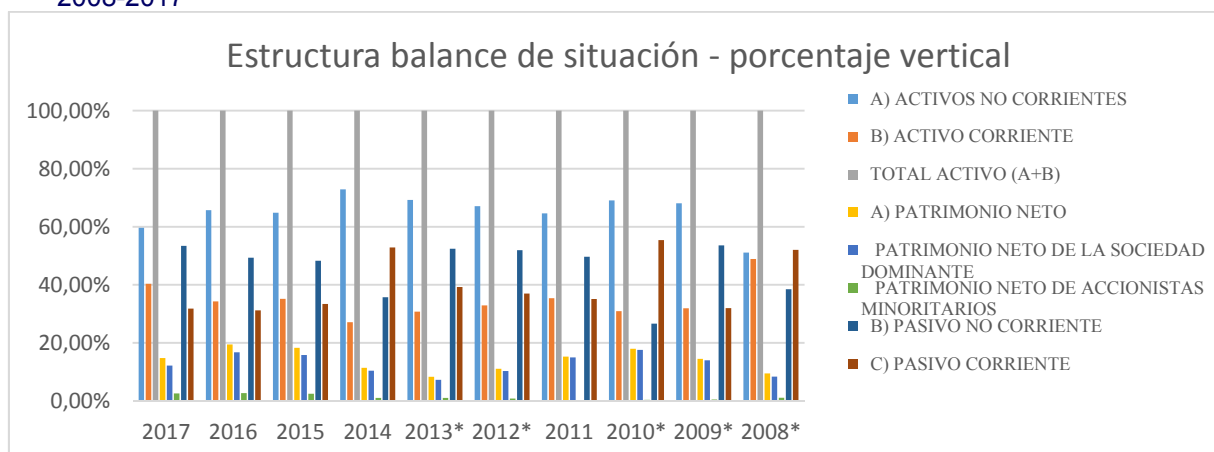
El estudio se inicia con el análisis vertical (Tabla 1 y 2 del Anexo 2), comparando las distintas masas patrimoniales con el total del activo, seguido con el análisis horizontal (Tabla 3 y 4 del Anexo 2) y el estudio de una serie de ratios (Tabla 2), como parte del análisis financiero del grupo.

Para comparar más fácil la estructura del balance de situación, y su evolución a lo largo del periodo analizado, se presenta más abajo un diagrama de las masas patrimoniales y dos gráficos de variación de las masas patrimoniales:

---

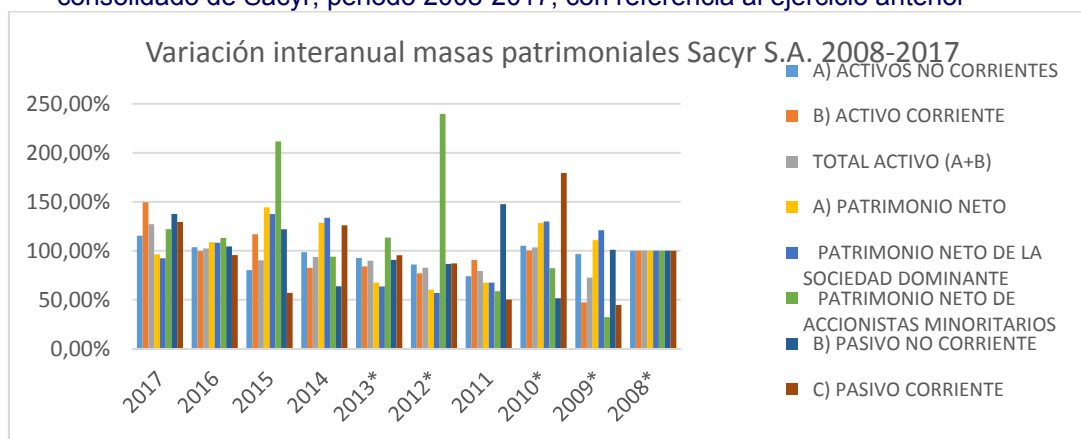
<sup>8</sup> <https://www.cnmv.es/Portal/Consultas/IFA/ListadoIFA.aspx?id=0&nif=A-28013811>

Gráfico 1. Porcentajes verticales del balance de situación consolidado de Sacyr, periodo 2008-2017



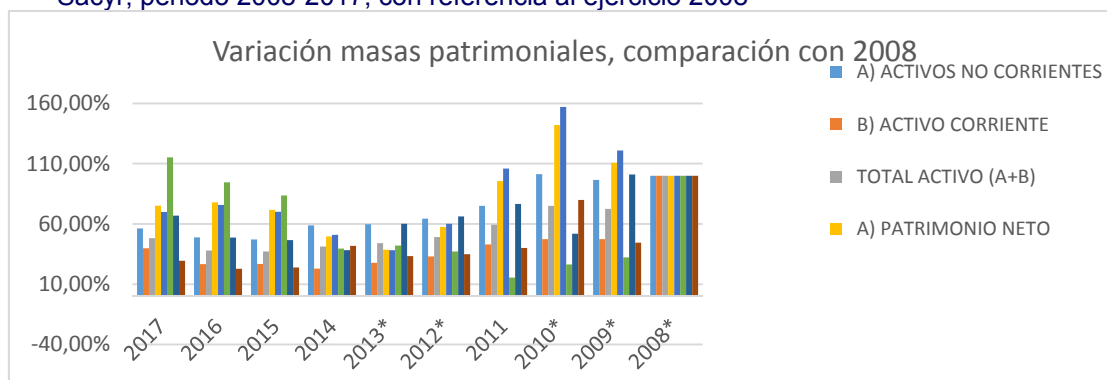
Fuente: Elaboración propia a partir del porcentaje vertical de las Tablas 1 y 2 del Anexo 2

Gráfico 2. Variación interanual de las masas patrimoniales del balance de situación consolidado de Sacyr, periodo 2008-2017, con referencia al ejercicio anterior



Fuente: Elaboración propia a partir del porcentaje horizontal de las Tablas 3 y 4 del Anexo 2

Gráfico 3. Variación de las masas patrimoniales del balance de situación consolidado de Sacyr, periodo 2008-2017, con referencia al ejercicio 2008



Fuente: Elaboración propia a partir del porcentaje horizontal de las Tablas 3 y 4 del Anexo 2

### 2.1.1. Análisis del Activo

Del Gráfico 1 se observa que a lo largo de todo el periodo analizado el Activo corriente tiene en la sociedad un peso muy inferior al Activo no corriente, excepto a la situación del 31 de diciembre de 2008, cuando la proporción de estas masas se hallan alrededor de 50% (51,13% Activo no corriente y 48,87% Activo corriente). Durante los demás ejercicios, el Activo no corriente representa casi un 70% del total de activo, llegando a finales de 2014 incluso a superar ligeramente este porcentaje (72,87% del total del activo).

Dentro del Activo no corriente, la partida más importante corresponde a las *Inversiones en empresas del grupo contabilizadas por el método de participación*, lo que está en consonancia con la estructura vertical del grupo Sacyr, S.A., excepto a finales del 2017, cuando las *Inversiones financieras a largo plazo* (21,81% del Total del Activo y 36,57% del Activo no corriente) superan las *Inversiones en empresas del grupo* (15,58% del Total del Activo y el 26,12% del Activo no corriente). Este hecho se explica con la aplicación del IFRIC 12, por lo que ciertos proyectos concesionales se clasifican como activos financieros, que incluyen los importes pendientes de cobro a las Administraciones Públicas concedentes, según se explica en la Memoria correspondiente al ejercicio 2017 (Ernst & Young, 2018, p.95).

Otro componente del Activo no corriente que cambia su peso significativamente durante el periodo analizado es el correspondiente a *Inversiones inmobiliarias*, ya que al cierre del ejercicio 2008 representaba un 10,24% del Total del activo, para aumentar su peso hasta 17,71% a finales de 2012, y tener un valor nulo a partir de 2015. Hay que mencionar que el incremento mencionado se debía no al aumento de las inversiones, sino a la disminución del Total del activo, como se puede desprender del análisis horizontal realizado, y se nota fácilmente en el Gráfico 3 de más arriba.

De este modo, a lo largo del periodo analizado, y como se desprende del Gráfico 3, el Total del Activo disminuye continuamente, para llegar al cierre del ejercicio 2017 a constituir solo un 48,23% de la cifra registrada en 2008.

Si analizamos los componentes del **Activo corriente**, observamos que también hay una diferencia significativa en la evolución durante el periodo analizado. De este modo, en el balance de situación del ejercicio 2008, el mayor peso dentro del Activo corriente correspondía a los Activos no corrientes mantenidos para la venta (20,43% del Total del Activo y un 41,8% del Activo corriente), que se explica con el acuerdo suscrito en noviembre de 2008 con la compañía Citi Infrastructure Partners L.P. para la venta de la filial Itínere Infraestructuras. Esta partida venía seguida por la de Existencias, con 17,07% del Total del Activo, y casi un 35% del Activo corriente, lo que correspondía a la actividad de promoción de Vallehermoso.

Los ejercicios siguientes, la composición del Activo corriente cambia, los Activos no corrientes mantenidos para la venta en 2009-2012 situándose por debajo de 2% del Total del Activo, mientras las de Existencias mantienen su peso importante (alrededor de 12% del Total del Activo).

La decisión de salir del negocio inmobiliario en 2013 volvió a cambiar la estructura del Activo corriente, los Activos no corrientes mantenidos para la venta subiendo a un 8,64% del total del Activo (28,07% del Activo corriente) al cierre de ese ejercicio, incluyendo la participación que Sacyr, S.A. ostentaba sobre el Grupo Vallehermoso, Preim Defense 2, S.A. y Metro de Sevilla, S.A.

El *Efectivo y otros activos líquidos equivalentes* varían de 3% a 6% del Activo total casi a lo largo de todo el periodo analizado, excepto al cierre del ejercicio 2017 cuando llega a un 15,59% del Activo total (38,63% del Activo corriente), como consecuencia de la emisión de una deuda a largo plazo, según se desprende del análisis del Estado de Flujos de efectivo, registrando un aumento de 441,21% en comparación con el importe del cierre del 2008.

### **2.1.2. Análisis del Patrimonio Neto y Pasivo**

En cuanto a la estructura financiera del grupo, se observa que los *recursos propios* constituyen al cierre del ejercicio 2008 sólo un 9,48% del total del Patrimonio Neto y Pasivo, su peso aumentando los ejercicios ulteriores, llegando a 17,96% al cierre de 2010, para bajar sensiblemente en 2013, hasta 8,31%. Los últimos ejercicios del periodo analizado este porcentaje mejora, al cierre del 2017 llegando a 14,76%. Sin embargo, hay que destacar que este porcentaje supone que la empresa financia su actividad en más de 80% con recursos ajenos.

Asimismo, a pesar de cambiar el peso dentro de la estructura del balance, el Patrimonio neto al cierre de 2017 constituye sólo un 75,13% del indicado al cierre de 2008. Del Gráfico 3 resalta un

aumento sensible del Patrimonio Neto (142,11% en comparación con el registrado en 2008) al cierre del 2010, como consecuencia de un aumento de 7,77% de la partida de Reservas (traspaso a reservas del resultado del ejercicio anterior y variación de reservas experimentada por Repsol YPF, S.A.) y la ampliación de capital realizada por la sociedad dominante, la prima de emisión experimentando un incremento de 314,63% en comparación con 2008.

A la vez, durante varios ejercicios el *Patrimonio neto* se veía disminuido por los *Resultados negativos del ejercicio*: el cierre de 2008; 2011 (el resultado negativo llegando a un 9,6% del Total del Activo); 2012 y 2013.

Durante varios ejercicios (cierre de 2008, 2010, 2014) el *Pasivo corriente* constituye más de 50% del Total del Patrimonio Neto y Pasivo, para los demás ejercicios financiándose el grupo principalmente con *Deuda a largo plazo*, que constituye al cierre de 2017 un 47,22% del Total.

Dentro del *Pasivo corriente* la mayor parte corresponde a los *Proveedores* (desde 12,17% al cierre de 2008, hasta 18,13% al cierre de 2017, sobre el Total del Patrimonio Neto y Pasivo), seguida por las *Deudas a corto plazo con las entidades de crédito* (19,29% en 2008 y 6,79% en 2017, con una disminución de 83,04% en comparación con 2008).

Cabe mencionar que, a lo largo del periodo estudiado, en comparación con 2008, el *Pasivo no corriente*, y dentro del mismo el epígrafe de *Deudas a largo plazo*, ha disminuido continuamente, registrando una disminución de 35,5% al cierre de 2017, en comparación con 2008. Esto se explica además con la amortización anticipada durante el ejercicio 2017 del préstamo contraído para la participación en Repsol YPF, S.A.

### 2.1.3. Análisis Financiero

Para realizar el análisis financiero, con el fin de determinar la capacidad del Grupo de hacer frente a sus deudas y de financiar su actividad, se ha procedido al cálculo de una serie de ratios, que se recogen en las Tabla 2 y 3, que contiene también las fórmulas aplicadas para su cálculo.

Tabla 2. Ratios de liquidez y fórmula de cálculo, periodo 2008-2017

RATIOS DE LIQUEZ					
Ratios y cálculo / año	2017	2016	2015	2014	2013*
<b>Ratio de liquidez (prueba ácida) = (Activo corriente- Existencias- Activos no corrientes mantenidos para la venta)/Pasivo corriente</b>	1,117	0,885	0,846	0,401	0,481
<b>Ratio de tesorería inmediata = (Efectivos y otros activos líquidos equivalentes / Pasivo Corriente)</b>	0,490	0,186	0,173	0,058	0,081
<b>Regla de oro = Recursos Permanentes / Activo no Corriente</b>	1,143	1,047	1,027	0,647	0,877
<b>Ratio de fondo de maniobra (solventia o liquidez general) = Activo Corriente / Pasivo Corriente</b>	1,269	1,098	1,053	0,513	0,784
<b>Fondo de maniobra (Working capital) = Activo corriente - Pasivo corriente</b>	1 159 640	328 261	185 825	- 2 984 553	- 1 053 010
<b>Necesidades de fondo de maniobra = Existencias + Clientes + Efectos a cobrar + Disponible mínimo necesario - Proveedores - Deudas en materia de seguros sociales e impuestos - Otras deudas de explotación</b>	406 691	954 744	838 810	1 059 043	742 710
Ratios y cálculo / año	2012*	2011	2010*	2009*	2008*
<b>Ratio de liquidez (prueba ácida) = (Activo corriente- Existencias- Activos no corrientes mantenidos para la venta)/Pasivo corriente</b>	0,486	0,558	0,316	0,474	0,218
<b>Ratio de tesorería inmediata = (Efectivos y otros activos líquidos equivalentes / Pasivo Corriente)</b>	0,111	0,100	0,067	0,111	0,033
<b>Regla de oro = Recursos Permanentes / Activo no Corriente</b>	0,939	1,004	0,645	0,999	0,938
<b>Ratio de fondo de maniobra (solventia o liquidez general) = Activo Corriente / Pasivo Corriente</b>	0,890	1,008	0,558	0,999	0,939
<b>Fondo de maniobra (Working capital) = Activo corriente - Pasivo corriente</b>	- 562 493	48 575	- 5 174 360	- 7 380	- 893 801
<b>Necesidades de fondo de maniobra = Existencias + Clientes + Efectos a cobrar + Disponible mínimo necesario - Proveedores - Deudas en materia de seguros sociales e impuestos - Otras deudas de explotación</b>	2 202 569	2 229 286	2 706 953	2 560 208	4 685 259

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales consolidadas auditadas

Los ratios que se pueden calcular a partir de los datos de los balances de situación y que pueden servir para realizar el análisis financiero, se pueden agrupar en ratios de liquidez y ratios de endeudamiento.

### RATIOS DE LIQUIDEZ

El ratio de liquidez, que ofrece información sobre la solvencia a corto plazo, tiene un valor muy bajo, sobre todo al cierre del ejercicio de 2008 (**0,218**). Los ejercicios siguientes el valor del ratio va aumentando ligeramente, manteniéndose a valores por debajo de la unidad, lo que es un síntoma de que la empresa tiene insuficiente liquidez para atender las deudas a corto plazo. En tal situación se podría recomendar un aumento de capital, venta de activos, reconvertir deuda a corto plazo en deuda a largo plazo, o acordar atrasar los pagos. Según se ha analizado más arriba, el grupo Sacyr ha realizado durante el periodo analizado varias operaciones de las mencionadas, con aumentos de capital en 2010, venta de activo, sobre todo del sector inmobiliario, que era el que más pérdidas traía como consecuencia de la “burbuja inmobiliaria”. Por su parte, a finales del ejercicio 2017, el ratio de liquidez llega a un valor positivo de **1,117**, que demuestra la mejora de la capacidad del grupo de hacer frente a obligaciones de pago a corto plazo, sin llegar, a la vez, a niveles muy altos (por encima de 1,5), lo que indica que el grupo no infrutiliza los activos corrientes. Como se ha explicado más arriba, en 2017 el grupo emite una deuda a largo plazo, que mejora los ratios a corto plazo, incluyendo el de liquidez, pero que aumenta el endeudamiento de la empresa a largo plazo.

Analizando el ratio de tesorería inmediata se corrobora la falta de liquidez que ha sufrido Sacyr durante el periodo estudiado, con valores muy por debajo de los óptimos (entre 0,2 y 0,3), el más bajo correspondiendo al ejercicio 2008 (**0,033**), mejorando ligeramente en los ejercicios ulteriores, llega a unos niveles cercanos al óptimo al cierre de los ejercicios 2015 y 2016. La situación mejora considerablemente en 2017, cuando el ratio llega a un valor de 0,49, demostrando que Sacyr consigue tener una salud financiera satisfactoria.

Los restantes ratios de liquidez están relacionadas con el fondo de maniobra, por lo que los analizamos en conjunto. El ratio de solvencia no llega en ninguno de los ejercicios analizados a valores cercanos a 1,5 (que se consideraría un valor aceptable), el valor más bajo correspondiendo al ejercicio 2014 (0,513), mejorando sensiblemente en 2017, con un valor de 1,269. De cualquier modo, hay que tener en cuenta que Sacyr mantenía activos no corrientes mantenidos para la venta, gestionando ya la venta de los mismos. Una modalidad de mejorar el ratio de fondo de maniobra es aumentar el periodo de pago a los proveedores, que se analiza con los ratios de las cuentas de pérdidas y ganancias más abajo.

La regla de oro muestra la manera de financiar el inmovilizado, y en el caso de Sacyr los resultados comprueban una situación de desequilibrio patrimonial a lo largo de varios ejercicios, sus valores siendo superiores a la unidad, indicando que los activos no corrientes se financian en su totalidad con recursos permanentes, solo en 2011, y a partir de 2015.

La misma situación de desequilibrio patrimonial la indica el fondo de maniobra (*Working Capital*), que registra valores negativos los mismos ejercicios cuando la regla de oro está por debajo de la unidad, o sea al cierre de 2008, 2009, 2010, 2012, 2013 y 2014. Esta situación no podía quedar desapercibida por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por lo que durante estos ejercicios se solicitaba información adicional. De este modo, en el punto 7 de la respuesta enviada por Sacyr se explica que la deuda se renovaba a largo plazo (Sacyr, 2016, p.23).

Para profundizar en el análisis del fondo de maniobra, se ha calculado también las necesidades de fondo de maniobra, con el método indicado por Amat Salas (2008, p.34), el componente de *Disponible mínimo necesario* evaluándolo a un 10% del Pasivo corriente (Amat Salas, 2008, p.33). Comparando los resultados del fondo de maniobra necesario con el fondo de maniobra aparente (real), especialmente para los ejercicios cuando el fondo de maniobra real es positivo. De este modo, en los ejercicios 2011, 2015 y 2016, se nota un déficit de fondo de maniobra, ya que el valor del fondo de maniobra necesario es significativamente superior al del fondo de maniobra real. De todo el periodo analizado, el único ejercicio cuando se registra un superávit de fondo de maniobra, es el 2017, por lo que concluimos que Sacyr ha estado buscando durante 9 de los 10 ejercicios analizados financiación adicional.

## RATIOS DE ENDEUDAMIENTO

Tabla 3. Ratios de endeudamiento y fórmula de cálculo, periodo 2008-2017

RATIOS DE ENDEUDAMIENTO					
Ratios y cálculo / año	2017	2016	2015	2014	2013*
<b>Ratio de endeudamiento = Recursos ajenos totales / Patrimonio neto</b>	5,773	4,138	4,471	7,751	11,034
<b>Ratio de autonomía financiera = Patrimonio neto / Recursos ajenos totales</b>	0,173	0,242	0,224	0,129	0,091
<b>Ratio de recursos permanentes = (Patrimonio neto + Pasivo no corriente) / Recursos Totales (total patrimonio neto y pasivo)</b>	0,682	0,688	0,666	0,471	0,607
<b>Ratio de calidad de la deuda = Pasivo corriente / Pasivo no corriente</b>	0,595	0,633	0,691	1,480	0,749
<b>Ratio de garantía (distancia a la quiebra) = Activo Total / Recursos Ajenos Totales</b>	1,173	1,242	1,224	1,129	1,091
<b>Ratio de firmeza (consistencia) = Activo no Corriente / Pasivo no Corriente</b>	1,116	1,332	1,342	2,040	1,320
<b>Ratio de estabilidad = Activo no Corriente / Patrimonio Neto</b>	4,040	3,376	3,546	6,376	8,330
Ratios y cálculo / año	2012*	2011	2010*	2009*	2008*
<b>Ratio de endeudamiento = Recursos ajenos totales / Patrimonio neto</b>	8,011	5,557	4,569	5,910	9,552
<b>Ratio de autonomía financiera = Patrimonio neto / Recursos ajenos totales</b>	0,125	0,180	0,219	0,169	0,105
<b>Ratio de recursos permanentes = (Patrimonio neto + Pasivo no corriente) / Recursos Totales (total patrimonio neto y pasivo)</b>	0,630	0,649	0,446	0,681	0,480
<b>Ratio de calidad de la deuda = Pasivo corriente / Pasivo no corriente</b>	0,712	0,707	2,081	0,596	1,353
<b>Ratio de garantía (distancia a la quiebra) = Activo Total / Recursos Ajenos Totales</b>	1,125	1,180	1,219	1,169	1,105
<b>Ratio de firmeza (consistencia) = Activo no Corriente / Pasivo no Corriente</b>	1,292	1,301	2,595	1,271	1,329
<b>Ratio de estabilidad = Activo no Corriente / Patrimonio Neto</b>	6,047	4,236	3,848	4,705	5,395

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales consolidadas auditadas

Al analizar en el apartado 2.1.2 la estructura del Patrimonio Neto y Pasivo, se ha mencionado que Sacyr, a lo largo de todo el periodo analizado, financia los activos en más de un 80% con recursos ajenos, lo que se expresa también en un ratio de endeudamiento muy alto y un ratio de autonomía financiera muy bajo. Además, la situación apenas cambia para los ejercicios, cuando los ratios de liquidez presentan valores mejorados. Más abajo se presenta un gráfico de la evolución del ratio de endeudamiento.

Gráfico 4. Ratio de endeudamiento de Sacyr, periodo 2008-2017



Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales consolidadas auditadas de Sacyr, S.A.

Del gráfico 4 se observa que el ratio de endeudamiento disminuye los primeros ejercicios después de la crisis, volviendo a subir luego, con valores máximos en 2013. Luego se nota otra disminución, volviendo a aumentar el valor el último ejercicio 2017. El incremento de la deuda el último ejercicio se explica con la necesidad de financiar la expansión internacional, según se explica en la Memoria de este ejercicio (Ernst & Young, 2018, p.122). Hay que tener en cuenta, que Sacyr es un grupo con mucha historia y con proyectos significativos, por lo que tiene acceso sin mayores problemas a nueva financiación.

El ratio de recursos permanentes presenta unos valores más o menos estables, excepto en los ejercicios de 2008, 2010 y 2014, cuando su valor está por debajo de 0,5, indicando que Sacyr utilizaba financiación ajena a corto plazo, hecho comprobado con los valores del ratio de calidad de la deuda, con índices por encima de la unidad durante los ejercicios mencionados, llegando incluso a 2,081 en 2010.

Los valores del ratio de garantía son superiores, pero muy próximos a la unidad, tienen una evolución interanual bastante estable, y aunque no presenten valores que muestren una situación concursal, prueban la fuerte vinculación a los acreedores.

Con el estudio del ratio de consistencia (firmeza), se concluye que el grupo no ofrece suficiente garantía a sus acreedores a largo plazo, al tener valores inferiores a 2, excepto en 2010 y 2014, cuando el valor del ratio toma valores por encima de 2.

Los valores muy altos del ratio de estabilidad corroboran el hecho de que Sacyr está muy endeudada, con valores muy por encima de la unidad.

## CONCLUSIONES A PARTIR DEL ANÁLISIS DE LOS BALANCES DE SITUACIÓN

En este apartado se resumen los aspectos más significativos del análisis realizado sobre los balances de situación de los ejercicios 2008'2017 de Sacyr, S.A.

- A lo largo de todo el periodo analizado, el grupo trata de deshacerse de los activos ociosos, con la respectiva venta de los mismos y cierre de la actividad inmobiliaria.
- La estructura financiera del grupo es muy arriesgada, con un endeudamiento y uso de recursos ajenos excesivo. Si bien el hecho de que el riesgo de la empresa lo soportan los terceros que financian la actividad puede considerarse una ventaja, ello implica una serie de inconvenientes, entre los cuales el coste del endeudamiento bancario; dependencia de la decisión de los bancos de renovar los créditos concedidos, por lo que, en situación de riesgo, cuando la empresa puede necesitar más recursos, se puede quedar sin apoyo de los bancos.
- El inconveniente anterior está compensado en actualidad con los tipos de interés bajo. Sin embargo, el fuerte endeudamiento arriesga el funcionamiento del grupo, registrando un fondo de maniobra negativo.

### Recomendaciones:

- Aumentar los recursos propios, ya que el grupo está descapitalizado;
- Reconvertir deuda de corto a largo plazo;
- Reducir los préstamos y la deuda con coste alto.

## **2.2. Análisis de la cuenta de pérdidas y ganancias**

La cuenta de pérdidas y ganancias, a diferencia de los balances de situación, es de naturaleza dinámica, recopilando “los diferentes tipos de ingresos y gastos excepto los imputados directamente al patrimonio neto, debidamente clasificados, ocurridos en la entidad económica a lo largo de un ejercicio. Se trata, por tanto, de un estado de flujos económicos que explica el resultado obtenido por la empresa en el período de referencia.” (Archel Domench, 2015, p.121). Igual que en el caso de los balances de situación, se utilizan para análisis las cuentas de pérdidas y ganancias auditadas.

El estudio se inicia con el análisis porcentual vertical (Tablas 5 y 6 del Anexo 2) y horizontal (Tablas 7 y 8 del Anexo 2), siguiendo con el examen de algunos índices.

### 2.2.1. Análisis porcentual de la cuenta de pérdidas y ganancias

El análisis de porcentajes verticales de la cuenta de pérdidas y ganancias permite determinar el peso de los epígrafes que lo componen sobre la cifra de ventas, mientras que el análisis

horizontal ofrece un detalle de la evolución de los epígrafes de un año a otro (presentado sobre índices).

Puesto que además interesa analizar la variación de los resultados desde 2008, se presenta la Tabla 9 del Anexo 2 con la comparación horizontal (índice) de los epígrafes de la cuenta de pérdidas y ganancias, que tienen un peso mayor.

Del análisis se observa que:

- el Importe neto de la cifra de negocios disminuye desde el 2008 continuamente, desde el 2014 presentando un importe un poco por encima del 50% de la cifra de 2008. Incluso en 2017 este epígrafe indica la disminución de 42,51% en comparación con el ejercicio 2008. Consecuentemente, también el total de los ingresos de explotación disminuyen en un porcentaje casi igual.
- Por otro lado, los aprovisionamientos y el epígrafe de otros gastos de explotación presentan la misma disminución, concordando la reducción de la actividad del grupo.
- Sin embargo, hay que destacar el aumento de los gastos de personal (reducción sólo en 2013), para registrar en 2017 un incremento de 31,39% en comparación con 2008.
- Disminuyen sensiblemente (casi un 60% en 2017, en comparación con 2008) los gastos financieros.
- El resultado consolidado antes de impuestos tiene valores negativos en los ejercicios 2008, 2009, 2011 (con un valor de -2.146.484 miles de euros), 2012 (el resultado negativo de -1.247.011 miles de euros), 2013, 2015.
- Los epígrafes de gastos de explotación con mayor peso corresponden a aprovisionamientos (38% de las ventas en 2017), gastos de personal (30,69% de la cifra de ventas en 2017) y otros gastos de explotación (23,9% de las ventas en 2017), que se destinan principalmente a los Servicios exteriores, según se desprende de la Memoria, correspondiente al ejercicio 2017.
- El resultado financiero es negativo a lo largo de todos los ejercicios analizados, con unos gastos financieros que suponen más de 10% de las ventas (11,40% sobre las ventas en 2017 y 16,58% sobre las ventas en 2008), que influyen significativamente en el resultado consolidado, en 2008 y 2013, incluso, el resultado antes de aplicar los resultados financieros presentando valores positivos.
- El resultado de asociadas incide significativamente en el resultado consolidado antes de impuestos, presentando valores negativos en los ejercicios 2009, 2011, 2012 (con un peso de 25,38% sobre las ventas), 2015 (con un peso de 15,86% sobre las ventas).
- Los resultados positivos procedentes de operaciones interrumpidas en 2009 (relacionados con la venta de ITÍNERE INFRAESTRUCTURAS) y 2015 (venta de TESTA) compensan los resultados negativos procedentes de operaciones continuadas.

### 2.2.2. Análisis de rotación a partir de ratios

Por el tipo de actividad desarrollado por Sacyr, S.A., sobre todo la expansión internacional de la actividad, no se dispone de información suficiente para calcular las ratios de periodo de cobro a clientes y pago a proveedores, y se ha considerado oportuno extraer esta información directamente de la Memoria e Informe de gestión correspondiente a cada uno de los ejercicios durante el periodo estudiado, que se presenta más abajo en la Tabla 4. Hay que tener en cuenta, que según lo mencionado en la Nota 25.1 de la Memoria de las cuentas anuales del ejercicio 2015, la información respecto al periodo medio de pago a proveedores se presenta obligatoriamente solo a partir del 2015, de acuerdo con lo establecido en la disposición adicional única de la Resolución de 29 de enero de 2016, del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, sobre la información a incorporar en la memoria de las cuentas anuales, sin posibilidad de comparar este ratio para ejercicios anteriores a 2011.

Tabla 4. Ratios de periodo medio de cobro y pago del grupo Sacyr, S.A., periodo 2008-2017, en días

Ratios / año	2017	2016	2015	2014	2013*	2012*	2011	2010*	2009*	2008*
Periodo de cobro a clientes	141	155	150	145	121	67	70	67	64	102
Periodo medio de pago (para operaciones pendientes de pago)	107	128	53	60	125	89	121	n.d.	n.d.	n.d.

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales consolidadas auditadas de Sacyr, S.A.



Se puede destacar el hecho de que el periodo de cobro a clientes es superior para la mayoría de los ejercicios analizados (excepto 2011, 2012), por lo que la empresa se puede encontrar con problemas de financiación. Además, hay una tendencia de aumento del periodo de cobro, que en 2009 era de 64 días, mientras que en 2017 llega a triplicarse hasta 141 días.

Considerando la actividad de la empresa en infraestructuras, obras civiles y servicios municipales, el cliente básico es el público, con lo que, a pesar de considerarse un riesgo de crédito mínimo, sí que puede haber situaciones de mora en pago, con lo cual la situación puede empeorar. De este modo, para el ejercicio 2017, analizando cada una de las actividades de Sacyr, se puede resumir en la Tabla 5:

Tabla 5. Peso del cliente público por actividades de Sacyr en 2017.

Tipo actividad	% Cliente público	Mora o impago
Concesiones de infraestructuras	92,7%	No existen
Servicios: Medio ambiente	88,6%	Se reconoce que "los clientes públicos [en ocasiones incurren] en moras o retrasos." <sup>9</sup>
Multiservicios: Valoriza Facilities	57%, con tendencia creciente de mayor peso al cliente público	No se menciona
Servicios a la Dependencia	95%	A finales de 2017 el saldo pendiente de cobro vencido entre 180 y 360 días es de 0,77% (0,29% en 2016, o sea en aumento)
Construcción	56%	

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales consolidadas auditadas de Sacyr, S.A., 2017.

De esta manera, aunque la empresa tenga garantizado el pago de las obras o servicios prestados, el periodo de cobro puede seguir aumentando.

### 2.2.3. Análisis de apalancamiento operativo

No se dispone de la estructura de costes fijos y variables del grupo, por lo que se ha procedido a calcular el apalancamiento operativo solo a partir de los datos incluidos en la cuenta de pérdidas y ganancias. De este modo se han obtenido los ratios, en porcentaje, presentadas en la Tabla 6:

Tabla 6. Grado de apalancamiento operativo periodo 2009-2017<sup>10</sup>

Apalancamiento operativo a la capacidad que tiene la empresa de crecer en ventas = (Resultado de explotación año 20X2 - Resultado de explotación año 20X1)/(Ventas año 20X2 - Ventas año 20X1)								
2017	2016	2015	2014	2013*	2012*	2011	2010*	2009*
21,00%	-68,14%	-19,91%	277,76%	-4,80%	46,48%	17,86%	-32,81%	-56,52%
Apalancamiento operativo a partir del EBITDA = Incremento EBITDA / Incremento ventas								
2017	2016	2015	2014	2013*	2012*	2011	2010*	2009*
23,29%	-71,60%	-6,34%	162,46%	2,37%	46,52%	15,75%	-35,19%	-61,22%

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales consolidadas auditadas de Sacyr, S.A.

El apalancamiento operativo muestra el porcentaje de incremento de ventas trasladado al resultado. Si se obtiene un apalancamiento operativo alto, se puede afirmar que la empresa consigue crecer a un ritmo superior al de sus costes.

De los datos incluidos en la Tabla 8 del Anexo 2, hay que destacar que, para el apalancamiento operativo calculado a partir de la variación del resultado de explotación, se presentan 5 ejercicios con un grado de apalancamiento negativo, como consecuencia de la disminución de las ventas en los ejercicios respectivos. En cuanto al apalancamiento operativo calculado a partir del incremento del EBITDA, se observa que en 2013 el resultado es positivo, aunque no muy grande, lo que se explica con el hecho de que en el ejercicio se ha producido un incremento de las

<sup>9</sup> Ernst&Young (2018,p.153)

<sup>10</sup> Puesto que se calcula sobre diferencias de saldos, no se ha podido calcular para el ejercicio 2008, ya que se hubiera tenido que utilizar los datos respecto al ejercicio 2007, que excede el periodo de análisis de este trabajo.

amortizaciones. Comparativamente, una situación similar se produce para los ejercicios 2012 y 2017.

### 2.3. Análisis de la rentabilidad

Para analizar la rentabilidad del grupo se analizan los distintos ratios de rentabilidad, tanto financiera como económica, que se calculan a partir de los datos de los balances de situación y cuenta de pérdidas y ganancias de cada ejercicio. Los cálculos se presentan para el periodo 2009-2017 sobre los saldos medios, según las fórmulas indicadas, mientras que para 2008 se aplican directamente los datos de las cuentas, por no tener que aplicar también la información correspondiente al ejercicio 2007.

Tabla 7. Rentabilidad financiera y económica, con descomposición por factores de Sacyr S.A., periodo 2008-2017

<b>Rotación del activo</b>									
<i>= Ventas / Saldo medio activo</i>									
2017	2016	2015	2014	2013*	2012*	2011	2010*	2009*	2008*
0,25	0,27	0,27	0,23	0,20	0,22	0,20	0,23	0,24	0,19
<b>Margen sobre ventas</b>									
<i>= BAI / Ventas</i>									
2017	2016	2015	2014	2013*	2012*	2011	2010*	2009*	2008*
8,30%	7,27%	5,01%	7,13%	2,50%	0,89%	5,62%	8,16%	1,09%	5,87%
<b>Rentabilidad económica (ROI)</b>									
<i>= Margen sobre ventas x Rotación del Activo</i>									
2017	2016	2015	2014	2013*	2012*	2011	2010*	2009*	2008*
2,12%	1,97%	1,34%	1,61%	0,51%	0,20%	1,14%	1,90%	0,26%	1,12%
<b>Efecto apalancamiento financiero</b>									
<i>= (Saldo medio Activo/Saldo medio Patrimonio neto) x (Beneficio antes de impuestos/BAI)</i>									
2017	2016	2015	2014	2013*	2012*	2011	2010*	2009*	2008*
4,89	4,60	-29,62	8,51	-20,37	-304,45	-59,61	2,95	-89,41	-13,79
<b>Efecto fiscal</b>									
<i>= Beneficio neto / Beneficio antes de impuestos</i>									
2017	2016	2015	2014	2013*	2012*	2011	2010*	2009*	2008*
0,80	0,75	1,24	-0,02	2,37	0,72	0,75	1,16	0,59	0,69
<b>Rentabilidad financiera</b>									
<i>= ROI x Apalancamiento financiero x Efecto fiscal</i>									
2017	2016	2015	2014	2013*	2012*	2011	2010*	2009*	2008*
8,25%	6,78%	-49,40%	-0,31%	-24,56%	-44,06%	-50,70%	6,48%	-13,76%	-10,67%

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales consolidadas auditadas de Sacyr, S.A.

Para los componentes de la rentabilidad económica, se observa que la rotación del activo es bastante estable a lo largo del periodo analizado, manteniéndose a un nivel bajo de 0,25, pero que está en consonancia con la actividad desarrollada por Sacyr, y habrá que comparar estos datos más tarde con la rotación de otras empresas del sector.

El margen sobre ventas durante el periodo estudiado varía con ascensos y descensos, pero finalmente se consigue un incremento del margen en 2017 en comparación con 2008. Conociendo la información de disminución de las ventas, se entiende que la mejora se debe a una mejor gestión y reducción de gastos.

Por su parte, la rentabilidad económica sigue la misma dinámica que el margen sobre ventas, consiguiéndose duplicar casi la ratio en comparación con el año 2008. Sin embargo, la rentabilidad económica de Sacyr, en general tiene unos valores muy bajos, e igual que otras ratios habrá que compararlos con las de otras empresas del sector.

En el caso de la **rentabilidad financiera**, se analiza su descomposición por factores, uno de ellos siendo el ya examinado de la **rentabilidad económica**, que, aunque aumenta los últimos ejercicios, presenta resultados bastante dispares a lo largo del periodo analizado (el valor en 2012 siendo sólo de 0,20%).

El **efecto apalancamiento financiero** presenta valores negativos varios ejercicios, como consecuencia de la obtención de resultados negativos por parte del grupo, sin embargo, para los años con valores positivos, se observa que la **rentabilidad financiera** es significativamente superior a la rentabilidad económica, lo que implica que el endeudamiento para estos años (2010, 2016, 2017) le ha permitido a Sacyr obtener una rentabilidad financiera superior a la económica.

#### CONCLUSIONES A PARTIR DEL ANÁLISIS DE LAS CUENTAS DE PÉRDIDA Y GANANCIA Y RATIOS SOBRE ROTACIÓN, APALANCAMIENTO Y RENTABILIDAD

En este apartado se resumen los aspectos más significativos del análisis realizado sobre las cuentas de pérdida y ganancia de los ejercicios 200-'2017 de Sacyr, S.A.

- A lo largo de todo el periodo analizado, se nota una disminución continua de las ventas.
- El uso de recursos ajenos para financiar la actividad le supone unos costes financieros muy altos, que en ocasiones exceden el resultado de explotación de la empresa.
- El periodo medio de cobro es superior al periodo de pago a proveedores, lo que implica una necesidad adicional de financiación del ciclo productivo, con tendencia a crecimiento, teniendo en cuenta el peso del cliente público.
- El margen sobre ventas el último ejercicio destaca una mejora en la actividad de la empresa.
- La rentabilidad económica de la empresa es muy baja.
- La rentabilidad financiera, para lo ejercicios con resultado positivos, es superior a la rentabilidad económico.

A este punto del trabajo, se pueden dar unas respuestas preliminares a las preguntas realizadas:

- *¿cuál fue la estrategia de SACYR, S.A. para sobrevivir a la crisis?* – principalmente de renovación de deuda de corto a largo plazo; venta de activos y actividades ociosas, especialmente de las actividades inmobiliarias y promotoras, aunque no se haya finalizado esta parte, al mantener gran parte de los activos del grupo Vallehermoso; orientación de la actividad al mercado internacional; uso de los dividendos percibidos de REPSOL para amortizar anticipadamente el préstamo utilizado para la adquisición de la participación en esta empresa;
- *¿es un buen momento, desde el punto de vista económico, invertir en inmuebles?* – partiendo del análisis realizado del grupo, la respuesta es rotundamente negativa;
- *¿es recomendable invertir en el sector de la construcción con la adquisición de valores de SACYR, S.A.?* – la rentabilidad de la empresa es bastante baja, además la estructura financiera es arriesgada, con financiación ajena de más de 80%, con lo cual sería también una inversión muy arriesgada;
- *¿Está recuperado el sector construcción después de la crisis?* – con más seguridad se puede contestar a esta pregunta solo después de realizar un análisis sectorial, pero a partir de los resultados de Sacyr, teniendo en cuenta que solo los últimos dos ejercicios presenta unos resultados positivos, podríamos afirmar que el sector sigue en fase de recuperación de la crisis.

#### Recomendaciones:

- Aumentar el periodo medio de pago y disminuir el periodo medio de cobro. Teniendo en cuenta la capacidad de Sacyr de negociar con los proveedores, sería preferente optar por la negociación a aumentar el periodo medio de pago.;
- Reconvertir deuda de corto a largo plazo;
- Reducir los préstamos y la deuda con coste alto.

## 2.4. Análisis del estado de flujos de efectivo

El estado de flujos de efectivo mide la capacidad de la empresa de generar efectivo y ofrece información “sobre el origen y la utilización de los activos monetarios representativos de efectivo y otros activos líquidos equivalentes, clasificando los movimientos por actividades e indicando la variación neta de dicha magnitud en el ejercicio.” (Archel Domench, 2015, p. 232).

El análisis se realiza sobre los estados de flujos de efectivo de Sacyr, extraídas de las cuentas anuales auditadas, para el periodo 2008-2017, de la Tabla 10 del Anexo 2.

Se puede observar que, de los 10 ejercicios analizados, en 4 de ellos hubo una reducción neta de efectivo: en 2008, 2011, 2013 y 2014. El mayor incremento de efectivo ha habido en el ejercicio 2017, de 1.494.684 miles de euros mientras la reducción neta de efectivo mayor de 589.753 se ha producido en 2008.

Si bien el resultado del ejercicio antes de impuestos, a lo largo de varios ejercicios presenta valores negativos, sobre todo en 2011, reportando pérdidas a la cuenta de pérdidas y ganancias de -2.141.718 miles euros, el flujo de efectivo de las actividades de explotación presenta siempre valores positivos. Este hecho se explica con los ajustes valorativos y de amortización positivos, que no implican salida real de efectivo.

Los cambios en el capital corriente generan tesorería solo entre 2008-2010 y 2017, para los demás ejercicios suponiendo consumo de tesorería, el más alto siendo en 2014, por 159.729 miles euros.

El hecho de que a lo largo de todos los ejercicios analizados se crea un flujo de caja de explotación positivo es muy favorable, pero al realizar un análisis comparativo de variación durante todo el periodo estudiado, observamos que el flujo de caja de explotación ha disminuido sensiblemente, siendo en 2017 de 291.840 miles euros, en comparación con 1.175.005 miles de euros registrados en 2008, lo que implica una disminución de 75%.

Los flujos de efectivo de las actividades de inversión cambian a lo largo de los ejercicios analizados, en la mayoría de los mismos presentando un aumento de tesorería, especialmente gracias a las actividades de desinversión. De este modo, en 2011, cuando los flujos de efectivo de las actividades de inversión presentan un valor muy alto (2 551 307 miles de euros), se debe a la enajenación del 10% del capital de REPSOL, viendo reducida la participación de Sacyr en esta empresa.

Los flujos de efectivo de las actividades de financiación son casi siempre negativos, como consecuencia del uso de recursos ajenos, y necesidad de devolución y amortización de la deuda, excepto en 2014 y 2017. En este último ejercicio las actividades de financiación generan una entrada de efectivo, como consecuencia de la emisión de una nueva deuda, lo que implica una futura salida de tesorería en los siguientes ejercicios, para la amortización de la deuda y pago de intereses.

Sacyr durante los 10 ejercicios analizados, ha pagado dividendos solo durante 4 ejercicios, en 2008, 2011, 2012 y 2015

Adicionalmente, se considera conveniente analizar el flujo libre de caja (*Free Cash Flow*), el detalle del que se presenta en la Tabla 8.

Tabla 8. Flujo libre de caja de Sacyr, periodo 2008-2011

Free Cash Flow (Flujo libre de caja) = FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE EXPLOTACIÓN – CapEx <sup>11</sup>									
2017	2016	2015	2014	2013*	2012*	2011	2010*	2009*	2008*
159 658	67 680	76 792	-70 017	114 313	207 077	311 745	722 392	1 679 551	679 939

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales consolidadas auditadas de Sacyr, S.A.

<sup>11</sup> CapEx – corresponde a *Capital Expenditures*, con referencia a las necesidades de invertir en inmovilizado material e intangible (Investopedia)

El flujo libre de caja mide el nivel de efectivo disponible para los accionistas de una compañía netos de todas las inversiones requeridas en capital de trabajo y capital fijo, para seguir siendo una empresa en funcionamiento. El flujo libre de caja es una medida importante porque permite a una empresa buscar oportunidades que mejoren el valor para los accionistas. El exceso de efectivo se puede utilizar para expandir la producción, desarrollar nuevos productos, realizar adquisiciones, pagar dividendos y reducir la deuda. (Investopedia).

De este modo se nota que el valor del flujo libre de caja es positivo en todos los ejercicios, excepto en 2014, cuando presenta valores negativos, ya que la caja destinada a mantener el inmovilizado en condiciones de funcionamiento y producción excede el flujo de caja de las actividades de explotación.

## **2.5. Análisis de los estados de cambio en el patrimonio neto (ECPN)**

En la Tabla 11 del Anexo 2 se adjunta el Estado de Gastos e Ingresos Reconocidos para el periodo analizado en miles de euros y en la Tabla 12 del Anexo 2 se incluye el ECPN consolidado de Sacyr para los ejercicios 2008 a 2017, en valores absolutos (miles de euros).

En la Tabla 13 del Anexo 2 se presenta la composición en miles de euros del patrimonio neto durante el periodo analizado, según viene reflejada en el balance de situación.

Más abajo se exponen los cambios esenciales en el patrimonio para cada uno de los ejercicios financieros del presente estudio.

- Cambios en el ejercicio 2008

Durante este ejercicio se procede a una ampliación de capital de 20.331.158 acciones, el capital social al final del ejercicio siendo de 304.967.371 acciones, con valor de un euro, y cargo a reservas de libre disposición, por lo que no implica diferencia de prima de emisión.

Se realiza un reparto de dividendos a cuenta por un importe total de 90.969 miles de euros.

Las reservas aumentan por la variación del perímetro (según la memoria se debe a la fusión de Europistas, S.A., con Itínere Infraestructuras).

Los resultados negativos se han traspasado a resultados negativos de ejercicios anteriores

- Cambios en el ejercicio 2009

Durante el ejercicio 2009 no hay ampliaciones de capital, por lo que tanto el número de acciones.

El resultado del ejercicio se destina íntegramente a reservas, repartido entre reserva legal, voluntaria y compensación de pérdidas de ejercicios anteriores.

Se realiza un ajuste por cobertura de flujos de efectivo, de 128.516 miles de euros, una reclasificación a Activos financieros disponibles para la venta de 93.299 miles de euros. En el ejercicio además hay una diferencia negativa de conversión, que influye en que el resultado consolidado de ejercicios disminuye de 526.635 miles euros a 523.552 miles euros.

- Cambios en el ejercicio 2010

Se procede a un aumento de capital de 89.185 miles acciones, con una prima de emisión de 312.147 miles de euros.

El resultado del ejercicio anterior se ha traspasado a Reservas.

Como consecuencia de imputación de ingresos y gastos directamente al patrimonio neto, el resultado global aumenta de 210.438 a 410.280 miles euros.

- Cambios en el ejercicio 2011

El resultado negativo del ejercicio se imputa a resultados negativos de ejercicios anteriores.

El capital social asciende a 422.599 miles euros, procediéndose en el ejercicio a un aumento del capital social de 96.101 miles de euros.

- Cambios en el ejercicio 2012

El resultado negativo del ejercicio se imputa a resultados negativos de ejercicios anteriores.

El capital social asciende a 443.728 miles euros.

Se realiza una ampliación de capital liberada con cargo a reservas de 21.130 miles de euros.

Se realizan ajustes por operaciones de cobertura negativos de 237.421 miles euros.

- Cambios en el ejercicio 2013

El resultado negativo del ejercicio se imputa a resultados negativos de ejercicios anteriores.

El capital social asciende a 465.915 miles euros.

Se realiza una ampliación de capital liberada con cargo a reservas de 22.187 miles de euros.

Se realizan ajustes por operaciones de cobertura negativos de 162.115 miles euros.

El Patrimonio neto disminuye hasta 967.507 miles euros.

- Cambios en el ejercicio 2014

El resultado negativo del ejercicio se imputa a resultados negativos de ejercicios anteriores.

El capital social asciende a 502.201 miles euros.

Se lleva una ampliación de capital por un importe efectivo de 166.243 miles euros, con una prima de emisión de 129.946 miles euros.

- Cambios en el ejercicio 2015

El resultado positivo del ejercicio se reparte entre reservas legales, dividendos y remanente.

El capital social asciende a 517.431 miles euros.

Se realiza una ampliación de capital liberada con cargo a reservas de 15.219 miles de euros.

Se ha procedido a compensación de pérdidas de ejercicios anteriores con prima de emisión de 667.612 miles de euros y con reservas de libre disposición de 931.869 miles euros.

Se acuerda pagar un dividendo a cuenta del resultado de 2015, de 25.727 miles euros

Como consecuencia de las operaciones anteriores, el patrimonio neto al cierre asciende a 1.911.590 miles euros.

- Cambios en el ejercicio 2016

El resultado positivo del ejercicio se destina íntegramente a reservas voluntarias.

El capital social no varía.

- Cambios en el ejercicio 2017

El resultado negativo de la sociedad matriz Sacyr, S.A. se imputa a resultados negativos de ejercicios anteriores

El capital social asciende a 533.111 miles euros.

Se realiza una ampliación de capital liberada con cargo a reservas de 15.680 miles de euros.

El patrimonio neto al cierre asciende a 2.004.419 miles euros.

## CONCLUSIONES A PARTIR DEL ANÁLISIS DE LOS ESTADOS DE CAMBIO EN EL PATRIMONIO NETO

En este apartado se resumen los aspectos más significativos del análisis realizado sobre los cambios en el patrimonio neto del grupo a lo largo de los ejercicios 2008-2017:

- Sacyr realiza aumentos del capital social a lo largo de todo el periodo analizado, pero en su mayoría se trata de aumentos con cargo a reservas, de modo que el capital suscrito a finales del ejercicio 2017 supera al del 2008 en 74,81%.
- A pesar de un incremento continuo de la prima de emisión en el periodo desde 2008 hasta finales de 2014 inclusive (cuando presenta un valor de 459,04% comparado con 2008), a finales del ejercicio 2017, la prima de emisión representa solo un 11,8% del valor registrado a finales de 2008, como consecuencia de la compensación de pérdidas en 2015 no solo a carga de las reservas de libre disposición, sino también con el total de la prima de emisión registrada en ese momento.

- Como consecuencias de la compensación de pérdidas con reservas, y también los aumentos de capital a cargo de reservas, su valor disminuye a partir de 2008, llegando a registrar a finales del ejercicio 2014 un valor que representa solo un 4,6% del importe correspondiente a finales de 2008, y llega solo a un 9,83% del patrimonio neto de ese ejercicio. A partir de 2015 las reservas incrementan, pero no llegan al valor del ejercicio 2008, representando a finales de 2017 un 38,52% de ese valor.
- Solo en 2015 y 2016 los ajustes por cambio de valor tienen valores positivos, para los demás ejercicios del presente análisis, los valores negativos disminuyen el valor del patrimonio neto, que representa solo un 75,13% a finales de 2017, comparado con los registrados en las CCAA (cuentas anuales) de 2008.

#### Recomendaciones:

En el contexto de la fuerte expansión del grupo, y aumento de la cartera, financiada a través de endeudamiento, como se ha visto más arriba, se recomienda el aumento real del capital social, o sea a través de la emisión de nuevos activos, y no solo con cargo a reservas, para que se refleje también en un incremento del patrimonio neto. Además, se tienen que aumentar las reservas voluntarias.

### 3. IMPLICACIONES ÉTICAS Y SOCIALES

La preocupación por la forma en la que una empresa cuida la forma en la que gana dinero, con *“una visión a largo plazo en la que tiene presente no sólo a sus accionistas y empleados, sino también el entorno en el que ejerce su actividad”* es imprescindible para una empresa sostenible (Iribar, 2003).

En este contexto, la **ética empresarial** se refiere a *“las prácticas de los negocios en las que se implican las normas y valores de los individuos, de la empresa y de la sociedad”* (Claver Cortés y otros, 1997).

La creciente importancia atribuida a los aspectos de índole ético-moral y social en el funcionamiento de las empresas se refleja en el **Pacto Mundial** (*Global Impact*), la iniciativa de la ONU para la sostenibilidad empresarial de junio de 2000<sup>12</sup>, al que adhiere Sacyr en 2007, y en 2014 renueva su compromiso. Los diez principios del Pacto Mundial se refieren a los derechos humanos, normas laborales, medio ambiente y lucha contra la corrupción (Imagen 3 del Anexo 3).

Desde 2010 Sacyr define en un Código de conducta<sup>13</sup> la misión, la visión, los valores, como también los principios éticos básicos de todo el grupo. Los valores de Sacyr se refieren a espíritu de equipo, excelencia, innovación, adaptabilidad e integridad.

Por su parte, los principios éticos básicos del grupo Sacyr están ligados a los principios del Pacto Mundial, y se definen por: respeto a la legalidad; integridad (lucha contra la corrupción); transparencia (difusión fiel de la información de la empresa); responsabilidad (asunción de responsabilidades para cumplir con los objetivos); seguridad (refiriéndose tanto a las condiciones laborales, como a la calidad de las obras realizadas, con efectos sobre la seguridad de los clientes y el entorno); respeto a los derechos humanos.

Además de las pautas de comportamiento con el mercado, el Código de conducta establece las pautas de comportamiento con la sociedad y la naturaleza (Sacyr, 2017a, pág. 26), previendo las actividades sobre seguridad y protección del medio ambiente y las donaciones y proyectos de contenido social, realizadas a través de la Fundación Sacyr.

Según la información del Informe integrado 2017 (Sacyr, 2018g), solo durante este ejercicio, el grupo ha realizado la evaluación del impacto ambiental de una total de 1.763 proveedores, unas inversiones de 17 millones de euros en medio ambiente y 258 miles de euros en formación del personal.

---

<sup>12</sup> La página web oficial de la red española del Pacto Mundial se encuentra en: <https://www.pactomundial.org/>

<sup>13</sup> La versión actual del Código de conducta, ha sido aprobada por el Consejo de Administración del Grupo Sacyr el 27 de julio de 2017.

En cuanto a la gestión ambiental, el grupo dispone de un Sistema de Gestión de la Calidad y Gestión Ambiental de acuerdo a las normas ISO 9001 e ISO 14001 y EMAS<sup>14</sup>. A finales de 2018 la empresa del grupo Valoriza Medioambiente obtiene la certificación en Conducción eficiente según la especificación AENOR EA 0050 “Sistema de Gestión de Conducción Eficiente de Vehículos Industriales”, (Sacyr, 2018i). La mencionada certificación está en consonancia con el compromiso del grupo en lucha contra el cambio climático. Solo en 2017 el grupo aprueba la política frente al cambio climático, solicita voluntariamente la inscripción de la Huella de Carbono de Sacyr en MAPAMA, se incorpora a la Comunidad #PorElClima y al Grupo Español para el Crecimiento Verde, participa en el Clúster de Cambio climático de FORÉTICA, adhiera al Pacto de Economía Circular (Sacyr, 2018g, p. 133 y ss).

En 2017 se ha invertido más de 9 millones de euros en proyectos de I+D+i (investigación y desarrollo), con enfoque en proyectos medioambientales, que pueden aplicar en el marco de su actividad, especialmente por Sacyr Servicios (tratamiento de residuos, obras y regeneraciones medioambientales, ciclo integral de agua, plantas de tratamiento de agua), de eficiencia energética y de uso de nuevos materiales. El grupo ha concluido acuerdos de colaboración con varias universidades y organismos o centros de investigación (Imagen 4 del Anexo 3).

Además de los proyectos propios de I+D+i, Sacyr, a través de su Fundación (creada en 2008), incentiva y promueve los startups con alto potencial, primando el grado de innovación tecnológico y la posibilidad de aplicación en el marco de la actividad del grupo Sacyr (Sacyr, 2017b).

La Fundación Sacyr apoya también proyectos de mejora y desarrollo en otros países donde tiene presencia, pudiendo destacar de los últimos:

- acuerdo de colaboración con Aldeas Infantiles SOS de Pachacamac en Perú (Sacyr, 2017c);
- acuerdo de colaboración con Ayuda en Acción de mejora de las instalaciones, donde se prestan servicios a niños y niñas con necesidades especiales en Bolivia (Sacyr, 2017d);
- acuerdo de colaboración con las ONGs Vihda y Gota a Gota para colaborar en un proyecto de abastecimiento de agua potable en Makuyu, Kenia (MDO, 2018).

#### **4. ANÁLISIS DEL ENTORNO Y RASGOS CARACTERÍSTICOS DEL SECTOR**

Al realizar un análisis de los estados contables, también se tiene que *“evaluar la coyuntura económica del momento, las características específicas del sector al que pertenece la firma y las apuestas estratégicas de la misma”*. En cuanto al análisis del entorno, éste debe incluir el análisis macroeconómico, sectorial, social y político en el que opera la sociedad (Archel Domench y otros, 2015, p.300).

En este capítulo se presenta de forma resumida los rasgos característicos del sector construcción, su influencia en la economía y la evolución del sector, a partir de datos estadísticos, en el periodo de la última crisis (2008) hasta el presente.

A efectos de comparación de los resultados del grupo Sacyr en el periodo 2008-2017, se realiza también un análisis de las empresas españolas del sector, que clasifican a España en el cuarto lugar de liderazgo empresarial mundial en el sector construcción (conexionindustriales, 2017).

##### **4.1. SECTOR CONSTRUCCIÓN, RASGOS CARACTERÍSTICOS**

El sector construcción es uno de los elementos básicos de la economía de cualquier país, y no solo porque en las economías avanzadas el peso del sector construcción sobre el PIB está comprendido entre 7% y 12%, pero también porque la evolución de este sector incide en una gran cantidad de ramas de actividad (Cuadrado Roura y otros, 2010, pág.27 y ss.). De este modo, se puede hablar desde una influencia directa sobre la producción de maquinaria especial y equipamiento utilizado en el proceso mismo de construcción, hasta la industria productora de áridos, como subsector de la minería, que se usa para la producción de cemento, entre otros; o

---

<sup>14</sup> EMAS: *EU Eco-Management and Audit Scheme* (El Sistema de Gestión y Auditoría Medioambientales de la UE). Página oficial: [http://ec.europa.eu/environment/emas/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/environment/emas/index_en.htm)



la industria metalúrgica, que depende de la demanda del sector construcción para la producción de elementos para el hormigón armado<sup>15</sup>.

Dentro del sector construcción se pueden diferenciar dos grandes subsectores: el de obra civil, que incluye la construcción de infraestructuras (carreteras, ferrocarriles, puertos) dirigidas al sector público en su mayoría; y el de edificación, que incluye la construcción de viviendas (cliente privado) y edificios destinados a otros fines (plantas industriales, para el cliente privado, hospitales, colegios y similares, para el sector público).

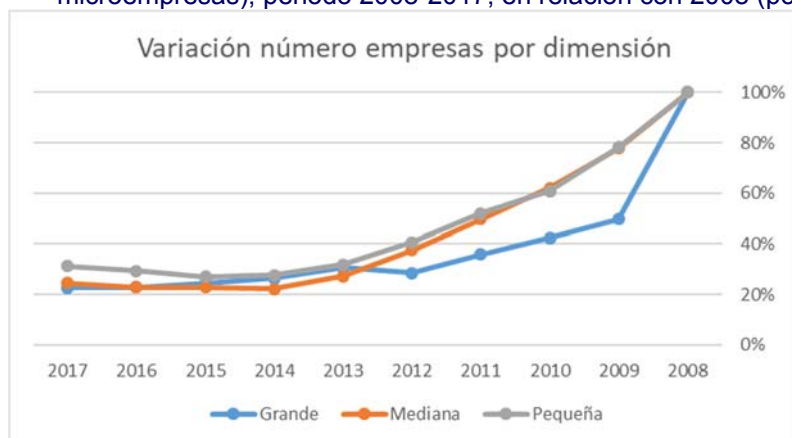
Hay que mencionar el carácter cíclico del sector, de modo que en España desde 1960 se pueden distinguir varias fases (Cuadrado Roura y otros, 2010, pág. 12 y ss.):

- 1960-1975 → periodo de mayor crecimiento del sector;
- 1975-1984 → fase de crisis, con contracción del sector construcción, pero ritmo de crecimiento ligero de la economía en conjunto;
- 1985-1991 → ciclo de crecimiento y expansión, impulsada por las inversiones en infraestructura, después de la integración de España en UE, pero con rasgo de gran “boom” especulativo;
- 1991-1993 → periodo de recesión, con destrucción de empleo y extinción masiva de empresas constructoras;
- 1994-2006 (hasta mediadas de 2007) → fase de crecimiento intenso, con intensas “especulaciones” en el área inmobiliario;
- Segunda mitad de 2007 -2014 → fase de crisis, acompañada por la crisis financiera, y prácticamente “hundimiento” del subsector de construcción de viviendas;
- 2014-actualidad → fase de recuperación del sector construcción, con una recuperación ligera del subsector de construcción residencial, según algunos autores (EC Brands, 2018).

Puesto que cada obra tiene sus peculiaridades, en el mercado hay un número muy reducido de grandes constructoras y promotoras, y una gran cantidad de empresas medianas y pequeñas especializadas en cierto tipo de obras, que frecuentemente se contratan por las empresas de mayor tamaño (González-Martín y otros, 2010).

En la Tabla 15 del Anexo 4 se nota el número muy grande de microempresas del sector construcción, comparado con empresas más grandes. Además, en la Tabla 16 del Anexo 4 se puede observar la variación porcentual interanual del número de empresas atendiendo al número de asalariadas, durante el periodo 2008-2017, de la que resalta la “destrucción” de las grandes y medianas empresas del sector, especialmente las que se dedican a la promoción inmobiliaria y construcción de edificios. En el Gráfico 5 de más abajo se observa que el número de las empresas del sector sigue la tendencia de disminución.

Gráfico 5. Variación interanual número empresas por dimensión (excluidas las microempresas), periodo 2008-2017, en relación con 2008 (porcentaje)



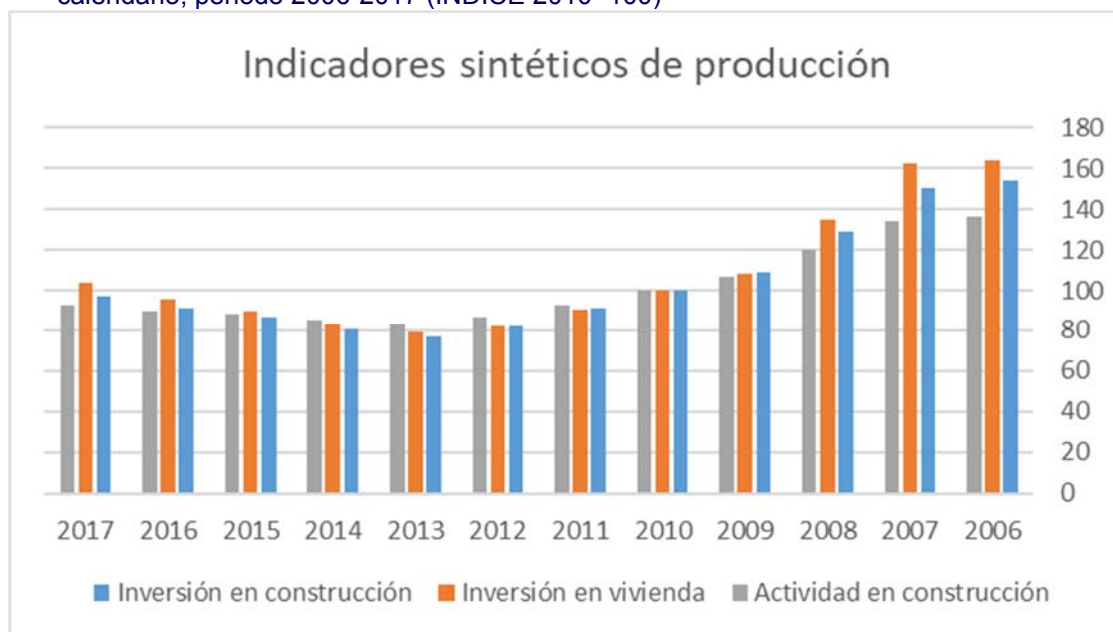
Fuente: Elaboración propia a partir de los datos extraídos de DIRCE INE, presentados en la Tabla 16 del Anexo 4.

<sup>15</sup> Ver el Gráfico 1 del Anexo 4 con las interrelaciones del sector construcción con otros sectores.

Como consecuencia de la gran diversidad de los tipos de trabajos que se realizan en el sector, también hay una gran diversidad de oficios y nivel de cualificación necesaria. Sin embargo, el sector construcción se caracteriza por la necesidad de un número pequeño de trabajadores con estudios universitarios y de cualificación alta, como ingenieros, arquitectos; y una ocupación intensa de puestos por personas con escasa cualificación, o incluso sin necesidad de preparación alguna. Como efecto de este último hecho, durante la fase de expansión, los puestos de trabajo sin necesidad de cualificación en el sector construcción han sido ocupados, en gran parte, por extranjeros originarios de países con situación económica más débil que España. (González-Martín y otros, 2010).

Para un análisis más detallado de evolución del sector durante el periodo estudiado, se pueden examinar distintos indicadores de producción del sector construcción, que se presentan más abajo en gráficos y diagramas:

Gráfico 6. Indicadores sintéticos de producción corregidos de variaciones estacionales y calendario, periodo 2006-2017 (INDICE 2010=100)

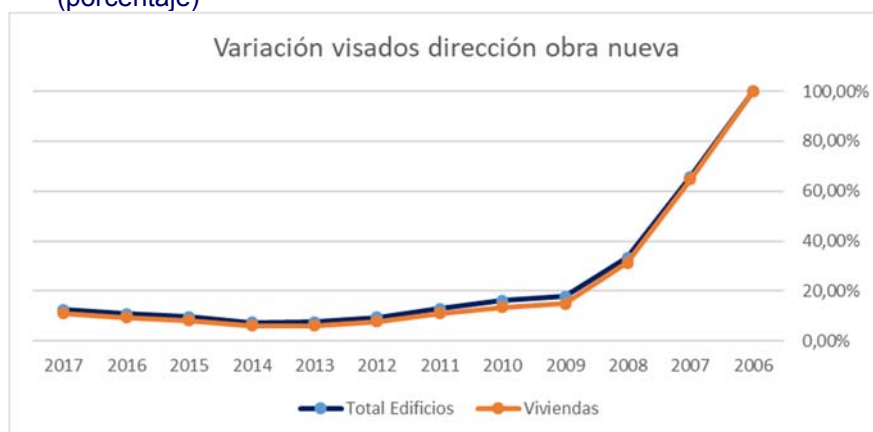


Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de MEE, presentados en la Tabla 17 del Anexo 4.

Según se puede observar del Gráfico 6, los tres indicadores de inversión, actividad en construcción e inversión en vivienda, presentan sus valores máximos en 2006, bajando gradualmente hasta 2013, cuando se registran sus mínimos, y luego vuelven a subir, pero a un ritmo mucho más lento. Solo el indicador de inversión en vivienda llega a tener un valor ligeramente por encima del registrado en 2010 (año base), los indicadores de inversión en construcción y de actividad en construcción siguiendo por debajo de 100.

Analizando la Estadística de Obras en Edificación realizada por el Ministerios de Fomento, según datos aportados por los Colegios oficiales de aparejados y arquitectos, en el periodo 2006-2017, especialmente los visados de dirección de obra nueva, se nota una caída de más de 90% en el periodo 2012-2015 (Gráfico 7 y Tabla 18 del Anexo 4), con el mínimo de 7,47% para el total de edificios en 2014 y el 6,12% para las viviendas en 2013. A partir de estos años se nota una ligera recuperación, pero las cifras en 2017 aún están muy lejos de las del 2006, con 12,4% y 10,98% para el total de los edificios y viviendas, respectivamente. Hay que mencionar que el peso mayor corresponde a los visados para viviendas, aunque éste también sigue la misma dinámica, en 2006 el porcentaje de visados de dirección de obra nueva de edificios destinados a vivienda representando el 94,54% del total, mientras que en 2017 es de 83,67% (el mínimo de 76,99% registrándose en 2013).

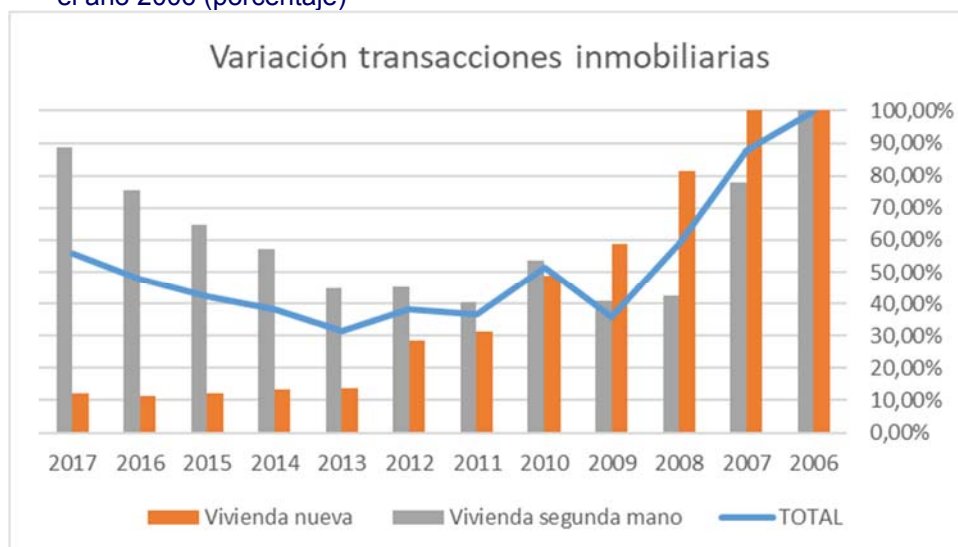
Gráfico 7. Variación visados dirección obra nueva 2006-2017, en relación con el año 2006 (porcentaje)



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de MEE, presentados en la Tabla 18 del Anexo 4.

En el caso de las transacciones inmobiliarias de viviendas (compraventa de viviendas formalizada en escritura pública en oficina notarial) se nota la misma dinámica de disminución (Gráfico 8), con mínimo de las transacciones totales en 2013 (31,47% en comparación con 2006). En cambio, al analizar la dinámica de las transacciones sobre viviendas nuevas y viviendas a segunda mano, se nota que las últimas están en aumento, mientras que las transacciones sobre viviendas nuevas siguen disminuyendo: si en 2009 la compraventa de viviendas nuevas constituía un 70%, en 2017 esta cifra disminuye hasta 9,47% del total de las transacciones inmobiliarias de viviendas (Tabla 19 del Anexo 4). Además, el ritmo de aumento de la compraventa de viviendas por parte de los extranjeros residentes es más alto que el de los españoles, mientras apenas se registra variación alguna en el caso de las transacciones realizadas por extranjeros no residentes después de la disminución en más de 80% en 2011, en comparación con 2006.

Gráfico 8. Variación transacciones inmobiliarias de viviendas 2006-2017, en relación con el año 2006 (porcentaje)

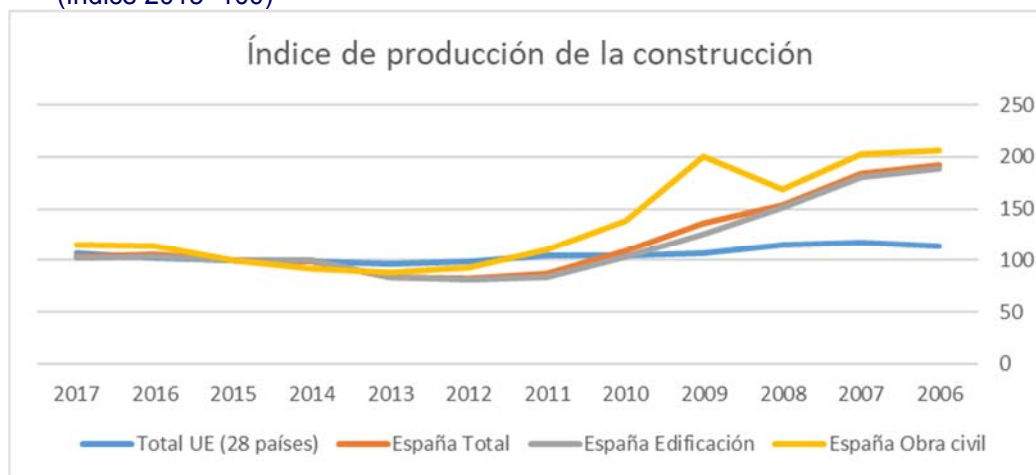


Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de MEE, presentados en la Tabla 19 del Anexo 4.

En la Tabla 20 del Anexo 4 se incluye el valor de la obra civil adjudicada por licitación por el Ministerio de Fomento y su variación (índice 2006=100), llamando la atención la disminución del valor de las obras, especialmente desde 2009 a 2010, cuando se llega a un 43,57% de las inversiones en infraestructura en comparación con 2006. En 2017 el valor de las licitaciones apenas llega a un 22%, el mínimo observándose en 2012 (13,42%). Solo las licitaciones para obras en puertos y canales de navegación se mantienen a unos niveles más aproximados a las de 2006.

Por último, se presenta en el Gráfico 9 y la Tabla 21 del Anexo 4 el índice de producción de la construcción, comparado con el correspondiente índice total de UE. Se nota que el índice correspondiente a UE, a pesar de presentar una disminución en el mismo periodo que el índice español (2012-2013 el mínimo), la caída no es tan drástica, con una evolución lineal. Por su parte, todos los índices españoles, al registrar en 2006 unos valores muy altos, sufren una caída mayor, incluso en 2017 situándose por debajo del índice europeo (solo el correspondiente a la obra civil presenta una suave mejora).

Gráfico 9. Índice de producción de la construcción 2006-2017, corregido de calendario (índice 2015=100)



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de EUROSTAT, presentados en la Tabla 21 del Anexo 4.

**CONCLUSIONES:** Después de un periodo de fuerte expansión, el sector construcción en España sufre un fuerte descenso, durante el periodo coincidente con la crisis financiera mundial, especialmente el de construcción de viviendas, que a pesar de presentar unas ligeras mejoras los últimos años, aún está muy por debajo de la situación de hasta 2008.

Según Cuadrado Roura (2010), el papel principal de la expansión y luego caída del mercado inmobiliario lo tiene el factor especulativo, fortalecido durante el periodo de expansión por otros factores, como:

- Crecimiento de la población y la correspondiente creación de nuevos hogares (en parte debido a la inmigración hacia España);
- Entorno macroeconómico, con la evolución de la riqueza del país y la renta disponible de los hogares;
- El acceso de la financiación para la adquisición de viviendas (especialmente los tipos de interés bajos de la política monetaria expansiva y plazos de préstamo largos);
- Expectativas de aumento del precio de las edificaciones residenciales, por la que se consideraba una buena inversión (aspecto especulativo).

Todos estos factores, como consecuencia del fuerte endeudamiento, inclusive de los hogares, se tradujo en la caída del mercado, con la restricción de la demanda, y la necesidad de corregir también la oferta.

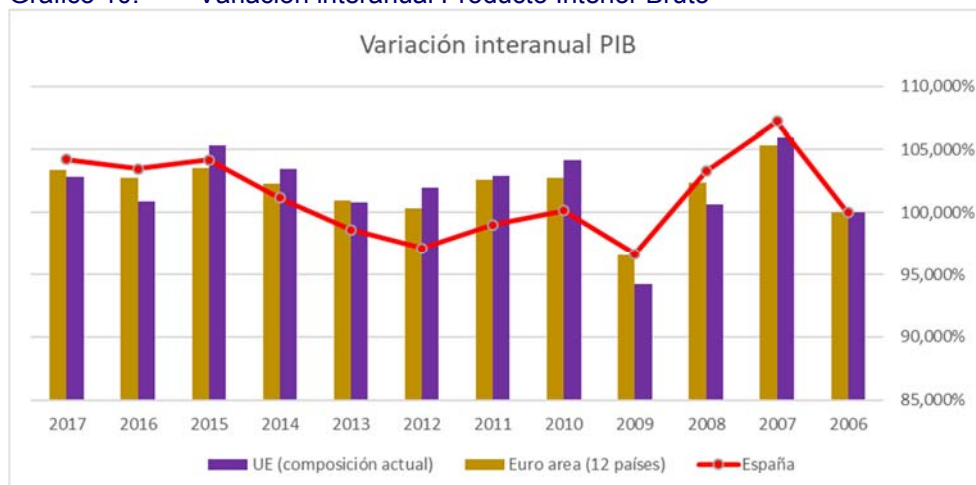
## 4.2. INCIDENCIA DEL SECTOR CONSTRUCCIÓN EN LOS DATOS MACROECONÓMICOS EN EL PERIODO 2008-2017

Volviendo al tema de la última crisis económica y al entorno macroeconómico, como factor de expansión del mercado inmobiliario, en las Tablas 22 y 23 del Anexo 4 se presenta el Producto Interior Bruto a precios de mercados y la variación interanual comparativa del mismo, para los 28 miembros de la Unión Europea (composición actual), 12 países de la zona euro<sup>16</sup> y España. Del Gráfico 10, de más abajo se nota que España sigue la dinámica europea de crecimiento

<sup>16</sup> Puesto que los datos comparativos se presentan a partir de 2006, se ha considerado oportuno utilizar la comparación con la zona euro de ese año, integrada sólo por 12 países.

(2007) y caída de la economía (2007-2009). Durante la fase de recesión, las variaciones del PIB Español están por debajo de las variaciones registradas por los países europeos en conjunto, de modo que, si la media UE y la media de la zona euro presenta un incremento del PIB, aunque no muy alto desde 2010, en el caso de España notamos valores negativos de variación. Solo a partir de 2014 el PIB de España registra una variación positiva, con un índice ligeramente superior a la media de UE.

Gráfico 10. Variación interanual Producto Interior Bruto



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos extraídos de EUROSTAT, presentados en la Tabla 23 del Anexo 4.

En cambio, al analizar el peso de la actividad de construcción sobre el valor añadido bruto (VAB), presentado en el Gráfico 11, se observa que tanto para UE, como para los países de la zona euro, la actividad de construcción antes de la crisis representaba un poco más de 6% del VAB total, y aunque ulteriormente se nota una disminución, los valores se mantienen alrededor de 5%. En cambio, la actividad de construcción en España formaba casi un 12% del VAB, el doble de la media europea, resaltando del gráfico la disminución continua del peso de la actividad constructora sobre el VAB, llegando en 2013 a la mitad del índice registrado para 2006 (5,77% en comparación con 11,7% del VAB). De cualquier modo, se advierte que el índice español sigue por encima de la media europea, por lo que se puede concluir que el sector construcción sigue teniendo una gran importancia en el desarrollo de la economía española.

Gráfico 11. Índice actividad construcción sobre el VAB Total

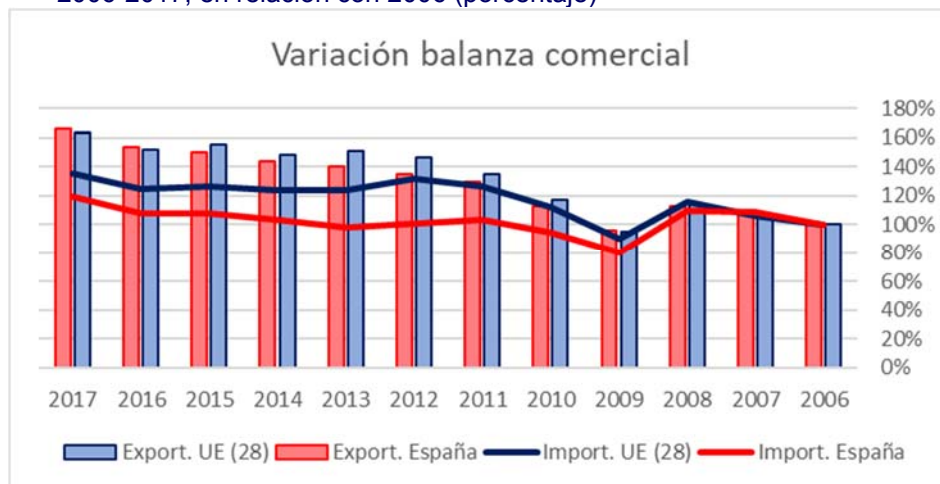


Fuente: Elaboración propia a partir de los datos extraídos de EUROSTAT, presentados en la Tabla 26 del Anexo 4.

Analizando la evolución de las importaciones y exportaciones de España y la media de los países UE (28 países), con terceros países (fuera de UE), presentada en el Gráfico 12 y las Tablas 27 y 28 del Anexo 4, se nota un aumento ligero para el año 2008, en comparación con 2006. En 2009 se nota una disminución, tanto en comparación con el 2008, como también con el año base 2006, de las exportaciones y de las importaciones. La tendencia cambia a partir del 2010, con un incremento continuo de las exportaciones e importaciones, tanto en España, como en UE, notándose una variación más fuerte en el caso de las exportaciones, que de importaciones. De este modo, UE desde 2013 mantiene una balanza comercial positiva, mientras que España, a pesar de presentar valores negativos (las importaciones en valores absolutos superan las

exportaciones, ver Tabla 27 del Anexo 4), ha mejorado considerablemente los indicadores, con un aumento de las importaciones de 19% en comparación con 2006, las exportaciones aumentando en 66%, en relación con ese año.

Gráfico 12. Variación exportaciones e importaciones con países de fuera de UE, periodo 2006-2017, en relación con 2006 (porcentaje)



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos extraídos de EUROSTAT, presentados en la Tabla 27 del Anexo 4.

Analizando los valores totales de las exportaciones e importaciones de España, presentados en la Tabla 29 del Anexo 4 y la variación de los mismos (Gráfico 13) se advierte la tendencia anterior de aumento de las exportaciones a unos ritmos más intensos que las importaciones, lo que ha permitido a que el saldo sea positivo a partir de 2012.

Sin embargo, analizando la línea verde del gráfico, que representa la variación de las exportaciones de España en construcción, se observa un fuerte aumento en 2008, en comparación con 2006. En el periodo 2009-2011 las exportaciones se mantienen a unos niveles aproximados, para un incremento de 223% en 2012, en comparación con 2006. Este nivel, en cambio, no es duradero, a partir de 2014 notándose una disminución de las exportaciones del sector, el valor para el último año estudiado 2017 representando tan sólo el 70% del registrado en 2006.

Gráfico 13. Variación exportaciones e importaciones, periodo 2006-2017, en relación con 2006 (porcentaje)

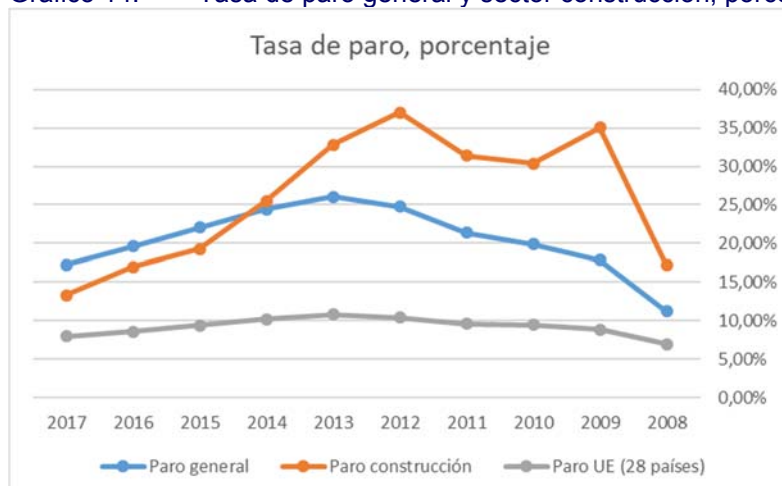


Fuente: Elaboración propia a partir de los datos presentados en la Tabla 29 del Anexo 4.

En el Gráfico 14 de más abajo se presenta la evolución de la tasa de paro general y del sector construcción en España durante el periodo estudiado, 2008-2017, a partir de los datos de la Encuesta de Población Activa (EPA) realizada por el Instituto Nacional de Estadística (INE). Se nota que ya en 2008 la tasa de paro del sector construcción estaba por encima de la tasa de desempleo general (17,16% y 11,25% respectivamente). Durante los años siguientes, los dos

indicadores tienen una tendencia al alza hasta 2012, con una ulterior disminución del paro en el sector construcción, llegando en 2014 a unos índices muy próximos a 25%. Cabe mencionar que el paro en construcción del 2008 al 2009 llegó a duplicarse (desde 17,16% a 35,07%), llegando al máximo en 2012, con 36,98% de parados en el sector. Para el último ejercicio analizado, se observa que el paro del sector construcción ha disminuido hasta 13,32%, con un índice incluso por debajo de la tasa de paro general (17,22%). Comparativamente, la tasa de paro general española está muy por encima de la tasa de paro media de la UE, aunque se nota la misma tendencia al alza de la tasa, con máximos en 2012 y 2013, y su siguiente disminución.

Gráfico 14. Tasa de paro general y sector construcción, porcentaje

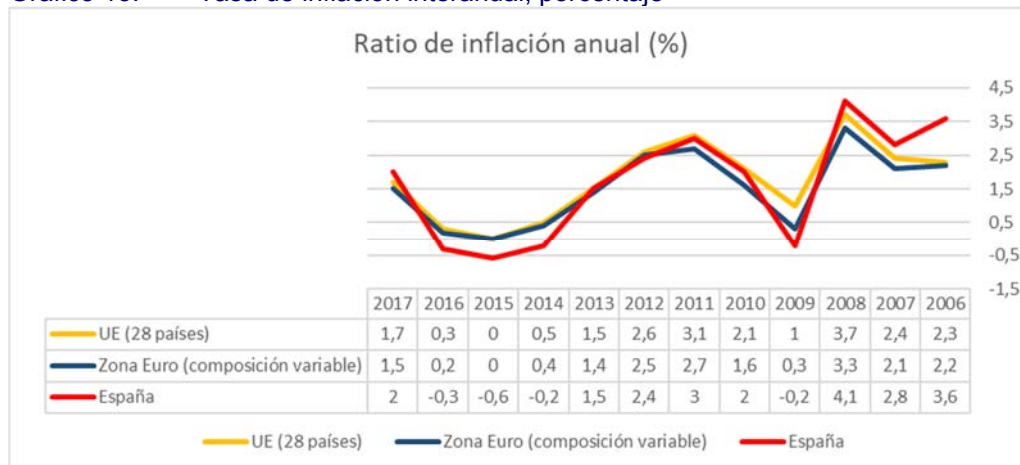


Fuente: Elaboración propia a partir de los datos extraídos de INE y Eurostat, presentados en la Tabla 32 del Anexo 4.

De la Tabla 30 del Anexo 4 se observa que en 2008 casi un 20% de los hombres estaban ocupados en el sector construcción, esta cifra disminuyendo gradualmente, hasta llegar a un valor de 10% en 2017. El peso de las mujeres ocupadas en la actividad de construcción es mucho menor, pero también sigue la tendencia a la baja desde 2% en 2008 a un 1% del total de mujeres ocupadas en 2017.

La ratio de inflación anual (variación anual del IPC armonizado) española sigue la dinámica general de la UE, en el periodo 2006-2017, con disminuciones en 2009 y entre 2013 y 2016 (Gráfico 15). En comparación con la inflación media en UE, España varios años presenta valores negativos, con descensos del IPC general, en su mayoría debido a la disminución del precio de los carburantes, comprobado con un aumento de la inflación subyacente, por lo que no se puede hablar de una deflación (CincoDías, 2016). En 2017, en cambio, la inflación española está por encima de la media europea, causada también por el precio de los carburantes, pero en este caso al alza, y por la subida de los precios de la electricidad (Salvatierra, 2017).

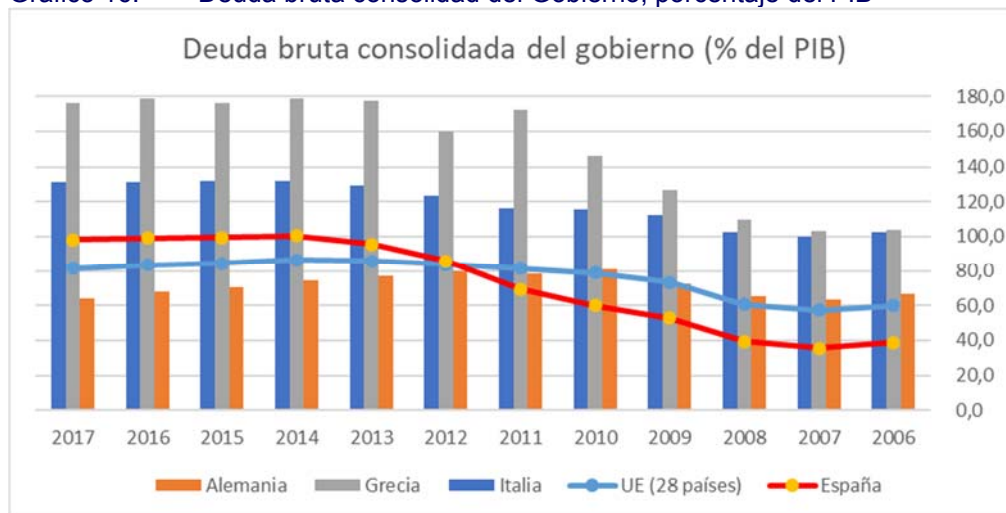
Gráfico 15. Tasa de inflación interanual, porcentaje



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Eurostat.

Otro indicador, que se ha disparado durante la crisis económica, es el de la deuda pública, con valores muy por encima del PIB en el caso de varios países de la UE. En el caso de España, en 2007 la deuda bruta consolidada del gobierno ha sido de 35,6% del PIB, subiendo gradualmente y llegando a valores por encima del PIB en 2014 (Gráfico 16 y Tabla 33 del Anexo 4), el incremento interanual mayor observándose en 2009 y 2012 (13,3% y 16.2%, respectivamente). Los últimos años, los valores de la deuda tienden a disminuir, pero a un ritmo muy lento, manteniéndose los valores muy próximos al PIB. En el gráfico 12, a efectos comparativos, se presenta también la evolución de la deuda de otros países miembros de la UE, notándose una tendencia alcista hasta 2010 en el caso de todos los países presentados. A partir de ese año la deuda de Alemania va disminuyendo, mientras que la de Grecia e Italia se dispara, siguiendo aumentando hasta el último año analizado.

Gráfico 16. Deuda bruta consolidada del Gobierno, porcentaje del PIB



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Eurostat, presentados en la Tabla 33 del Anexo 4.

Si se analiza la evolución de índices de la bolsa, en el caso de España el IBEX-35, se puede observar que en 2007 también presenta sus valores máximos, con una fuerte caída a principios del 2009, y tras varios periodos de oscilaciones, otra caída registrada en 2012, sin lograr recuperarse para finales del 2017, según se desprende del Gráfico 17 de más abajo.

Gráfico 17. Comparación de evolución de los mercados, periodo 2008-2017

### La evolución de los principales mercados en la última década



Fuente: Bloomberg

Fuente: Bloomberg, extraída del artículo de Eduardo Segovia (2017).

El Confidencial.LAB

**CONCLUSIONES:** Comparativamente, los datos macroeconómicos muestran la recuperación de los mercados, con el aumento del PIB de los países, disminución de la tasa de paro. En el caso de España, el sector construcción tiene un peso superior al de otros países, pero su importancia ha disminuido sensiblemente, sin poder hablar también de una recuperación completa del sector.



## 5. POSICIONAMIENTO DE SACYR, S.A. DENTRO DEL SECTOR. COMPARACIÓN CON OTRAS EMPRESAS

Sacyr, S.A. se dedica a una serie de actividades, la más principal, y la analizada en el presente trabajo, siendo la actividad de construcción, que desarrolla tanto en territorio nacional, como fuera. Como se ha visto, el mercado de la actividad de construcción está muy diversificado, con presencia de un número muy grande de empresas de distinto tamaño. Para comparar la tendencia y evolución de Sacyr, S.A. en el sector, como criterio más importante se ha considerado la internacionalización de las constructoras españolas.

Se ha analizado la lista de las 250 empresas de construcción mayores del mundo, en función de los ingresos totales, independientemente de la ubicación de los proyectos, publicada por la revista especializada *Engineering News-Record* (ENR) en 2018. En la tabla 9 se incluyen las empresas españolas con el ranking actual y en 2017 a nivel mundial.

Tabla 9. Constructoras españolas y su ranking internacional

Ranking		Empresa
2018	2017	
7	7	ACS, Actividades de Construcción y Servicios SA, Madrid
22	25	FERROVIAL, Madrid
50	48	FCC SA, Madrid
55	63	TECNICAS REUNIDAS, Madrid
66	87	ACCIONA INFRAESTRUCTURAS, Madrid
90	95	SACYR, Madrid
91	75	OHL SA (OBRASCON HUARTE LAIN SA), Madrid
180	182	COMSA CORP., Barcelona
250	**	GRUPO EMPRESARIAL SAN JOSE SA, Pontevedra

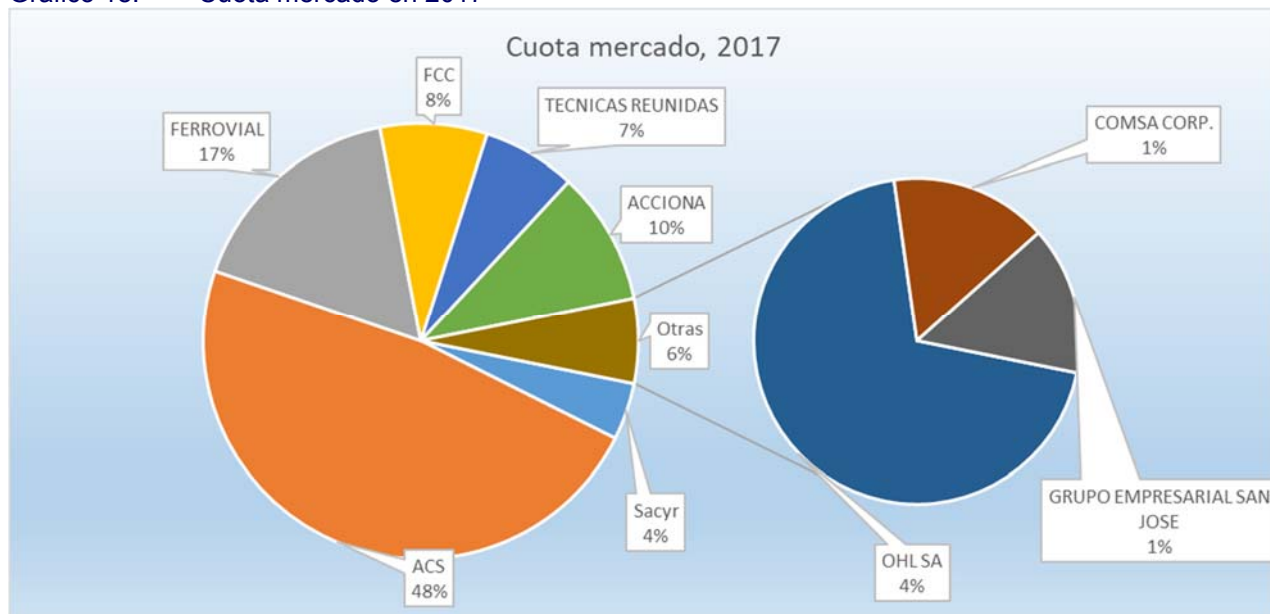
Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de ENR (2018).

Para analizar las 9 empresas indicadas, se ha procedido a la búsqueda en la base de datos SABI, respecto a la disponibilidad de las cuentas anuales. Se han encontrado las siguientes excepciones:

- En el caso de COMSA CORP. (NIF A08031098), faltan las cuentas anuales consolidadas correspondientes a los ejercicios 2009, 2010, 2011, 2012. Además, el auditor emitió opiniones favorables con incertidumbres para los ejercicios 2013, 2014, 2015, y con salvedades para 2008. Teniendo en cuenta lo expuesto, se ha considerado oportuno eliminar COMSA CORP. de la muestra, incluyéndola sola para representar las cuotas de mercado en el ejercicio 2017;
- El GRUPO EMPRESARIAL SAN JOSE, S.A. (NIF A36046993) se incluye en la muestra, a pesar de que, en las cuentas anuales consolidadas, correspondientes a los ejercicios 2014, 2015, 2016 y 2017 figuran fondos propios negativos, o sea que el grupo se encuentra en quiebra técnica, sin tener posibilidad de financiar el activo con fondos propios.

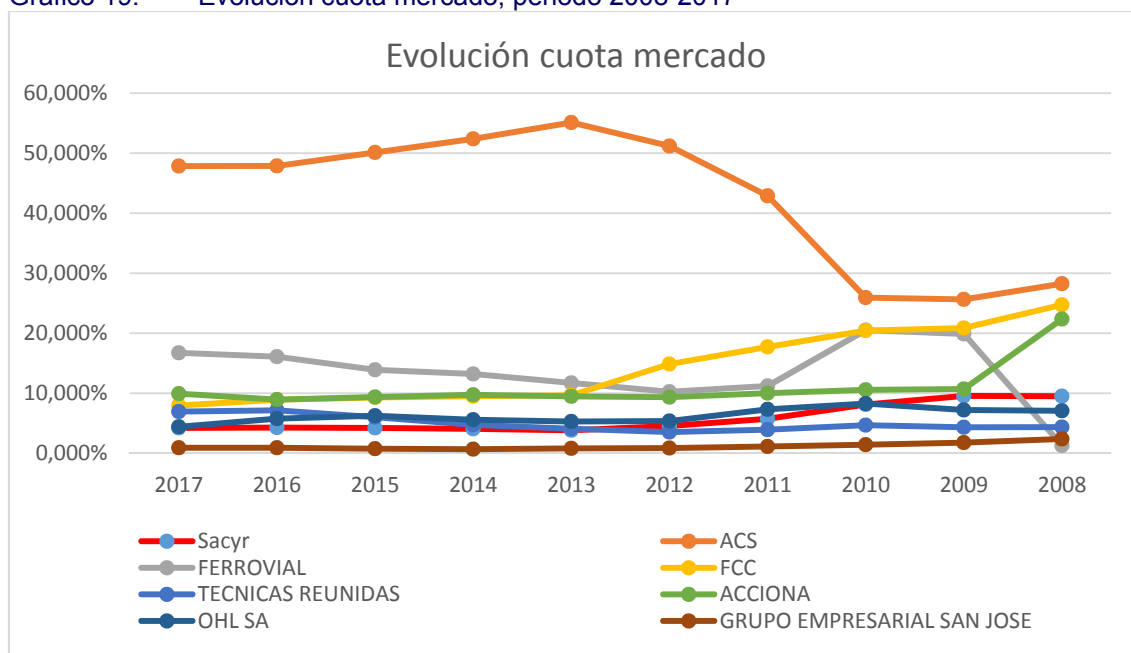
La cuota de mercado de las empresas de la muestra se calcula a partir de la cifra de ventas de cada uno de los grupos. Hay que tener en cuenta que, en 2017, según EUROPA PRESS (2018c), los seis primeros grupos españoles del sector construcción han reunido un 96% del valor total de la producción, considerando su facturación en los mercados internacionales. De los Gráficos 18 y 19 se nota que el grupo **ACS** ha aumentado considerablemente durante el periodo estudiado su cuota de mercado, ocupando casi el 50% del mercado. También **Ferrovial** ocupa una posición más alta, en comparación con 2008, pero su peso en 2017 es 3% menos que en 2009 y 2010. Los demás grupos de la muestra, inclusive **Sacyr**, han visto reducida su cuota de mercado. En el caso de **Sacyr** observamos que en 2008 su cuota era de 9,5%, mientras que la cuota actual es de 4,24%.

Gráfico 18. Cuota mercado en 2017



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de las CCAA consolidadas.

Gráfico 19. Evolución cuota mercado, periodo 2008-2017<sup>17</sup>



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de las CCAA consolidadas.

En el análisis comparativo de las empresas, se utilizan también los ratios sectoriales de sociedades no financieras, de la base de datos del Banco de España, obtenidos para empresas con cifra de negocios superior a 50 millones de euros del sector construcción, para el periodo 2008-2016<sup>18</sup>. A efectos comparativos con nuestra muestra, se aplica la mediana de distribución estadística (cuartil Q2), presentada en la Tabla 35 del Anexo 5.

Al analizar la tasa de variación interanual de la cifra neta de negocios de las empresas de la muestra (Tabla 36 del Anexo 5), se nota que la evolución de las empresas a lo largo del periodo 2008-2017 es muy distinta: mientras la media del sector (T1 BDE) presenta un valor negativo (-13,19%), **Sacyr, Técnicas reunidas, OHL, y Ferrovial** logran aumentar su cifra de negocios, la última en más de 1500 %. Las ventas de las demás empresas de la muestra disminuyen en

<sup>17</sup> Cálculos presentados en la Tabla 34 del Anexo 5.

<sup>18</sup> No hay datos disponibles para el año 2017 a la fecha de elaboración de este trabajo.

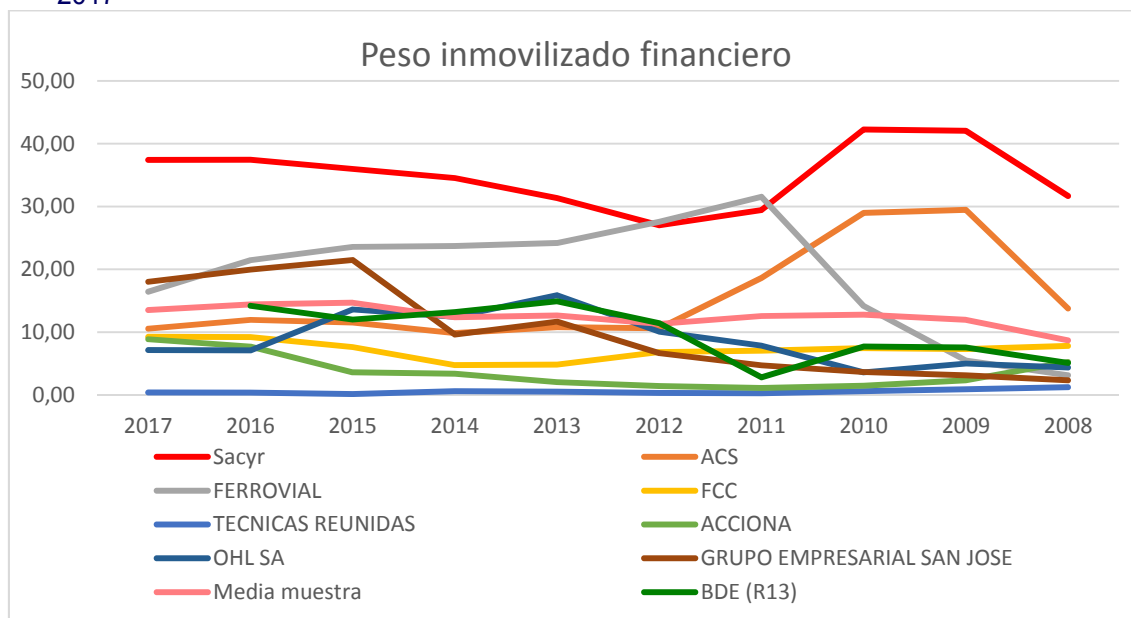
comparación con 2008, en el caso de **Acciona** la disminución siendo casi de 50%. **Sacyr** presenta una disminución de las ventas 4 años consecutivos (2010-2013), una dinámica se muestra por **FCC** y **Grupo empresaria San José**, con disminuciones durante 6 ejercicios consecutivos (2008-2014). **ACS**, en 2011 y 2012, en plena crisis, logra aumentar las ventas en 85% y 34,86% respectivamente. El 2015 ha sido un año con incremento de la cifra de negocios para todas las empresas, el mayor aumento correspondiendo a **Técnicas reunidas**. **Sacyr** en 2015 presenta un incremento superior a la media del sector (T1 BDE). Otro año positivo para las empresas del sector ha sido el 2017, cuando la mayoría presentan incrementos de ventas, excepto **OHL** y **FCC**.

## 5.1. ESTRUCTURA DEL ACTIVO

En este apartado se realiza un breve análisis comparativo de la estructura del Activo de las empresas de la muestra y de las ratios sectoriales (BDE).

Las inversiones financieras a largo plazo presentan una dinámica variable a lo largo del periodo analizado, en cuanto al total del activo. La media de la muestra es casi lineal, con valores desde 8,7 en 2008, hasta 14.39 en 2016 y excepto el ejercicio 2011, cuando se registra un valor medio en 10 puntos porcentuales por encima de la ratio sectorial (R13 BDE), los valores son coincidentes. Del Gráfico 20 se desprende que, el peso de las inversiones financieras a largo plazo de **Sacyr** está por encima de las de otras empresas de la muestra, y presenta una dinámica similar a **ACS** hasta 2012, a partir del cual en **ACS** el peso disminuye, mientras que en **Sacyr** sube. En el caso de **ACS** la causa es, primero, el aumento de las inversiones financieras a largo plazo, y luego su disminución a partir de 2012, con un aumento del Total del Activo. En caso de **Sacyr** el incremento del valor de la ratio se explica con la disminución del Activo Total, mientras el inmovilizado material tiene unos valores absolutos más o menos similares a lo largo de todo el periodo estudiado. La ratio más baja la registra **Técnicas reunidas**, con Activos corrientes muy por encima de los no corrientes.

Gráfico 20. Peso inversiones financieras a largo plazo sobre el Activo Total, periodo 2008-2017<sup>19</sup>



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de las CCAA consolidadas y Tabla 37 del Anexo 5.

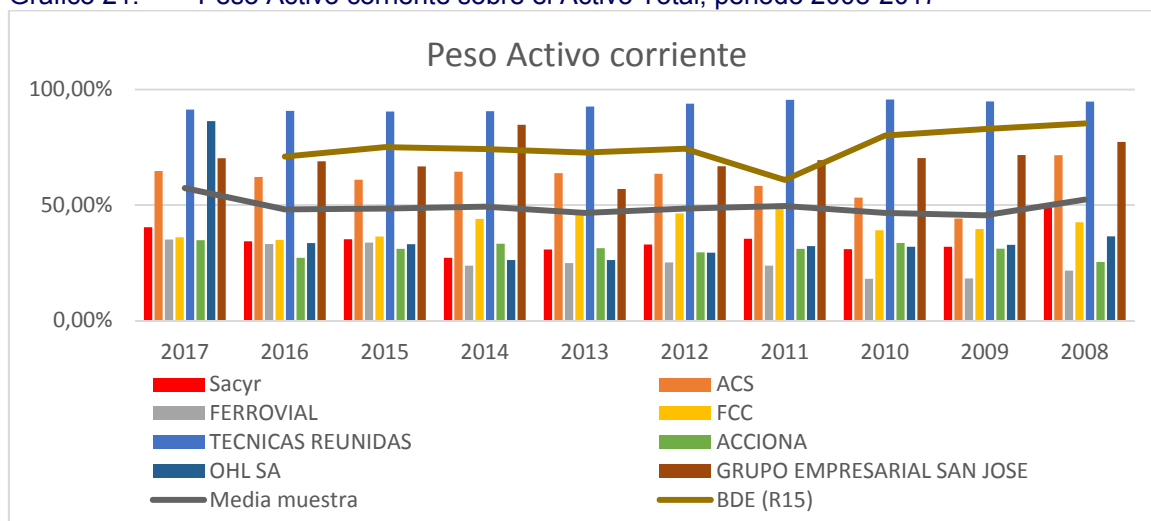
En la Tabla 38 del Anexo 5 se pueden observar los valores correspondientes al peso del Inmovilizado material sobre el Total del Activo. La media sectorial (R14 BDE) presenta unos valores muy bajos. Las únicas empresas con valores similares son **Sacyr**, **Técnicas reunidas** y **Grupo empresarial San José**. Las demás empresas en el periodo 2008-2011 registran unos valores superiores, debiéndose en gran parte a los terrenos y construcciones que mantenían en

<sup>19</sup> Datos presentados en la Tabla 37 del Anexo 5.

el Activo. En el caso de **Sacyr**, gran parte de ellos en 2008 ya figuraban en el Activo corriente como Activos mantenidos para la venta. Las demás empresas, excepto ACCIONA y FCC disminuyen gradualmente el peso del inmovilizado material y como consecuencia también disminuye la media de la muestra.

En cuanto al Activo corriente, del Gráfico 21 resalta que la media de la muestra se mantiene a nivel de 50%, mientras la media sectorial (R15 BDE) aunque va descendiendo, está por encima de 70%. La empresa que presenta un porcentaje del Activo corriente próximo a 90% es **Técnicas reunidas** y se debe a un valor muy alto de la partida de 'Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar'. En el caso de **Sacyr**, igual que **FCC**, **Acciona**, **Ferrovial**, el Activo Total está compuesto en una parte mayor por Activo no corriente.

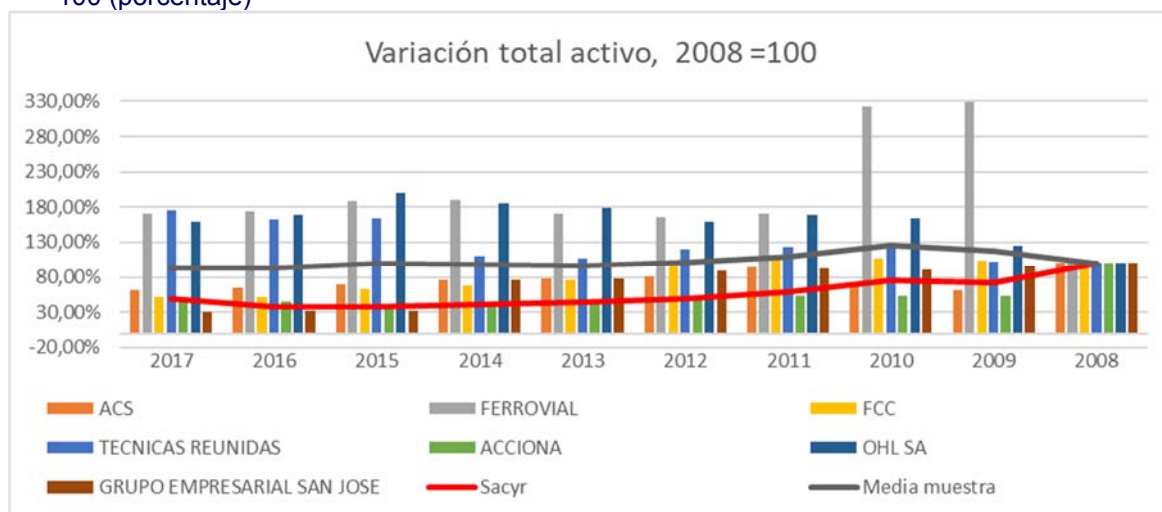
Gráfico 21. Peso Activo corriente sobre el Activo Total, periodo 2008-2017<sup>20</sup>



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de las CCAA consolidadas y Tabla 39 del Anexo 5.

En el Gráfico 22 y Tabla 40 del Anexo 5, se presenta la evolución del Total del Activo en el periodo 2008-2017, en relación con 2008. Observamos que la mayoría de las empresas, inclusive **Sacyr**, disminuyen el valor del activo, excepto **Técnicas reunidas**, **Ferrovial** y **OHL**. La media de la muestra disminuye ligeramente hasta el 92% para finales de 2017.

Gráfico 22. Variación Total Activo (Total Patrimonio Neto y Pasivo), en relación con 2008 = 100 (porcentaje)



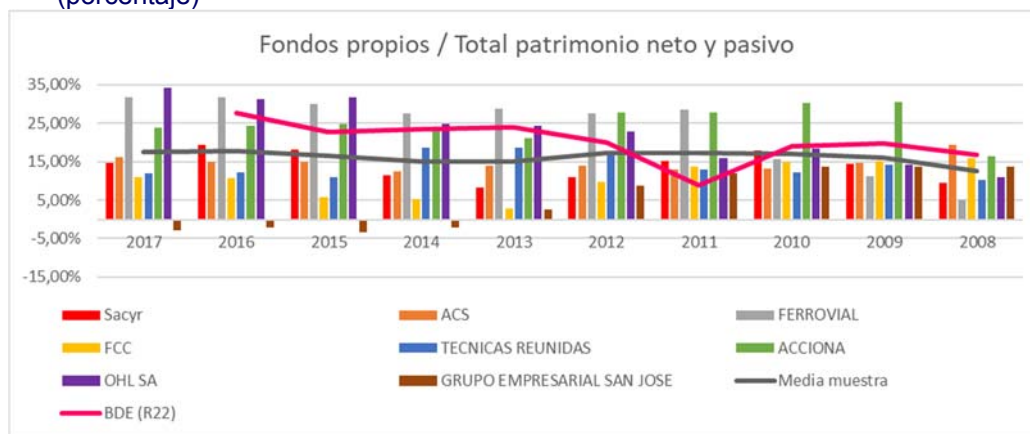
Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de las CCAA consolidadas y Tabla 40 del Anexo 5.

<sup>20</sup> Datos presentados en la Tabla 36 de los Anexos.

## 5.2. ESTRUCTURA DEL PASIVO

En cuanto a la estructura financiera de las empresa, del Gráfico 23 y Tabla 41 del Anexo 5 se puede observar el bajo peso de los *recursos propios* a lo largo de todo el periodo analizado 2008-2017, el indicador para todas las empresas en 2008 estando por debajo de 20%, lo que supone la financiación de la actividad de las empresas en más de 80% con recursos ajenos. Solo ACS a finales de 2008 presenta un valor por encima de la media sectorial (R22 BDE). Sin embargo, a lo largo del periodo estudiado la mayoría de las empresas de la muestra mejoran la ratio ligeramente, los incrementos superiores notándose en el caso de OHL y Ferrovial, a finales de 2017 con indicadores superiores al 30%. Las demás empresas siguen con ratios muy bajos, Sacyr mantiene la dinámica de la muestra. Las excepciones de la muestra corresponden a: **FCC** que disminuye el peso del patrimonio en comparación con 2008, aunque presenta un aumento considerable en comparación con 2013, cuando está casi completamente descapitalizada y el indicador es de 3,01%; **ACS** que disminuye también el peso de los recursos propios, situándose a finales de 2017 por debajo de la media de la muestra; **Grupo empresarial San José**, que no solo ha disminuido el índice (aunque en 2008 presentaba un valor superior a la media de la muestra), sino que está en quiebra técnica, con valores negativos del patrimonio neto.

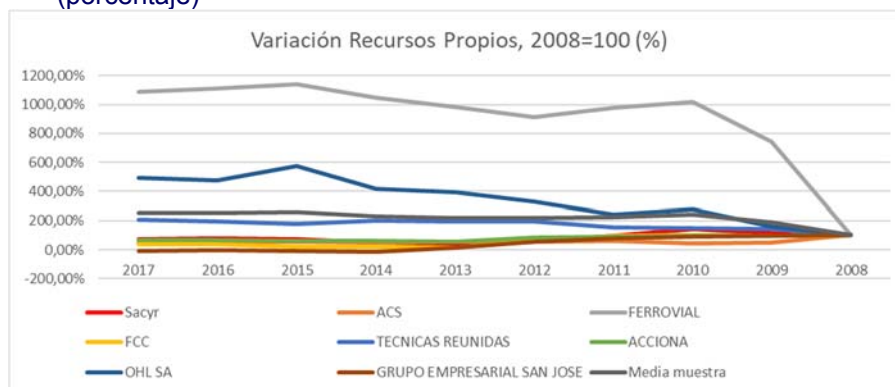
Gráfico 23. Peso de los recursos propios sobre el Total Patrimonio neto y pasivo (porcentaje)



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de las CCAA consolidadas y Tabla 41 del Anexo 5.

Al analizar la variación del patrimonio neto en valores absolutos a lo largo del periodo estudiado, en relación con el valor registrado a finales de 2008 (Gráfico 24 y Tabla 42 del Anexo 5), se nota una tendencia de disminución del patrimonio neto, como consecuencia del traspaso de pérdidas a las reservas, con la respectiva disminución, y por los ajustes negativos de cambio de valor. Sin embargo, es obvia la excepción de las empresas Ferrovial, Técnicas reunidas y OHL, que aumentan en valores absolutos los recursos propios, gracias a los aumentos de capital realizados y traspaso de los beneficios de varios ejercicios a las reservas. En el caso de Ferrovial se detectan también las subvenciones.

Gráfico 24. Peso de los recursos propios sobre el Total Patrimonio neto y pasivo (porcentaje)

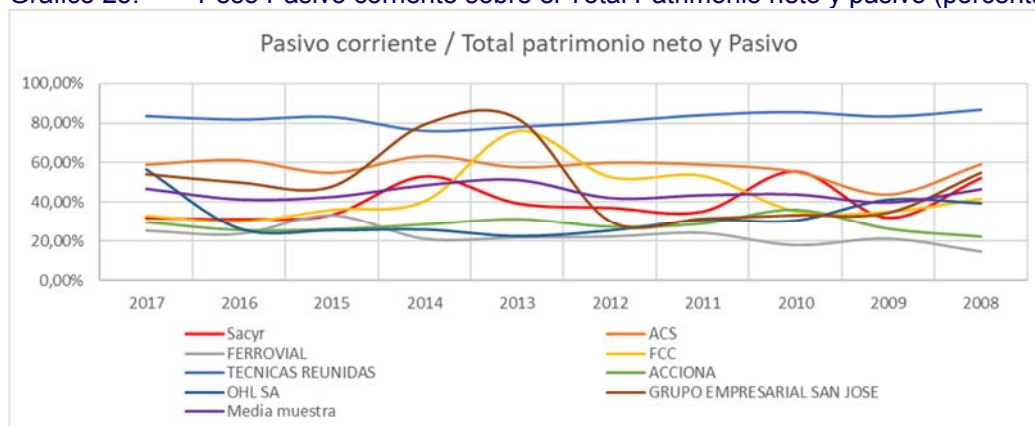


Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de las CCAA consolidadas y Tabla 42 del Anexo 5.

Del Gráfico 25 (Tabla 43 del Anexo 5) resalta que las empresas de la muestra suelen financiar su actividad con pasivos a corto plazo. En comparación con otras empresas de la muestra, los indicadores de Sacyr están por debajo de la media de la muestra. Las únicas empresas de la muestra que mantienen unos valores por debajo de la muestra durante todo el periodo estudiado 2008-2017 son Ferrovial y Acciona. También es significativo que la actividad de Técnicas Reunidas está casi en 85% constantemente financiada con deudas y obligaciones con vencimiento inferior a 12 meses.

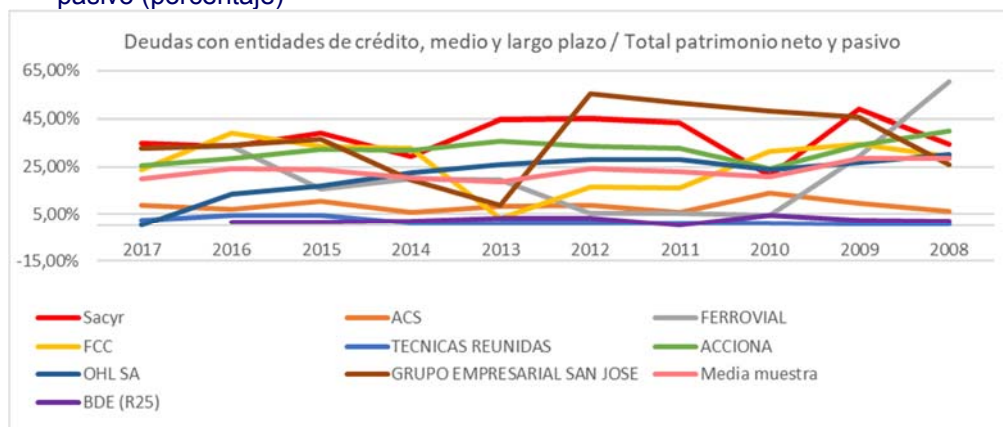
Esta situación se refleja, en cambio, en un menor peso de las deudas con entidades de crédito a medio y largo plazo (Gráfico 26 y Tabla 44 del Anexo 5). Se observa que la media sectorial (R25 BDE) tiene un nivel muy bajo, mientras que las empresas de la muestra presentan unos valores muy elevados y casi constantes a lo largo de todo el periodo, lo que se podría explicar con una mayor posibilidad de acceso a la financiación ajena y poder de negociación de las grandes constructoras con las entidades de crédito, frente a otras empresas de menor tamaño, que no se incluyen en nuestra muestra, pero vienen incluidas en la muestra sectorial del Banco de España.

Gráfico 25. Peso Pasivo corriente sobre el Total Patrimonio neto y pasivo (porcentaje)



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de las CCAA consolidadas y Tabla 43 del Anexo 5.

Gráfico 26. Peso Deudas con entidades de crédito a l/p sobre el Total Patrimonio neto y pasivo (porcentaje)



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de las CCAA consolidadas y Tabla 44 del Anexo 5.

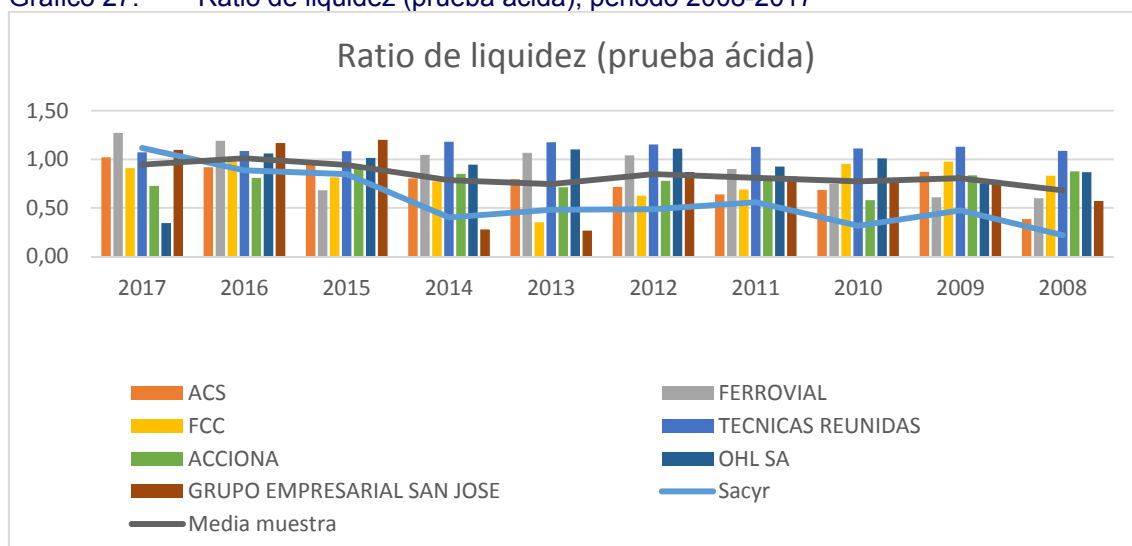
### 5.3. ANÁLISIS FINANCIERO

El análisis financiero comparativo se realiza sobre una serie de ratios, que se presentan en la Tabla 45 del Anexo 5.

El ratio de prueba ácida, según se nota del Gráfico 27, presenta valores bajos para la mayoría de las empresas, que demuestra la insuficiencia de liquidez de las empresas de la muestra para atender sus deudas a corto plazo. Unos valores mejores se notan en el caso de Ferrovial,

Técnicas reunidas y OHL. En cuanto a OHL, el ratio empeora sensiblemente a finales del ejercicio 2017, probando falta de liquidez. En caso del Grupo empresarial San José, aunque, como se ha mencionado anteriormente está en situación de quiebra técnica, la ratio durante los últimos tres años presenta unos valores por encima de la unidad. **Sacyr** durante todo el periodo analizado presenta valores por debajo de la media de la muestra y la mejora del último año, según se desprende del análisis de los Estados de Flujos de efectivo, se debe a una emisión de deuda a largo plazo, lo que le facilitó liquidez, pero también ha aumentado su endeudamiento, por un lado, y gracias al cobro resultante de las actividades de financiación (en gran parte el dividendo pagado por REPSOL).

Gráfico 27. Ratio de liquidez (prueba ácida), periodo 2008-2017



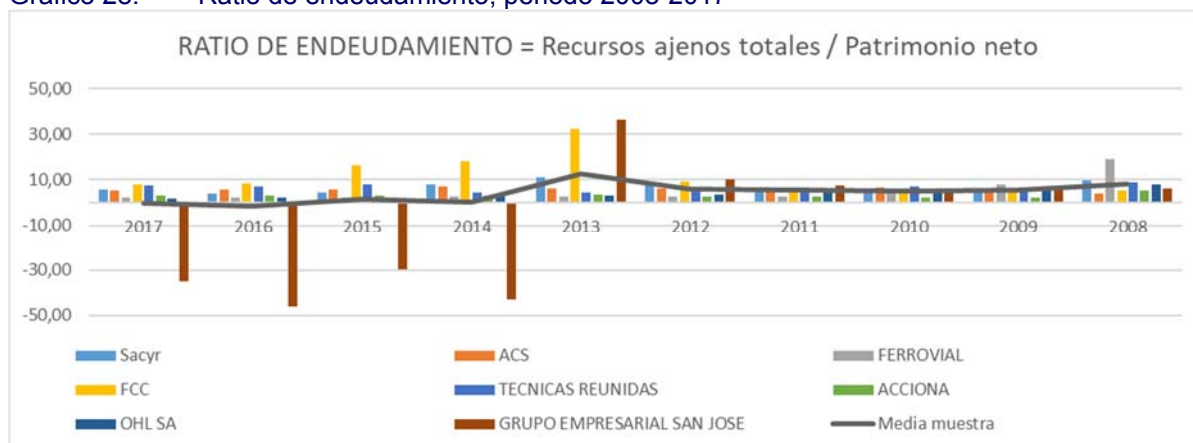
Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de las CCAA consolidadas y Tabla 45 del Anexo 5.

El ratio de tesorería inmediata (Tabla 45 del Anexo 5), confirma la situación expuesta, notándose los peores valores en 2010, cuando empresas como Acciona y Técnicas reunidas, que en 2008 presentaban valores próximos a los óptimos, llegan a unos valores muy bajos. En caso de Técnicas reunidas, además, disminuye gradualmente durante todo el periodo, lo que prueba un peso menor de los activos líquidos dentro del Activo corriente, el peso mayor correspondiendo a 'Clientes por ventas y prestaciones de servicios'. **Sacyr** en 2017 registra un valor de la ratio por encima de la media de la muestra, como consecuencia de la entrada de efectivo explicada más arriba.

Por último, del análisis de la ratio de fondo de maniobra (Tabla 45 del Anexo 5), se desprende que todas las empresas de la muestra, excepto Técnicas reunidas, por lo menos a finales de uno de los ejercicios estudiados, presentaba valores negativos del fondo de maniobra. Analizando la media de la muestra, el peor de los ejercicios resulta ser el 2013, cuando la media está por debajo de la unidad, aunque solo 3 de las empresas tenían un fondo de maniobra negativo (inclusive Sacyr). En 2014 sólo Sacyr sigue con fondo de maniobra negativo, mientras que a partir de 2015 la situación mejora para todas las empresas de la muestra.

El grado alto de endeudamiento de las empresas de la muestra, se puede comprobar a partir del Gráfico 28 (Tabla 46 del Anexo 5). Los mejores valores los presentan Ferrovial, Acciona y OHL. Es destacable el valor de la ratio para FCC en 2013 y el Grupo empresarial San José, que también ya en 2013 presentaba un valor de 36,25, luego ya pasando a valores negativos, como consecuencia de la quiebra técnica ya mencionada.

Gráfico 28. Ratio de endeudamiento, periodo 2008-2017



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de las CCAA consolidadas y Tabla 46 del Anexo 5.

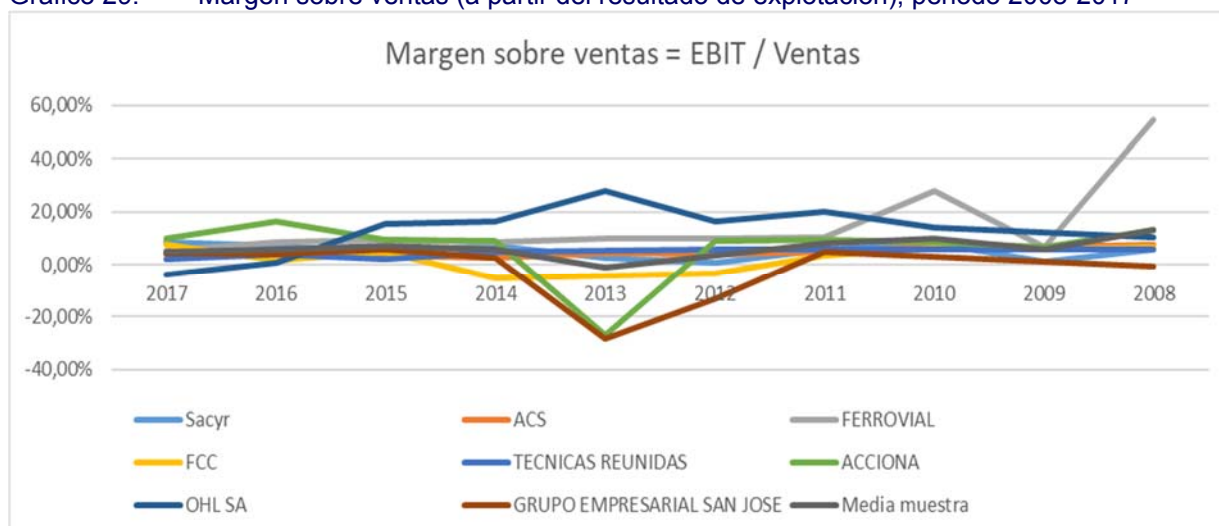
### CONCLUSIONES A PARTIR DEL ANÁLISIS DE LOS BALANCES DE SITUACIÓN

Aunque el análisis individual de **Sacyr** presentaba una imagen de situación negativa de la empresa, el análisis comparativo indica que los valores de endeudamiento alto corresponden a todo el mercado (muestra), los resultados de Sacyr en ocasiones siendo mejores que los de la muestra.

### 5.4. ANÁLISIS DE RENTABILIDAD

Analizando el margen sobre ventas de las empresas de la muestra, se nota una evolución lineal de la mayoría, con algunos picos en el caso de algunas empresas (Gráfico 29 y Tabla 47 del Anexo 5). En 2013 la disminución, con valores negativos incluso, se debe en gran parte al deterioro y al resultado negativo por enajenación del inmovilizado (en el caso de Acciona la pérdida en valores absolutos siendo de más de 1.840 millones de euros). A la vez, el mismo año destaca el valor altamente positivo de OHL (28%), pero que no logra mantener el nivel, disminuyendo hasta valores negativos en 2017, cuando las demás empresas ya presentan signos de mejora. Comparativamente, el valor del indicador para **Sacyr**, nos muestra el éxito en la mejora de gestión y reducción de gastos realizados por la empresa.

Gráfico 29. Margen sobre ventas (a partir del resultado de explotación), periodo 2008-2017



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de las CCAA consolidadas y Tabla 47 del Anexo 5.

Por su parte, la **rentabilidad económica** (Tabla 48 del Anexo 5) confirma la dinámica del **margen sobre ventas**. Aunque los valores obtenidos por Sacyr no son muy altos, observamos que están en consonancia con los de otras empresas de la muestra, ligeramente por debajo de la media.





La **rentabilidad financiera** (Tabla 49 del Anexo 5) presenta valores negativos para todas las empresas, excepto Técnicas reunidas, por lo menos durante alguno de los ejercicios analizados 2008-2017, como consecuencia de los resultados negativos del respectivo ejercicio. Sin embargo, para los indicadores con valores positivos, la rentabilidad financiera es superior a la económica, por lo que el endeudamiento durante estos ejercicios ha sido benéfica para la rentabilidad financiera de las empresas. La única excepción se observa en el caso de Acciona en el ejercicio 2011, cuando la rentabilidad financiera es inferior a la económica.

#### CONCLUSIONES A PARTIR DEL ANÁLISIS DE RENTABILIDAD



Igual que en el caso del análisis de los balances de situación, el análisis de rentabilidad, presenta unos resultados bastante dispares para las empresas de la muestra, situando a Sacyr con unos indicadores medios comparativamente normales para el sector en el que desarrolla su actividad. Aunque en 2017, excepto OHL y Grupo empresas San José, todas las empresas analizadas presentan mejoras, no se puede afirmar de que se trate de una tendencia alcista constante.

## 6. ANÁLISIS DAFO

A partir del análisis realizado, se presentan las debilidades, amenazas oportunidades y fortalezas, incluidas en la matriz realizada con la herramienta gratuita del Ministerio de Industria, Comercio y Turismo<sup>21</sup>.

 <b>Debilidades</b>	 <b>Amenazas</b>
<ul style="list-style-type: none"><li>◦ Grado alto de endeudamiento. Salida del IBEX-35. (Importancia Media)</li><li>◦ Aumento de la provisión, debido a la valoración más baja de activos (Importancia Media)</li><li>◦ Altos costes de actividad, lo que disminuye el margen sobre ventas (Importancia Crucial)</li><li>◦ Alto riesgo operacional de impago por parte del cliente una vez terminadas las obras (Muy Importante)</li><li>◦ Los proyectos desarrollados son de larga duración (Casi Irrelevante)</li><li>◦ Uso intensivo de mano de obra (Poco Importante)</li><li>◦ Bajo valor añadido para el accionista (Importancia Media)</li><li>◦ Alta capacidad de negociación de los clientes (Muy Importante)</li><li>◦ Necesidad de altas inversiones para nuevos proyectos (Muy Importante)</li><li>◦ Riesgos de imagen, ante escándalos de soborno con empresas del grupo (Importancia Media)</li><li>◦ Alto consumo de recursos energéticos (Muy Importante)</li><li>◦ Alto consumo de agua (Muy Importante)</li><li>◦ Riesgo de tipo de cambio, por desarrollar proyectos internacionales (Muy Importante)</li><li>◦ Riesgo medioambiental, en los grandes proyectos de infraestructura (Muy Importante)</li><li>◦ Alto riesgo de daño ocasionado en el trabajo (Muy Importante)</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>◦ Endurecimiento del acceso a la financiación (Importancia Media)</li><li>◦ Entrada de constructoras Chinas en mercado internacional (Muy Importante)</li><li>◦ Nueva ola de recesión (Importancia Crucial)</li><li>◦ Aumento tipo de interés, aumentando los costes de financiación (Muy Importante)</li><li>◦ Inestabilidad política, económica y de seguridad en los proyectos internacionales (Muy Importante)</li><li>◦ Riesgo regulatorio de distintos mercados (Muy Importante)</li><li>◦ Dependencia del sector público (tanto a nivel nacional, como internacional) (Importancia Crucial)</li></ul>

<sup>21</sup> <https://dafo.ipyme.org/Home.aspx>

 Fortalezas	 Oportunidades
<ul style="list-style-type: none"> <li>◦ Diversificación de actividades (Importancia Crucial)</li> <li>◦ Gestión gerencial eficiente y efectiva (Muy Importante)</li> <li>◦ Acceso a financiación y refinanciación de las deudas (Muy Importante)</li> <li>◦ Acceso a tecnologías avanzadas (Muy Importante)</li> <li>◦ Diversificación de mercados, con acceso a mercados internacionales (Muy Importante)</li> <li>◦ Facilidad de encontrar mano de obra en caso de expansión (Importancia Media)</li> <li>◦ Alta capacidad de negociación con proveedores (Muy Importante)</li> <li>◦ Inversiones en proyectos de Investigación y Desarrollo (Muy Importante)</li> <li>◦ Posicionamiento en TOP-100 en mercado internacional (Muy Importante)</li> <li>◦ Actividad de gestión del ciclo integral de agua (Muy Importante)</li> <li>◦ Diversificación de las fuentes de financiación e inversiones a largo plazo (Muy Importante)</li> <li>◦ Uso de materiales reciclados (Importancia Media)</li> <li>◦ Protocolo propio de tratamiento de residuos (Muy Importante)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◦ Tendencia bajista de los tipos de interés (Muy Importante)</li> <li>◦ Tendencia de mejora del mercado inmobiliario (Importancia Media)</li> <li>◦ Necesidad de altas inversiones para entrada de nuevas empresas de mismo tamaño (Poco Importante)</li> <li>◦ Previsión de incremento de la inversión en infraestructuras nacionales (Importancia Media)</li> <li>◦ Mejora de los datos macroeconómicos mundiales, implicando más inversiones en infraestructura (Muy Importante)</li> <li>◦ Posibilidad de crear asociaciones con otras empresas para participar en proyectos (Muy Importante)</li> </ul>

## 7. PERSPECTIVAS FUTURAS Y RECOMENDACIONES

Para resumir y completar el estudio realizado, se utiliza la “técnica **PESTEL**”, con la presentación de los factores que son desfavorables o pueden traer beneficios para las empresas del sector construcción actualmente, y en el caso del presente estudio, del grupo Sacyr, S.A.

El análisis PESTEL es una herramienta de análisis estratégico que sirve para analizar el entorno macroeconómico en el que opera la empresa<sup>22</sup>. Los factores analizados se presentan en la Tabla 10, con asignación de valores numéricos, según la siguiente escala<sup>23</sup>:

	Valor numérico	Calificación
<b>Importancia (IM)</b>	-1	Sin importancia
	1	Poco importante
	3	Medianamente importante
	4	Importante
	5	Importancia superior
<b>Favorabilidad (FAV)</b>	-5	Muy desfavorable
	-4	Desfavorable
	-3	Medianamente desfavorable
	1	Poco favorable
	3	Medianamente favorable
	4	Favorable
	5	Altamente favorable

Tabla 10. Análisis PESTEL sector construcción e influencia en Sacyr, S.A.

POLÍTICO			
Factor	Descripción	IM	FAV

<sup>22</sup> Trenza (2018)

<sup>23</sup> Fredys Rivas (2017)

Cambio de gobierno	A nivel nacional, el gobierno actual tiene el mandato para los siguientes 4 años, por lo que se puede afirmar que hay estabilidad política.	4	4
Ayudas públicas	En el marco del Plan estatal de vivienda 2018-2021, hay una serie de ayudas previstas para el alquiler de viviendas o para jóvenes de adquisición de viviendas. Entre estas ayudas se puede encontrar también la de construcción de 20.000 viviendas destinadas a alquiler y ayudas a la compra de vivienda para menores de 35 años (RTVE.es, 2018). Es una oportunidad para las constructoras de volver al subsector de edificación de viviendas, pero puede distorsionar otra vez el mercado de la vivienda.	3	3
Iniciativa gubernamental a favor de PYMES	La nueva Ley de Contratos en el sector público (Ley 9/2017) establece umbrales en la adjudicación de obras y servicios, y división en lotes más pequeños, lo que estimula la competencia y abre posibilidades de desarrollo para PYMES, pero afecta negativamente a las grandes empresas (Fernández, 2018).	5	-4
ECONÓMICO			
Factor	Descripción	IM	FAV
Fase de crecimiento económico general	Según se ha analizado en el apartado 2.2, la economía de todos los países se está recuperando, y aunque la economía española ha tardado algo más, actualmente presenta signos de mejora, con aumento del PIB y de los valores de la balanza comercial. Sin embargo, la deuda pública sigue en unos índices próximos al PIB, lo que limita la posibilidad de inversión en infraestructuras.	5	3
Fase de estancamiento del sector a nivel nacional	Según se desprende del análisis del apartado 2.1 del presente trabajo, el sector construcción no presenta señales de recuperación, sino más bien de estabilidad, después de una drástica caída.	5	-3
Tasa de inflación	Aumenta el último año, más que la media europea	4	-4
Tasa de empleo	La tasa de paro, según se ha analizado en el apartado 2.2, sigue muy alta, aunque con tendencia a disminuir. A pesar de que, como indicador macroeconómico, muestra la situación negativa, se puede considerar como una oportunidad para Sacyr, S.A., en el caso de necesidad de expansión de su actividad, encontrando fácilmente la mano de obra necesaria.	3	3
Tipos de interés	Actualmente hay unos tipos de interés muy bajos, pero la previsión es de aumento ligero en los siguientes años (Bueno, 2018), lo que puede encarecer la financiación de las empresas, pero también los créditos para particulares.	5	1
Tipos de cambio	En 2017, el 58% de la cifra de negocios de Sacyr, S.A. procede del exterior, en su gran parte de los países de América Latina, por lo que hay un gran riesgo del tipo de cambio.	4	-3
Fuentes de financiación	Al tratarse de una empresa con mucha historia y que además sobrevivió a la crisis, manteniendo una posición alta en el ranking internacional, Sacyr, S.A. tiene mucha facilidad en conseguir créditos de entidades financieras, pero también utilizar otras herramientas para diversificar las fuentes de financiación, como el "programa de emisión de valores de renta fija (Euro Medium Term Note	5	5

	<i>Programme</i> )” iniciado en abril de 2018 (Sacyr, 2018c, p.3)		
SOCIO-CULTURAL			
Factor	Descripción	IM	FAV
Edad de la población	El envejecimiento de la población influye de forma negativa en la economía en general, pero a la vez está acompañado de la disminución de la población de 16 a 24 años (Tabla 50 y Gráfico 2 del Anexo 6), lo que incide en la demanda de vivienda, afectando de manera negativa el sector construcción (también a Sacyr, S.A. como perspectiva de desarrollo, pero menos que al principio del periodo estudiado, puesto que, como se ha mencionado en el apartado 1, actualmente no opera en el sector de edificación de viviendas).	4	-3
Cambio en hábitos de consumo	Como consecuencia de la crisis financiera mundial e inmobiliaria, las personas optan por alquilar en vez de comprar su propia vivienda. En el caso de adquisición de vivienda, se da preferencia a la vivienda a segunda mano, según se ha analizado en el apartado 3.1.	4	-3
TECNOLÓGICO			
Factor	Descripción	IM	FAV
Inversiones I+D+i nivel nacional y sectorial	España ocupa el puesto 29 en I+D+i a nivel mundial, según el ranking publicado por la agencia <i>Bloomberg</i> (Jamrisko y Lu, 2018), considerando una serie de criterios, entre los que el porcentaje del PIB destinado a I+D+i, densidad de empresas públicas de alta tecnología, concentración de investigadores y solicitudes de patentes, entre otros. Sin embargo, la capacitación tecnológica e investigadora del sector construcción, especialmente en el área de la ingeniería civil, gestión de equipamientos e infraestructura ha permitido la internacionalización de las constructoras españolas (Cuadrado Roura y otros, 2010, p.183). Las grandes empresas, como Sacyr, tienen facilidad de acceso a los avances tecnológicos, lo que les garantiza una mejor posición frente a empresas competidoras de menor tamaño.	5	5
I+D+i de Sacyr, S.A.	El grupo Sacyr, S.A. individualmente, pero también en conjunto con organismos nacionales y europeos, desarrolla proyectos de investigación y desarrollo en distintos campos de actividad, con lo que aseguran un valor añadido frente a las empresas de la competencia. Unos ejemplos de los proyectos desarrollados están publicados en la página de Sacyr, muchos de los cuales están relacionados también con el medio ambiente (Sacyr, 2018d). Para fomentar y gestionar de una forma más eficiente las actividades de I+D+i, el grupo tiene implementado un Sistema de Gestión de la I+D+i certificado por AENOR, conforme a la Norma UNE 166002:2014 (Sacyr, 2018g).	5	5
ECOLÓGICO			
Factor	Descripción	IM	FAV
Conciencia social ecológica y aumento de la contaminación	Según se prevé en el Informe de Auditoría y CCAA consolidadas 2017, solo a lo largo de ese ejercicio Sacyr ha desarrollado actividades en un total de 10 áreas protegidas, afectando el hábitat de 138 distintas especies (Ernst & Young, 2018, p.222), lo que implica unos costes adicionales para la restauración	4	-4

	ecológica. Asimismo, la actividad del sector construcción implica un consumo grande de agua. En este aspecto Sacyr también desarrolla una actividad intensa de gestión y uso de agua reutilizada.		
Cambio climático	La actividad de construcción implica el consumo intenso de energía, con la consiguiente emisión de gases de efecto invernadero. Sacyr trata de aumentar el uso de energías renovables, con proyectos I+D+I de eficiencia energética (Sacyr, 2018e)	4	-3
LEGAL			
Factor	Descripción	IM	FAV
Amplia normativa	Existe una amplia normativa, para los distintos subsectores de la actividad de construcción. En España, solo para las obras de construcción y rehabilitación de carreteras, hay 13 normas técnicas, desde leyes hasta órdenes del Ministerio de Fomento (2018), ampliadas con normas de la Asociación de Normalización Española (UNE), pero también leyes de carácter más general como Ley de subcontratación en la construcción (Ley 32/2006). Si consideramos además la actividad internacional de Sacyr, el listado de las normas a tener en cuenta es muy extenso.	5	-4

Fuente: Elaboración propia.

Analizando el conjunto de los datos, a través del diagrama radial (Gráfico 30), se nota un entorno de importancia superior y medianamente favorable. De este modo, se puede concluir que, a pesar de haber factores negativos en el entorno, especialmente las variables relacionadas con el factor ecológico, o de índole socio-cultural, aún hay oportunidades que la empresa puede aprovechar.

Gráfico 30. Resultados análisis PESTEL para Sacyr, S.A.



Fuente: Elaboración propia.

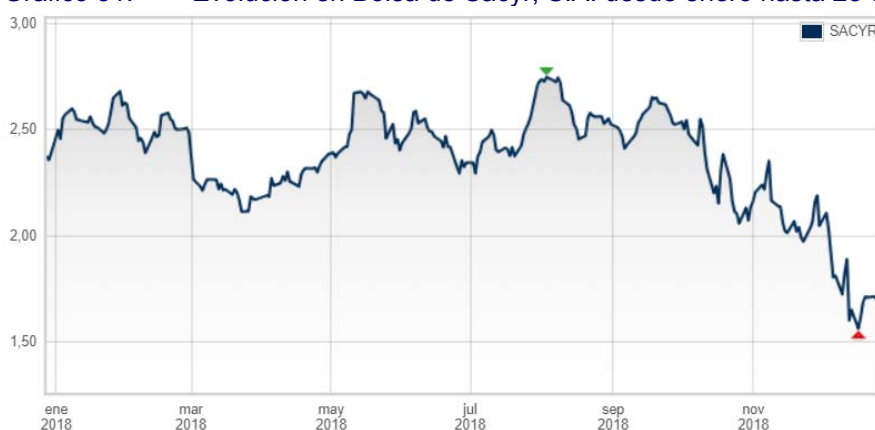
Según se desprende del análisis de los resultados del tercer trimestre de 2018, presentados por Sacyr (2018c), gracias a la expansión internacional, la empresa consigue aumentar la cifra de negocios, en comparación con el mismo periodo de 2017, en 20,1% (Tabla 51 del Anexo 6). A la vez, aumentan también los 'Gastos Externos y de Explotación' en 26,8%, por lo que el Margen bruto (sobre EBITDA) presenta un aumento de 1,7% en comparación con el mismo periodo del ejercicio anterior. Por otro lado, los resultados financieros negativos aumentan durante el periodo mencionado en 25,7%.

Examinando el balance de situación a 30 de septiembre de 2018 (Tabla 53 de los Anexos), se observa un aumento del Total del Activo/Pasivo, mientras que el Valor del Patrimonio Neto disminuye, como consecuencia del reconocimiento del ajuste en Patrimonio a 1 de enero de 2018. Consecuentemente, la expansión de la actividad se está financiando íntegramente con recursos ajenos. El ratio de liquidez vuelve a disminuir llegando a valores por debajo de la unidad (0,99). La relación entre los recursos permanentes y los Activos no corrientes se mantiene a un nivel superior a la unidad (1,07), pero inferior al registrado a finales del ejercicio 2017. El ratio de endeudamiento aumenta a 7,45, como consecuencia del incremento de la deuda financiera, tanto a largo como a corto plazo, llegando a financiar la actividad del grupo en 88% con recursos ajenos.

A pesar de haber aumentado el Margen sobre ventas (a partir del EBIT) al 30 de septiembre de 2018 (10,3%) en comparación con el registrado a finales del ejercicio 2017 (8,3%), como consecuencia de la disminución de la rotación del activo (el saldo medio del activo calculado a partir de las CCAA a 31 de diciembre de 2017 y 30 de septiembre de 2018), la rentabilidad económica (ROI) disminuye hasta 1,98%, mostrando un valor similar al registrado a finales del ejercicio 2016. Por su parte, la rentabilidad financiera llega a valores de 8,11%, superior a ROI, pero inferior a la registrada a finales de 2017.

El claro descenso del equilibrio financiero de la empresa ha llevado al descontento de los inversores, y a la caída de la cotización del grupo en la bolsa, según se puede observar del gráfico de más abajo:

Gráfico 31. Evolución en Bolsa de Sacyr, S.A. desde enero hasta 28 de diciembre de 2018



Fuente: Bolsa de Madrid / Gráficos históricos.

Cabe mencionar que la caída en Bolsa se debe además a noticias respecto a supuestos problemas de un puente en Colombia construido por Sacyr (A.S.S., 2018), como también a la imposición de la Corte de Arbitraje de Miami “a devolver los anticipos adelantados por la Autoridad del Canal de Panamá en 2009 para realizar las obras del tercer juego de esclusas” (Morán, 2018). Para devolver los 225 millones de euros que le corresponden, Sacyr ha firmado un crédito sindicado.

En el **Folleto de Visión Estratégica 2015-2020** de Sacyr, se mencionan como punto clave para cada proyecto la “sostenibilidad”, entendiendo como tal “el producto de una financiación sostenible, la eliminación de la deuda corporativa y la retribución al accionista” (Sacyr 2015), con el claro objetivo de “ganar escala en negocios prioritarios” e “internalización”.

Partiendo del análisis realizado, incluyendo el informe del tercer trimestre de 2018 de Sacyr, se observa que la empresa logra cumplir con el objetivo de internacionalización, aumentando también su cuota de mercado, además, desde 2018 vuelve con la retribución al accionista (a través de “Scrip Dividend”<sup>24</sup>) pero no tiene en cuenta el aspecto relacionado con la deuda corporativa, al lanzar el programa EMTN de emisión de valores de renta fija, en abril de 2018, y sigue aumentando la deuda, lo que puede traer beneficios a corto plazo y contraer dificultades a medio y largo plazo.

<sup>24</sup> Sacyr, 2018c

Para presentar recomendaciones, teniendo en cuenta el análisis DAFO realizado en el apartado 6, se aplica el análisis CAME (Jimeno Bernal, 2016), identificando las posibles estrategias y propuestas de actuaciones:

- **Estrategia ofensiva** (fortalezas + oportunidades) → Considerando la alta competencia existente, se recomienda seguir aumentando la cartera del grupo, aprovechando la mejora del contexto macroeconómico mundial, a través de alianzas estratégicas, aportando los resultados de los proyectos de I+D+i, que le confiere una ventaja competitiva. Se debe analizar la posibilidad incluso de las alianzas con algunos de los mayores competidores, como las empresas chinas, que tienen alta capacidad para financiar los proyectos, Sacyr en este caso aportando adicionalmente el reconocido prestigio de las constructoras españolas.

Además, se debería intensificar la internacionalización de Sacyr Servicios y Sacyr Industrial (actualmente sólo 20% y 13% respectivamente de la cartera proviene de proyectos internacionales).

- **Estrategia de reorientación** (debilidades + oportunidades) → En el contexto de las ayudas públicas para la adquisición de viviendas a los jóvenes, como también los planes para construir viviendas destinadas al alquiler, y la tendencia de mejora del mercado inmobiliario a nivel nacional, tratadas en los apartados anteriores, sería recomendable reevaluar la necesidad de la desinversión en Vallehermoso, pudiendo en este caso aprovechar ya los activos existentes, sin necesidad de realizar nuevas inversiones importantes.
- **Estrategia de supervivencia** (debilidades + amenazas) → Durante el último año, la empresa se ha visto involucrada en varios escándalos que perjudican su imagen, tanto a nivel nacional como internacional. Como se ha visto, las preguntas sobre la calidad del puente de Colombia han influido negativamente sobre la evolución en Bolsa. Asimismo, el escándalo con la concesión de contratos a la empresa Aplicaciones Gespol SL, adquirida en 2016 por Sacyr (Olmo, 2018), influyen de manera directa en la imagen de la empresa. En este contexto es recomendable una colaboración intensa con las autoridades, el refuerzo de la actividad del departamento de relaciones públicas, para transmitir el mensaje público respecto a uno de los valores del grupo, que es el de la integridad.
- **Estrategia defensiva** (amenazas + fortalezas) → La mayor debilidad de la empresa es el continuo endeudamiento y disminución del patrimonio neto, acompañada de un incremento del periodo de cobro, como consecuencia de la dependencia de los proyectos desarrollados por las autoridades, lo que les puede causar problemas de liquidez a corto plazo. Partiendo del análisis, teniendo en cuenta el nivel bajo de los tipos de interés existentes, sería recomendable intentar reconvertir las deudas a largo plazo y renegociar las deudas existentes con costes altos. Aprovechando la alta capacidad de negociación con los proveedores, se debería negociar y alargar el plazo de pago.

Bajo la misma estrategia, de mejora de la situación financiera del grupo, se debería replantear las posibilidades de aumento del capital social. Puesto que una nueva emisión de acciones implica, además del propio aumento del número de acciones, también una disminución de cotización de las mismas (*efecto dilución*), se tendría que evaluar el momento para realizar el siguiente aumento de capital, optando en los ejercicios siguientes por el aumento de las reservas, que según se ha visto en el apartado 2.5. están en un nivel muy inferior al que tenía la sociedad a finales de 2008.

Teniendo en cuenta el extenso perímetro de consolidación, con proyectos concesionales en distintos países y diversificación de actividades, sin conocer además la estructura de costes fijos y variables, el estudiante no ha considerado posible realizar un análisis predictivo con cuentas provisionales, para cuantificar los efectos que puedan tener las distintas recomendaciones sobre la empresa.

## CONCLUSIONES

El objetivo del presente trabajo, trazado al iniciar el estudio, ha sido determinar si **el sector construcción se ha recuperado tras la crisis económica**.

Tras el análisis de las cuentas anuales de Sacyr, S.A., los datos del sector y el entorno en general, se nota la distinción en la evolución de la economía, en general, y del sector construcción, por otro lado, ya que, si a nivel nacional los datos macroeconómicos mejoran a partir de 2013, en el caso del sector construcción, éste ha sido el peor de los ejercicios de todo el periodo analizado. A partir de 2014 los indicadores mejoran ligeramente, pero el ritmo es mucho más lento que el de la economía en su conjunto.

Combinando los datos de los indicadores del sector y de las más grandes empresas del mismo, se observa la disparidad en la evolución. A pesar de que en 2017 los indicadores de rentabilidad para la mayoría de las empresas analizadas mejoran, no se puede afirmar que se trata de una tendencia, ya que vienen acompañados de un incremento de los ratios de endeudamiento, entre otros. Además, la mayor parte de las ventas provienen del exterior, probando un mercado nacional en el sector muy limitado y débil, con pocas posibilidades de expansión a nivel nacional.

De este modo, la respuesta a la primera pregunta planteada es **negativa**, determinando la fase actual de **estancamiento** del sector construcción.

Otra pregunta planteada se refiere a la determinación de **la estrategia de SACYR, S.A. para sobrevivir a la crisis**. No se puede determinar una estrategia única, sino más bien se tiene que hablar de un conjunto de actuaciones y de estrategias promovidas:

- Venta de activos ociosos y salida del subsector de edificación de viviendas;
- Diversificación de actividades, desarrollando las existentes en el momento de estallido de la crisis e inicio de nuevas actividades (servicios, valorización, concesiones y construcción);
- Expansión a nivel internacional, destacando los proyectos en América Latina, pero también con presencia en África, Australia y EEUU (con proyectos más recientes del ejercicio 2018<sup>25</sup>), los proyectos de ingeniería e infraestructuras internacionales suponiendo un 90% de la cartera de la empresa.

El desarrollo de estas estrategias, en conjunto con la disminución de los gastos operativos, son muestra de una buena gestión del grupo, y aunque el grupo no ha logrado volver a los niveles del inicio de la crisis, ha logrado sobrevivir y empezar a mejorar los resultados, el margen sobre ventas del último ejercicio analizado siendo uno de los mejores de toda la muestra.

En cuanto a la pregunta si **es un buen momento, desde el punto de vista económico, invertir en inmuebles**, la respuesta es también **negativa**, al menos de que se trate de personas sin vivienda personal, que puedan aprovechar alguna ayuda de las promovidas por el gobierno. De todo modo, aunque haya señales de una mejora también en este aspecto, se observa que los precios de las viviendas suben a un ritmo superior de la demanda, con bastante facilidad de acceso a créditos hipotecarios, por un lado, mientras por otro se sigue con un gran número de ejecuciones hipotecarias, lo que puede indicar a una tendencia especulativa en el sector de edificación de viviendas. Además, de los datos sectoriales estudiados, aunque el número de las transacciones inmobiliarias sube, la mayoría son sobre viviendas a segunda mano, y no de nueva construcción.

Por último, con referencia a la empresa estudiada, se nota que **no es el momento adecuado para invertir en el sector de la construcción con la adquisición de valores de SACYR, S.A.** Según se ha determinado en apartados anteriores, aunque sea una tendencia común para las grandes empresas del sector, el alto ratio de endeudamiento prueba que el riesgo de la actividad se traspone sobre los inversores y las entidades financieras. En 2017 Sacyr, S.A. a la vez con la mejora de los resultados, emite la mayor deuda de todo el periodo estudiado, equivalente al 91,6% del importe neto de la cifra de negocios del ejercicio. Una muestra de que la sociedad carece de recursos para financiar los nuevos proyectos se nota claramente en el informe correspondiente al tercer trimestre del ejercicio actual 2018, ya que, con un aumento de los

---

<sup>25</sup> Sacyr (2018f)



activos, aumenta también la deuda, llegando a empeorar los ratios de rentabilidad económica y financiera. A la vez los índices bursátiles muestran una continua caída, con los valores actuales incluso por debajo de los registrados en 2014.

A pesar de las predicciones y contestas negativas, el estudio muestra que hay oportunidades que Sacyr puede aprovechar, por lo que se presenta una serie de recomendaciones, decantando por la estrategia defensiva de mejora de la estructura financiera de la sociedad.

## VALORACIÓN Y AUTOEVALUACIÓN

Este trabajo ha sido un desafío para mí, ya que no conocía la sociedad sobre la que he realizado el análisis, eligiendo además un periodo de 10 ejercicios, incluyendo el de la crisis. He chocado con un problema justo al principio del estudio, al observar diferencia entre la información presentada en el SABI y las CCAA auditadas de Sacyr, por lo que he tardado bastante en crear las hojas de cálculo para poder profundizar en el análisis.

Este trabajo se puede ampliar con un análisis de la evolución en la bolsa, teniendo en cuenta que, en la página de la Bolsa de Madrid, se pueden encontrar datos históricos, sólo para últimos 5 años. Hubiera sido interesante analizar también la estructura de costes de la sociedad, ya que a partir de los informes anuales no se han podido identificar los costes variables y fijos.

Junto con la presente Memoria se presenta un informe de autoevaluación sobre el de las competencias transversales alcanzadas con la realización del presente TFG.

Quisiera agradecer a mi tutora Mari Francis Manrique por el apoyo, los comentarios y las sugerencias realizadas, que me han guiado durante el TFG, pero también por la celeridad en contestar a todas las dudas, que me han animado a seguir en el estudio.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- [1] **Amat Salas, O.** (2008). *Aplicación en Excel para el análisis de balances*. ISBN: 978-84-96998-84-1. Barcelona: ACCID y Profit Editorial. [avance parcial en línea]. [Fecha de consulta: 22 de octubre de 2018].  
<<https://books.google.ru/books?id=XVtG5OBVKIMC&printsec=frontcover#v=onepage&q&f=false>>
- [2] **Archel Domench, P.; Lizarraga Dallo, F.; Sánchez Alegría, S.; Cano Rodríguez, M.** (2015). *Estados contables. Elaboración, análisis e interpretación* (5ª edición). ISBN digital: 978-84-368-3374-4. Madrid: Ediciones Pirámide.  
<https://ru.scribd.com/doc/282404196/Estados-contables-5%C2%AA-ED-Elaboracion-analisis-e-interpretacion>
- [3] **A.S.S.** (2018, 10 de noviembre). "Sacyr cae un 7,9% en Bolsa por los problemas de un puente en Colombia". *Expansión / Mercados*. [artículo en línea]. [Fecha de consulta: 13 de diciembre de 2018].  
<<http://www.expansion.com/mercados/2018/11/09/5be57535468aeb741d8b465e.html>>
- [4] **Banco de España** (2007). *Balanza de pagos y posición de inversión internacional de España, 2006*. ISSN: 1698-2495 (edición electrónica). Madrid: Banco de España [artículo en línea]. [Fecha de consulta: 15 de noviembre de 2018].  
<<https://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/PublicacionesAnuales/BalanzaPagos/06/bp2006.pdf>>
- [5] **Banco de España** (2008). *Balanza de pagos y posición de inversión internacional de España, 2007*. ISSN: 1698-2495 (edición electrónica). Madrid: Banco de España [artículo en línea]. [Fecha de consulta: 15 de noviembre de 2018].  
<<https://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/PublicacionesAnuales/BalanzaPagos/07/Fic/bp2007.pdf>>

- [6] **Banco de España** (2009). *Balanza de pagos y posición de inversión internacional de España, 2008*. ISSN: 1698-2495 (edición electrónica). Madrid: Banco de España [artículo en línea]. [Fecha de consulta: 15 de noviembre de 2018].  
<<https://www.bde.es/ff/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesAnuales/BalanzaPagos/08/Fic/bp2008.pdf>>
- [7] **Banco de España** (2010). *Balanza de pagos y posición de inversión internacional de España, 2009*. ISSN: 1698-2495 (edición electrónica). Madrid: Banco de España [artículo en línea]. [Fecha de consulta: 15 de noviembre de 2018].  
<<https://www.bde.es/ff/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesAnuales/BalanzaPagos/09/Fic/bp2009.pdf>>
- [8] **Banco de España** (2011). *Balanza de pagos y posición de inversión internacional de España, 2010*. ISSN: 1698-2495 (edición electrónica). Madrid: Banco de España [artículo en línea]. [Fecha de consulta: 15 de noviembre de 2018].  
<<https://www.bde.es/ff/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesAnuales/BalanzaPagos/10/Fich/bp2010.pdf>>
- [9] **Banco de España** (2012). *Balanza de pagos y posición de inversión internacional de España, 2011*. ISSN: 1698-2495 (edición electrónica). Madrid: Banco de España [artículo en línea]. [Fecha de consulta: 15 de noviembre de 2018].  
<<https://www.bde.es/ff/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesAnuales/BalanzaPagos/11/Fich/bp2011.pdf>>
- [10] **Banco de España** (2013). *Balanza de pagos y posición de inversión internacional de España, 2012*. ISSN: 1698-2495 (edición electrónica). Madrid: Banco de España [artículo en línea]. [Fecha de consulta: 15 de noviembre de 2018].  
<<https://www.bde.es/ff/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesAnuales/BalanzaPagos/12/Fich/bp2012.pdf>>
- [11] **Banco de España** (2014). *Balanza de pagos y posición de inversión internacional de España, 2013*. ISSN: 1579-8623 (edición electrónica). Madrid: Banco de España [artículo en línea]. [Fecha de consulta: 15 de noviembre de 2018].  
<<https://www.bde.es/ff/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesAnuales/BalanzaPagos/13/Fich/bp2013.pdf>>
- [12] **Banco de España** (2015). *Balanza de pagos y posición de inversión internacional de España, 2014*. ISSN: 1579-8623 (edición electrónica). Madrid: Banco de España [artículo en línea]. [Fecha de consulta: 15 de noviembre de 2018].  
<<https://www.bde.es/ff/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesAnuales/BalanzaPagos/14/Fich/bp2014.pdf>>
- [13] **BBVA**. “Clasificación de empresas según su tamaño”. *BBVA > Finanzas de un vistazo*. [artículo en línea]. [Fecha de consulta: 10 de noviembre de 2018].  
<<https://www.bbva.es/general/finanzas-vistazo/empresas/clasificacion-de-empresas-por-tamano/index.jsp>>
- [14] **Bueno, A.** (2018, 09 de octubre). “Previsión tipos de interés de la Eurozona (2018 y 2019)”. *Bankinter*. [artículo en línea]. [Fecha de consulta: 29 de noviembre de 2018].  
<<https://blog.bankinter.com/economia/-/noticia/2016/8/31/prevision-tipos-interes-europa#>>
- [15] **Caballero, D.** (2016, 09 de agosto). “La crisis de las constructoras: solo quedan ACS, Acciona y Ferrovial en el Ibex 35”. *ABC / Economía*. [artículo en línea]. [Fecha de consulta: 27 de diciembre de 2018].  
<[https://www.abc.es/economia/abci-tesis-constructoras-solo-quedan-acciona-y-ferrovial-ibex-35-201608090319\\_noticia.html](https://www.abc.es/economia/abci-tesis-constructoras-solo-quedan-acciona-y-ferrovial-ibex-35-201608090319_noticia.html)>
- [16] **Campa Planas, F.; Porrás García, M. J.** (2015). *Análisis de los estados financieros* (4ª edición revisada). Barcelona: Oberta UOC Publishing.

- [17] **CincoDías** (2016, 11 de marzo). “Carburantes y alimentos frescos llevan el IPC español al -0,8% anual: España tiene la inflación más baja de los grandes países del euro”. *El País Economía. CincoDías*. [artículo en línea]. [Fecha de consulta: 18 de noviembre de 2018].  
<[https://cincodias.elpais.com/cincodias/2016/03/11/economia/1457685476\\_808371.html](https://cincodias.elpais.com/cincodias/2016/03/11/economia/1457685476_808371.html)>
- [18] **Claver Cortés, E.; Llopis Taverner, J.; Gascó Gascó, J.L.** (1997). “Ética empresarial. Implicaciones para la dirección de recursos humanos.” *Revista Boletín de Estudios Económicos* (vol. LII, núm.160 – Abril 1997, páginas 175-187). [artículo en línea]. [Fecha de consulta: 23 de diciembre de 2018].  
<<https://rua.ua.es/dspace/bitstream/10045/17310/6/eticaBEE1997.pdf>>
- [19] **conexionindustriales** (2017, 22 de junio). “El sector de la Construcción en España”. *Revista Conexión Industriales (Consejo General de Colegios Oficiales de Ingenieros Industriales)*. [artículo en línea]. [Fecha de consulta: 02 de noviembre de 2018].  
<<http://conexionindustriales.com/el-sector-de-la-construccion-en-espana/>>
- [20] **Cuadrado Roura, J.R.; López Morales, J.M.; Crecente Romero, F.J.; León Navarro, M.; Pérez de Armiñán y de la Serna, A.** (2010). “El sector construcción en España: Análisis, perspectivas y propuestas.” *Cuadernos del Colegio Libre de Eméritos*. [artículo en línea]. [Fecha de consulta: 02 de noviembre de 2018].  
<[http://www.colegiodeemeritos.es/CUADERNOSDELCOLEGIO\\_InformeConstruccionEspa/na/seccion=78&idioma=es\\_ES&id=2010071910510001&activo=1.do](http://www.colegiodeemeritos.es/CUADERNOSDELCOLEGIO_InformeConstruccionEspa/na/seccion=78&idioma=es_ES&id=2010071910510001&activo=1.do)>
- [21] **EC Brands** (2018, 04 de abril). “¿Vamos hacia otra burbuja inmobiliaria? Esto es lo que dicen los datos”. *El Confidencial*. [artículo en línea]. [Fecha de consulta: 04 de noviembre de 2018].  
<[https://www.elconfidencial.com/vivienda/2018-04-04/construccion-crisis-inmobiliaria-recuperacion-jamsa-bra\\_1538721/](https://www.elconfidencial.com/vivienda/2018-04-04/construccion-crisis-inmobiliaria-recuperacion-jamsa-bra_1538721/)>
- [22] **ENR** (2018, Agosto). “ENR 2018 Top 250 Global Contractors”. *Engineering News-Record*. [artículo en línea]. [Fecha de consulta: 20 de noviembre de 2018].  
<<https://www.enr.com/toplists/2018-Top-250-Global-Contractors-1>>
- [23] **Ernst & Young** (2009). “Informe de auditoría de cuentas anuales consolidadas de Sacyr Vallehermoso, S.A.” En: Sacyr Vallehermoso. *Informe anual 2008*. [artículo en línea]. [Fecha de consulta: 03 de octubre de 2018].  
<[http://www.sacyr.com/es\\_es/images/SyV\\_2008\\_castdef\\_tcm29-9704.pdf](http://www.sacyr.com/es_es/images/SyV_2008_castdef_tcm29-9704.pdf)>
- [24] **Ernst & Young** (2011). “Informe de auditoría de cuentas anuales consolidadas” En: Sacyr Vallehermoso. *Cuentas Anuales Consolidadas e Informe de Gestión Consolidado a 31 de diciembre de 2010*. [artículo en línea]. [Fecha de consulta: 08 de octubre de 2018].  
<[http://www.sacyr.com/es\\_es/images/1303717208171\\_cuentasanualesconsolidadas\\_tcm29-9700.pdf](http://www.sacyr.com/es_es/images/1303717208171_cuentasanualesconsolidadas_tcm29-9700.pdf)>
- [25] **Ernst & Young** (2014). “Informe de auditoría de cuentas anuales consolidadas de Sacyr, S.A.” En: Sacyr. *Cuentas anuales consolidadas 2013*. [artículo en línea]. [Fecha de consulta: 04 de octubre de 2018].  
<[http://www.sacyr.com/es\\_es/images/CUENTAS%20CONSOLIDADAS\\_tcm29-17847.pdf](http://www.sacyr.com/es_es/images/CUENTAS%20CONSOLIDADAS_tcm29-17847.pdf)>
- [26] **Ernst & Young** (2015). “Informe de auditoría independiente de cuentas anuales consolidadas de Sacyr, S.A.” En: Sacyr. *Cuentas anuales consolidadas 2014*. [artículo en línea]. [Fecha de consulta: 04 de octubre de 2018].  
<[http://www.sacyr.com/es\\_es/images/CTAS%20GRUPO%20Y%20SACYR%20CNMV\\_tcm29-20209.pdf](http://www.sacyr.com/es_es/images/CTAS%20GRUPO%20Y%20SACYR%20CNMV_tcm29-20209.pdf)>
- [27] **Ernst & Young** (2017). “Informe de auditoría independiente de cuentas anuales consolidadas de Sacyr, S.A.” En: Sacyr. *Cuentas anuales consolidadas 2016*. [artículo en línea]. [Fecha de consulta: 04 de octubre de 2018].

<[http://www.sacyr.com/es\\_es/images/Cuentas%20Anuales%20consolidadas%202016\\_tcm29-31669.pdf](http://www.sacyr.com/es_es/images/Cuentas%20Anuales%20consolidadas%202016_tcm29-31669.pdf)>

- [28] **Ernst & Young** (2018). "Informe de auditoría independiente de cuentas anuales consolidadas de Sacyr, S.A." En: Sacyr. *Cuentas anuales consolidadas 2017*. [artículo en línea]. [Fecha de consulta: 05 de octubre de 2018].
- <[http://www.sacyr.com/es\\_es/images/CC%20AA%20consolidadas\\_tcm29-37555.pdf](http://www.sacyr.com/es_es/images/CC%20AA%20consolidadas_tcm29-37555.pdf)>
- [29] **EUROPA PRESS** (2018a, 27 de febrero). "La inversión de España en I+D+i se mantiene en el 1,2% del PIB, mismo valor de 2006, según IEE". *Europa Press / ciencia plus / ciencia*. [artículo en línea]. [Fecha de consulta: 20 de noviembre de 2018].
- <<https://www.europapress.es/ciencia/noticia-inversion-espana-idi-mantiene-12-pib-mismo-valor-2006-iee-20180227185952.html>>
- [30] **EUROPA PRESS** (2018b, 7 de junio). "Sacyr echa a Moreno Carretero del consejo". *El Mundo / Economía / Empresas*. [artículo en línea]. [Fecha de consulta: 27 de diciembre de 2018].
- <<https://www.elmundo.es/economia/2018/06/07/5b19185e46163f21718b45fe.html>>
- [31] **EUROPA PRESS** (2018c, 17 de julio). "El sector de la construcción crecerá un 7% en 2018 por el dinamismo de la edificación". *Europa Press / mercadofinanciero / construcción y vivienda*. [artículo en línea]. [Fecha de consulta: 20 de noviembre de 2018].
- <<https://www.europapress.es/economia/construccion-y-vivienda-00342/noticia-sector-construccion-crecera-2018-dinamismo-edificacion-20180717112528.html>>
- [32] **Eurostat** (2018). *Database*. [recurso en línea]. [Fecha de consulta: 25 de noviembre de 2018].
- <<https://ec.europa.eu/eurostat/data/database>>
- [33] **Fernández, M.** (2018, 10 de marzo). "Las obras públicas que España necesita y cómo conseguirlas". *El País / Negocios*. [artículo en línea]. [Fecha de consulta: 02 de diciembre de 2018].
- <[https://elpais.com/economia/2018/03/09/actualidad/1520611389\\_512811.html](https://elpais.com/economia/2018/03/09/actualidad/1520611389_512811.html)>
- [34] **Fredys Rivas, J.** (2017, 03 de diciembre). "Calificación analisis pestel" [presentación vídeo en línea]. [Fecha de consulta: 29 de noviembre de 2018].
- <<https://www.youtube.com/watch?v=RhwHSCfyv64>>
- [35] **González-Martín, B.; Pumares Fernández, P.; Rojas Tejada, A.J.** (2010). *El "colapso" del sector de la construcción y sus repercusiones sociolaborales sobre la población inmigrante. Análisis de las fuentes estadísticas*. Proyecto de investigación financiado por el Centro de Estudios Andaluces. ISBN: 978-84-693-3670-0. Sevilla: Fundación Pública Andaluza Centro de Estudios Andaluces. [artículo en línea]. [Fecha de consulta: 02 de noviembre de 2018].
- <[https://www.researchgate.net/profile/Antonio\\_Rojas-Tejada/publication/326088310\\_El\\_colapso\\_del\\_sector\\_de\\_la\\_construccion\\_y\\_sus\\_repercusiones\\_sociolaborales\\_sobre\\_la\\_poblacion\\_inmigrante\\_Analisis\\_de\\_las\\_fuentes\\_estadisticas/links/5b377c88a6fdcc8506e0fc60/El-colapso-del-sector-de-la-construccion-y-sus-repercusiones-sociolaborales-sobre-la-poblacion-inmigrante-Analisis-de-las-fuentes-estadisticas.pdf?origin=publication\\_detail](https://www.researchgate.net/profile/Antonio_Rojas-Tejada/publication/326088310_El_colapso_del_sector_de_la_construccion_y_sus_repercusiones_sociolaborales_sobre_la_poblacion_inmigrante_Analisis_de_las_fuentes_estadisticas/links/5b377c88a6fdcc8506e0fc60/El-colapso-del-sector-de-la-construccion-y-sus-repercusiones-sociolaborales-sobre-la-poblacion-inmigrante-Analisis-de-las-fuentes-estadisticas.pdf?origin=publication_detail)>
- [36] **INE** (2018). *INEbase*. Madrid: Instituto Nacional de Estadística. [recurso en línea]. [Fecha de consulta: 25 de noviembre de 2018].
- <<http://www.ine.es/dyns/INEbase/es/listaoperaciones.htm>>
- [37] **Investopedia**. "Free Cash Flow – FCF". Investopedia. [artículo en línea]. [Fecha de consulta: 25 de octubre de 2018].
- <<https://www.investopedia.com/terms/f/freecashflow.asp>>

- [38] **Iribar, A.** (2003, 06 de abril). “Hacia la triple cuenta de resultados”. *El País / Reportaje: Gestión y Formación*. [artículo en línea]. [Fecha de consulta: 23 de diciembre de 2018].  
<[https://elpais.com/diario/2003/04/06/negocio/1049636854\\_850215.html](https://elpais.com/diario/2003/04/06/negocio/1049636854_850215.html)>
- [39] **Jamrisko, M.; Lu, W.** (2018, 23 de enero). “The U.S. Drops Out of the Top 10 in Innovation Ranking”. *Bloomberg / Technology*. [artículo en línea]. [Fecha de consulta: 02 de diciembre de 2018].  
<<https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-01-22/south-korea-tops-global-innovation-ranking-again-as-u-s-falls>>
- [40] **Jiménez, M.** (2011, 20 de octubre). “Del Rivero es destituido como presidente de Sacyr”. *El País / Economía*. [artículo en línea]. [Fecha de consulta: 26 de diciembre de 2018].  
<[https://elpais.com/economia/2011/10/20/actualidad/1319095975\\_850215.html](https://elpais.com/economia/2011/10/20/actualidad/1319095975_850215.html)>
- [41] **Jimeno Bernal, J.** (2016, 25 de enero). “Análisis CAME (Corregir, Afrontar, Mantener y Explotar): ¿Qué es y cómo usarlo?”. *PDCA Home / Gestión empresarial, Organización industrial*. [artículo en línea]. [Fecha de consulta: 10 de diciembre de 2018].  
<<https://www.pdcahome.com/8391/analisis-came/>>
- [42] **Korotayev, A. V.; Tsirel, S. V.** (2010). “A Spectral Analysis of World GDP Dynamics: Kondratieff Waves, Kuznets Swings, Juglar and Kitchin Cycles in Global Economic Development, and the 2008–2009 Economic Crisis.” *Revista Structure and Dynamics* (vol. 4, núm.1). [artículo en línea]. [Fecha de consulta: 25 de septiembre de 2018].  
<<https://escholarship.org/uc/item/9jv108xp>>
- [43] Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial. JEFATURA DEL ESTADO. Boletín Oficial de Estado, de 28 de Abril de 2015, n.º 101.
- [44] **Luaces, C.** (2010, 22 de enero). “Los áridos: Historia, clasificación, transformación, reciclado, maquinaria, tecnología y aplicaciones”. *Interempresas.net / Construcción*. [artículo en línea]. [Fecha de consulta: 03 de noviembre de 2018].  
<<http://www.interempresas.net/Construccion/Articulos/37082-Los-aridos.html>>
- [45] **MDO** (2018, 09 de mayo). “Sacyr realizará un proyecto de abastecimiento de agua potable en Kenia”. *Madridiario*. [artículo en línea]. [Fecha de consulta: 23 de diciembre de 2018].  
<<https://www.madridiario.es/455992/sacyr-realizara-proyecto-abastecimiento-agua-potable-kenia>>
- [46] **Ministerio de Fomento** (2018). “01. Normativa general de carreteras”. *Gobierno de España / Ministerio de Fomento / Carreteras*. [artículo en línea]. [Fecha de consulta: 02 de diciembre de 2018].  
<<https://www.fomento.gob.es/carreteras/normativa-tecnica/01-normativa-general-de-carreteras>>
- [47] **Morán, C.** (2018, 13 de diciembre). “La Corte de Miami fuerza a Sacyr a devolver 225 millones al Canal de Panamá”. *Expansión / Construcción e Inmobiliario*. [artículo en línea]. [Fecha de consulta: 14 de diciembre de 2018].  
<<http://www.expansion.com/empresas/inmobiliario/2018/12/12/5c116161e5fdeaa34d8b4643.html>>
- [48] **Olmo, J.M.; Parera, B.** (2018, 03 de julio). “Macrooperación en decenas de municipios de PSOE, PP y Cs por amaños al grupo Sacyr”. *El Confidencial*. [artículo en línea]. [Fecha de consulta: 22 de diciembre de 2018].  
<[https://www.elconfidencial.com/espana/2018-07-03/macrooperacion-en-decenas-de-municipios-de-psoe-pp-y-cs-por-amanar-adjudicaciones\\_1587052/](https://www.elconfidencial.com/espana/2018-07-03/macrooperacion-en-decenas-de-municipios-de-psoe-pp-y-cs-por-amanar-adjudicaciones_1587052/)>
- [49] Recomendación de la Comisión, de 6 de mayo de 2003, sobre la definición de microempresas, pequeñas y medianas empresas. COMISIÓN DE LAS COMUNIDADES EUROPEAS. Diario Oficial de la Unión Europea, de 20 de mayo de 2003, n.º L 124, p. 0036 – 0041.

- [50] **RTVE.es** (2018, 12 de julio). "Fomento anuncia la construcción de 20.000 viviendas destinadas al alquiler". *RTVE / Noticias / Economía* [artículo en línea]. [Fecha de consulta: 02 de diciembre de 2018].  
<<http://www.rtve.es/noticias/20180712/fomento-anuncia-construccion-20000-viviendas-destinadas-alquiler/1763924.shtml>>
- [51] **SACYR** (2015). *Folleto Visión Estratégica 2015-2020*. [artículo en línea]. [Fecha de consulta: 14 de diciembre de 2018].  
<[http://www.sacyr.com/es\\_es/images/3\\_Folleto\\_Los%20Valores%20de%20nuestro%20ADN\\_tcm29-21464.pdf](http://www.sacyr.com/es_es/images/3_Folleto_Los%20Valores%20de%20nuestro%20ADN_tcm29-21464.pdf)>
- [52] **SACYR** (2016). *Respuesta al requerimiento de CNMV*. [artículo en línea]. [Fecha de consulta: 23 de octubre de 2018].  
<<https://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={81f06da1-ab0d-49ef-bd58-f32f34f2c0cd}>>
- [53] **SACYR** (2017a). "Código de conducta del grupo Sacyr." *Sacyr Valores. Responsabilidad Corporativa* [artículo en línea]. [Fecha de consulta: 23 de diciembre de 2018].  
<[http://www.sacyr.com/es\\_es/images/codigo\\_conducta\\_sacyr\\_dobles\\_dgtl%20web\\_tcm29-37639.pdf](http://www.sacyr.com/es_es/images/codigo_conducta_sacyr_dobles_dgtl%20web_tcm29-37639.pdf)>
- [54] **SACYR** (2017b, 30 de marzo). "La Fundación Sacyr lanza la 7ª edición de los premios Innovación a la Mejor startup." *Sacyr Innovación* [artículo en línea]. [Fecha de consulta: 23 de diciembre de 2018].  
<[http://www.sacyr.com/es\\_es/images/7%20premios%20SACYR\\_tcm29-31610.pdf](http://www.sacyr.com/es_es/images/7%20premios%20SACYR_tcm29-31610.pdf)>
- [55] **SACYR** (2017c, 20 de diciembre). "La Fundación Sacyr firma un acuerdo de colaboración con Aldeas Infantiles SOS" *Sacyr Canal Actualidad* [artículo en línea]. [Fecha de consulta: 23 de diciembre de 2018].  
<[http://www.sacyr.com/es\\_es/canales/canal-actualidad/noticias/destacados/2017/Firma/20171220-Firma-Convenio-Aldeas-Infantiles.aspx](http://www.sacyr.com/es_es/canales/canal-actualidad/noticias/destacados/2017/Firma/20171220-Firma-Convenio-Aldeas-Infantiles.aspx)>
- [56] **SACYR** (2017d, 28 de julio). "La Fundación Sacyr firma un acuerdo de colaboración con Ayuda en Acción" *Sacyr Canal Actualidad* [artículo en línea]. [Fecha de consulta: 23 de diciembre de 2018].  
<[http://www.sacyr.com/es\\_es/canales/canal-actualidad/noticias/destacados/2017/Acuerdo/Copia\\_de\\_14032017-Acuerdo-UAX.aspx](http://www.sacyr.com/es_es/canales/canal-actualidad/noticias/destacados/2017/Acuerdo/Copia_de_14032017-Acuerdo-UAX.aspx)>
- [57] **SACYR** (2018a). *Presentación Sacyr 2018*. [artículo en línea]. [Fecha de consulta: 03 de octubre de 2018].  
<[http://www.sacyr.com/es\\_es/images/SACYR\\_Corporativa\\_SPAIN%202018\\_tcm29-36348.pdf](http://www.sacyr.com/es_es/images/SACYR_Corporativa_SPAIN%202018_tcm29-36348.pdf)>
- [58] **SACYR** (2018b, 13 de marzo). "Nos transformamos para transformar el mundo." *Sacyr Innovación* [artículo en línea]. [Fecha de consulta: 03 de octubre de 2018].  
<<https://canalinnovacion.sacyr.com/-/nos-transformamos-para-transformar-el-mundo>>
- [59] **SACYR** (2018c, 08 de noviembre). "Resultados 2018: Tercer trimestre." *Información pública periódica* [artículo en línea]. [Fecha de consulta: 29 de noviembre de 2018].  
<[http://www.sacyr.com/es\\_es/images/RDOS%203T18%20Nuevo%20\\_tcm29-40067.pdf](http://www.sacyr.com/es_es/images/RDOS%203T18%20Nuevo%20_tcm29-40067.pdf)>
- [60] **SACYR** (2018d). "I+D+i." *Canal Innovación* [artículo en línea]. [Fecha de consulta: 02 de diciembre de 2018].  
<[http://www.sacyr.com/es\\_es/canales/canal-innovacion/idi/](http://www.sacyr.com/es_es/canales/canal-innovacion/idi/)>
- [61] **SACYR** (2018e). "Proyectos destacados iLab" *Canal Innovación* [artículo en línea]. [Fecha de consulta: 02 de diciembre de 2018].  
<[http://www.sacyr.com/es\\_es/canales/canal-innovacion/proyectos-destacados/](http://www.sacyr.com/es_es/canales/canal-innovacion/proyectos-destacados/)>

- [62] **SACYR** (2018f, 28 de junio). "Sacyr obtiene su tercer contrato de infraestructuras en Estados Unidos" *Canal Actualidad* [artículo en línea]. [Fecha de consulta: 03 de diciembre de 2018].  
<[http://www.sacyr.com/es\\_es/canales/canal-actualidad/noticias/destacados/2018/Adjudicacion/28062018-EEUU-3.aspx](http://www.sacyr.com/es_es/canales/canal-actualidad/noticias/destacados/2018/Adjudicacion/28062018-EEUU-3.aspx)>
- [63] **SACYR** (2018g). "Informe integrado 2017." *Sacyr Valores. Responsabilidad Corporativa* [artículo en línea]. [Fecha de consulta: 23 de diciembre de 2018].  
<[http://informesanuales.sacyr.com/2017/assets/informe\\_integrado\\_castellano.pdf](http://informesanuales.sacyr.com/2017/assets/informe_integrado_castellano.pdf)>
- [64] **SACYR** (2018h, 09 de marzo). "Sacyr lanza su nueva identidad corporativa para convertir los retos en 'Desafíos cumplidos'" *Canal Actualidad. Noticias. Destacados* [artículo en línea]. [Fecha de consulta: 25 de diciembre de 2018].  
<[http://www.sacyr.com/es\\_es/canales/canal-actualidad/noticias/destacados/2018/Presentacion/20180309\\_nueva\\_identidad\\_corporativa.aspx](http://www.sacyr.com/es_es/canales/canal-actualidad/noticias/destacados/2018/Presentacion/20180309_nueva_identidad_corporativa.aspx)>
- [65] **SACYR** (2018i, 20 de diciembre). "Valoriza Medioambiente, primera empresa del sector en certificarse en la conducción eficiente de vehículos industriales" *Canal Actualidad. Noticias. Destacados* [artículo en línea]. [Fecha de consulta: 25 de diciembre de 2018].  
<[http://www.sacyr.com/es\\_es/canales/canal-actualidad/noticias/destacados/2018/Certificacion/20181220\\_Certificacion\\_limpieza\\_valoriza.aspx](http://www.sacyr.com/es_es/canales/canal-actualidad/noticias/destacados/2018/Certificacion/20181220_Certificacion_limpieza_valoriza.aspx)>
- [66] **Sacyr Vallehermoso** (2005). *Adquisición del Grupo SUFI*. [artículo en línea]. [Fecha de consulta: 03 de octubre de 2018].  
<[http://www.sacyr.com/es\\_es/images/adquisicion\\_del\\_grupo\\_sufi\\_tcm29-9856.pdf](http://www.sacyr.com/es_es/images/adquisicion_del_grupo_sufi_tcm29-9856.pdf)>
- [67] **Sacyr Vallehermoso** (2010). *Informe anual 2009*. [artículo en línea]. [Fecha de consulta: 04 de octubre de 2018].  
<[http://www.sacyr.com/es\\_es/images/1277464178062\\_SyV\\_esp\\_2009\\_tcm29-9702.pdf](http://www.sacyr.com/es_es/images/1277464178062_SyV_esp_2009_tcm29-9702.pdf)>
- [68] **Salvatierra, J.** (2017, 11 de enero). "La inflación se dispara al 3% en enero por la subida de la luz y la gasolina". *El País Economía*. [artículo en línea]. [Fecha de consulta: 18 de noviembre de 2018].  
<[https://elpais.com/economia/2017/01/31/actualidad/1485848507\\_473286.html](https://elpais.com/economia/2017/01/31/actualidad/1485848507_473286.html)>
- [69] **Segovia, E.** (2017, 11 de noviembre). "Una década perdida en la bolsa española por culpa de los bancos". *El Confidencial Cotizalia*. [artículo en línea]. [Fecha de consulta: 19 de noviembre de 2018].  
<[https://www.elconfidencial.com/mercados/2017-11-11/bolsa-ibex-decada-perdida-bancos-tecnologia\\_1475891/](https://www.elconfidencial.com/mercados/2017-11-11/bolsa-ibex-decada-perdida-bancos-tecnologia_1475891/)>
- [70] **Servicio de Estudios, Planificación y Presupuestos** (2012, junio). "El sector de la construcción. Informe 2010" *Observatorio Vasco de la Vivienda* [artículo en línea]. [Fecha de consulta: 03 de noviembre de 2018].  
<[http://www.garraioak.ejgv.euskadi.eus/r41-ovse04/es/contenidos/documentacion/ovv\\_construccion2010/es\\_ovv\\_sevi/adjuntos/Informe\\_Construccion\\_2010.pdf](http://www.garraioak.ejgv.euskadi.eus/r41-ovse04/es/contenidos/documentacion/ovv_construccion2010/es_ovv_sevi/adjuntos/Informe_Construccion_2010.pdf)>
- [71] **Somague** (2018). *Timeline*. [artículo en línea]. [Fecha de consulta: 03 de octubre de 2018].  
<<http://www.somague.pt/en/timeline/>>
- [72] **Trenza, A.** (2018, 23 de julio). "Análisis PESTEL: Qué es y para qué sirve - Ejemplo". *Estrategia y Finanzas por Ana Trenza* [artículo en línea]. [Fecha de consulta: 28 de noviembre de 2018].  
<<https://anatrenza.com/analisis-pestel/>>