

## PROJECTE O TESINA D'ESPECIALITAT

### Títol

**ESTRATEGIAS EMPRESARIALES DEL SECTOR DE LA CONSTRUCCIÓN**

### Autor/a

**MARC FLUVIÀ GRÀCIA**

### Tutor/a

**ÀLVAR GAROLA CRESPO**

### Departament

**ITT**

### Intensificació

-

### Data

**JUNIO 2014**

## ÍNDICE

	<u>Pg. Núm.</u>
<b>Agradecimientos</b> .....	1
<b>Sumario</b> .....	2
<b>Introducción</b> .....	4
<b>Parte I: El sector de la construcción</b>	
Características del sector de la construcción .....	6
Subsectores de actividad .....	7
Diversificación de las actividades .....	14
<b>Parte II: Selección y análisis de los casos de estudio</b>	
<b>Selección de los casos de estudio</b> .....	18
Proceso de selección para empresas constructoras que hayan superado la crisis exitosamente .....	18
Proceso de selección para las empresas de comparación (casos de fracaso empresarial) .....	23
<b>Presentación de los casos de estudio</b> .....	27
Obrascón Huarte Lain .....	27
Sacyr Vallehermoso .....	39
Fomento de Construcciones y Contratas .....	52
Ferrovial .....	66
<b>Parte III: Estudio comparativo de las estrategias empresariales seguidas por los cuatro casos de estudio</b>	
<b>Estudio comparativo de los cuatro grupos constructores</b> .....	82
Concentración de las actividades .....	82
Concentración geográfica internacional .....	88
Fusiones y Adquisiciones en actividades relacionadas .....	96
Innovación y Desarrollo (I+D+i) como pilar básico de la estrategia empresarial .....	101
Política de dividendos estable .....	103
<b>Estudio comparativo con otros sectores</b> .....	106
Recursos Humanos .....	107

Uso de derivados como instrumentos de cobertura .....	111
<b>Conclusiones</b> .....	115
<b>Bibliografía</b> .....	118
<b>Índice de tablas</b> .....	128
<b>Índice de figuras</b> .....	129

## AGRADECIMIENTOS

Sin la ayuda de aquellas personas con las que he compartido partes de mi vida esta tesina no podría haber-se escrito.

Entre ellas, agradecer el soporte de mi tutor Àlvar Garola Crespo, quien ha guiado mi proyecto a lo largo del último año y quien ha dedicado muchas horas a orientarme, facilitarme contactos y material, y a evaluar y revisar la evolución de mi estudio. También merecen una mención especial Jordi Mensa de *CRC*, Francisco José Mallol Prats de *OHL*, Alberto Gárgoles González y Hernán San Pedro López de Uribe de *Sacyr* quienes me ofrecieron desinteresadamente parte de su tiempo para compartir su conocimiento sobre el sector y sobre sus empresas respectivas. Mostrar también mi agradecimiento hacia el profesor Edward D.Hess de la *Darden Graduate School of Business Administration* por despertar mi interés hacia la estrategia empresarial. Mencionar también mis agradecimientos hacia mis compañeros de trabajo de *Procter&Gamble*, especialmente Alberto de Frutos y Eva Muñoz, por permitirme realizar un horario laboral compatible con las necesidades de mi tesina. Por último, agradecer el esfuerzo y dedicación incondicional de mis padres y hermana así como el soporte y la amistad de mis compañeros de carrera a lo largo de todos estos años.

## SUMARIO - ABSTRACT

### Sumario

Desde el año 2007, España se encuentra inmersa en una profunda recesión económica. Esta ha sido especialmente acusada, pues aparte de los efectos de la crisis financiera mundial, España está sufriendo las consecuencias de ciertos problemas locales tales como el fin de la burbuja inmobiliaria, la crisis bancaria y un aumento del desempleo. Mencionar que el sector de la construcción ha sido uno de los más afectados, pues este ha sufrido simultáneamente el impacto de la disminución de la actividad patrimonialista, crecientes dificultades crediticias y una caída de la licitación pública.

En la presente tesina se empieza analizando la situación actual del sector de la construcción y como este se ha visto afectado por las dinámicas coyunturales. A continuación, se estudian las diferentes estrategias empresariales adoptadas por los grupos constructores durante el periodo 2004 – 2012 y finalmente se busca determinar cuáles de ellas han sido más efectivas a la hora de paliar los efectos de la recesión.

Para realizar dicho estudio se han llevado a cabo toda una serie de análisis tanto cuantitativos como cualitativos. Por un lado, a nivel cuantitativo se han estudiado las cuentas anuales de los grupos constructores, diferentes ratios empresariales y ciertas estadísticas sectoriales. Por el otro lado, a nivel cualitativo se han visto que políticas de internacionalización, diversificación, fusiones y adquisiciones y otras han sido aplicadas por estos.

Las conclusiones del análisis están formadas por una lista de siete prácticas empresariales, las cuales se ha observado mantienen una fuerte correlación con la buena marcha de aquellos grupos que las aplican.

## **Abstract**

Since 2007, Spain has been suffering a harsh economic recession. However, unlike many other countries, Spain had not just been affected by the 2008 global financial crisis but also by the collapse of the national real estate sector and the local banking crisis. All these factors have posed a serious threat to the Spanish construction industry; it continues to suffer the consequences of the housing crisis as well as the reduction of both public tenders and credit.

The following thesis begins by analyzing the Spanish construction industry and how it is being affected by the economic slowdown. Next, it examines the different strategies adopted by the major industry players during the years comprised between 2004 and 2012. Finally, it seeks to determine which of these strategies are more effective when attempting to palliate the effects of the recession.

The study was comprised of a series of both quantitative and qualitative analysis. On one hand, quantitative data such as financial ratios, industry statistics and accounting numbers were prepared and examined. On the other hand, qualitative data provided a more complete analysis. Overall, the data highlighted the different construction groups' policies in areas such as mergers and acquisitions, research and development, human resources, diversification and internationalization of the core activities, dividends distribution, and management structure, just to name a few.

The conclusions of this work are formed by a set of seven industry practices that show a superior correlation with positive business results in times of turmoil.

## INTRODUCCIÓN

Desde 1997 hasta 2007 España experimentó un fuerte auge de la actividad inmobiliaria donde los precios de la vivienda aumentaban a un ritmo muy por encima del IPC y de las rentas<sup>1</sup>. Estos incrementos se debían principalmente a la fuerte especulación, al exceso de crédito y a los beneficios fiscales concedidos al adquirir viviendas.

El inicio de la crisis de las hipotecas *subprime* en Estados Unidos a finales del 2007 provocó que un elevado número de bancos y fondos de inversiones sufrieran pérdidas millonarias, causando una fuga masiva de inversores y el inicio de una crisis crediticia mundial. En España, la falta de liquidez del sistema financiero causó el estallido de la burbuja inmobiliaria y la caída masiva de los precios de la vivienda. Se entró rápidamente en una fuerte recesión, pues España vio por un lado agotado su modelo de crecimiento basado en la construcción y, por el otro, el gobierno tuvo que inyectar grandes sumas de dinero al sistema bancario para paliar tanto los efectos de la crisis financiera mundial como de las numerosas cajas de ahorros quebradas.

El sector de la construcción nacional no solo se vio afectado por un descenso en el precio de la vivienda, la caída del número de ventas y las dificultades crediticias sino que además vio disminuido el volumen de licitación al empeorar las cuentas públicas.

Desde el año 2007, los diferentes grupos constructores se han tenido que adaptar a la nueva situación económica, ya sea implantando nuevas estrategias empresariales o transformando las existentes. Sin embargo, se ve como únicamente algunas de ellas han sido útiles a la hora de superar la crisis.

El objetivo de la presente tesina ha sido estudiar las estrategias empresariales adoptadas por un cierto grupo de empresas constructoras españolas. A través de comparar aquellos grupos que han superado favorablemente la recesión actual frente

---

<sup>1</sup> Los precios de la vivienda crecían entre un 10 y un 30% anual.

aquellos que no lo han hecho se busca determinar cuáles estrategias son mejores a la hora de hacer frente a la crisis.

En primer lugar, en la *Parte I* del estudio se presenta el sector de la construcción y como este se ha visto afectado por la crisis económica actual. En segundo lugar, en la *Parte II* por un lado se escogen aquellas empresas que van a ser objeto de análisis y por el otro se presenta cada una de ellas. Finalmente, en la *Parte III* se realiza un estudio comparativo de las estrategias empresariales adoptadas por nuestros casos de estudio.

El presente trabajo concluye con una lista de siete prácticas empresariales, las cuales han demostrado mantener una fuerte correlación con la buena marcha de aquellos grupos que las aplican.



# ESTRATEGIAS EMPRESARIALES DEL SECTOR DE LA CONSTRUCCIÓN

## Parte I

### EL SECTOR DE LA CONSTRUCCIÓN

#### Características del sector

La industria de la construcción es un sector estratégico de la economía.

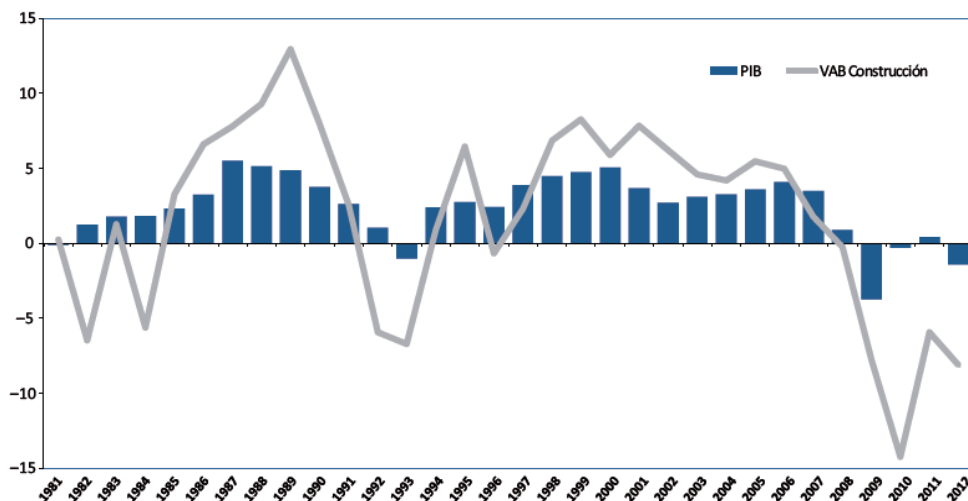
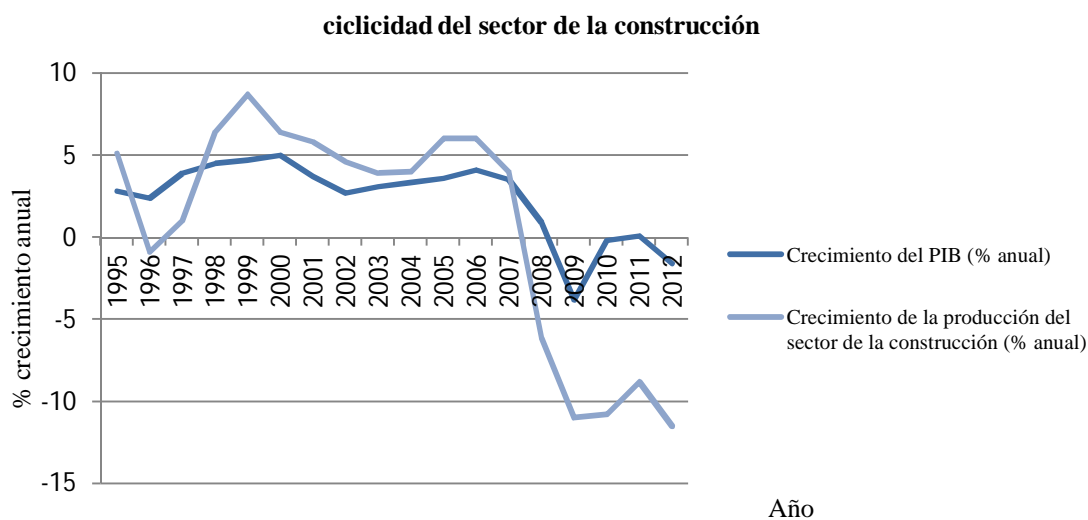


Figura 1: Valor Agregado Bruto del sector de la construcción en comparación al del PIB de España. Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

La importancia de este sector viene determinada por su elevado *efecto arrastre*, tanto *hacia atrás* como *hacia delante*. Por un lado, existe un *efecto arrastre hacia atrás* - o efecto directo - pues la actividad constructiva ejerce un impulso sobre otros sectores (ej. proveedores de productos intermedios, transportistas, técnicos, etc.). Por otro lado, existe un *efecto arrastre hacia delante* - o efecto indirecto - ya que el sector de la construcción proporciona las infraestructuras necesarias para el correcto desarrollo de las demás actividades empresariales. Además, la industria de la construcción desempeña un papel clave a la hora de generar empleos, facilitando la integración laboral de personas inmigradas y colectivos con escasa formación. Concretamente, cada 600.000 euros gastados en construcción generan 10 empleos directos y 6 de indirectos<sup>2</sup>.

<sup>2</sup> Garola, Àlvar; Lleontart, Pere. *Estrategias empresariales en el sector de la construcción*. Barcelona: Gabinet d'Estudis Econòmics, S.A., 2007, p.7.

Otra de las características del sector es su fuerte *ciclicidad*, pues la licitación pública e actividad Inmobiliaria dependen mucho de los ciclos económicos y electorales. Además, la industria de la construcción experimenta una volatilidad superior a la del conjunto de la economía, siendo especialmente susceptible a los periodos de recesión (*Figura 2*).



*Figura 2:* Crecimiento anual de la producción del sector de la construcción en comparación con el crecimiento anual del PIB de España. Fuente: *Elaboración propia a partir de datos extraídos de SEOPAN y del Instituto Nacional de Estadística.*

### Subsectores de actividad

Para hacer frente a la elevada ciclicidad que caracteriza los subsectores de obra civil y edificación, vemos que las grandes constructoras españolas han apostado por diversificar sus actividades. De este modo, han aumentado su exposición a otros subsectores menos correlacionados con la evolución económica, los cuales representan una buena cobertura en épocas de recesión. A continuación, se presentan los principales.

### Evolucion por subsectores de la Cifra de negocios de las principales constructoras españolas

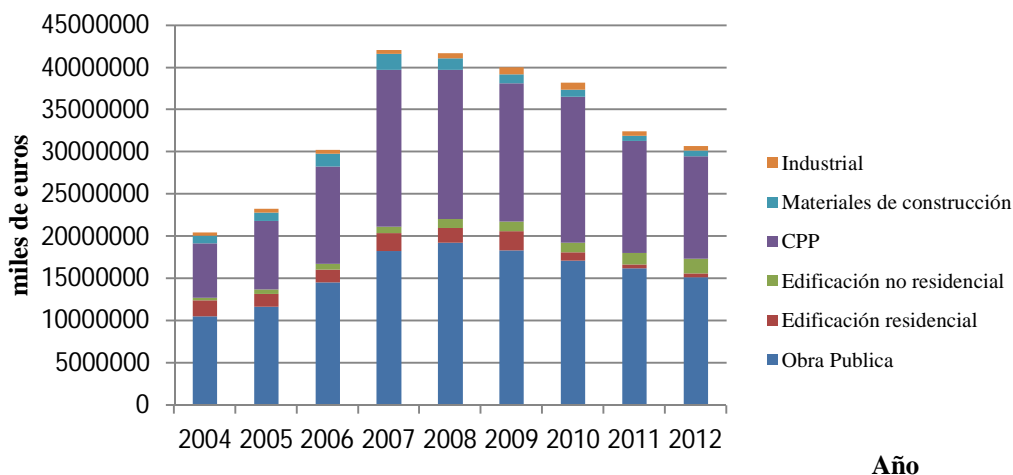


Figura 3: Evolución de la cifra de negocios del conjunto de los grupos *OHL*, *Sacyr Vallehermoso*, *Ferrovial*, *Abertis* y *FCC* por subsectores de actividad. Fuente: *Elaboración propia a partir de datos extraídos de las respectivas memorias anuales.*

#### (1) *Obra Pública*

Conjunto de trabajos de *Obra Civil* (ej. Autopistas, puertos, aeropuertos, infraestructuras hidráulicas, etc.) y de *Edificación* (ej. Equipamientos educativos, sanitarios, etc.) promovidos por la Administración Pública.

Los proyectos de *Obra Pública* se adjudican a las distintas empresas constructoras mediante el proceso conocido como *licitación pública*<sup>3</sup>, el cual constituye en sí mismo un buen indicador de la actividad de este subsector. Al ser la Administración Pública el único cliente, la licitación pública evoluciona al hacerlo el ciclo económico (vemos que en épocas de fuerte déficit público las administraciones pueden tener problemas para financiar nuevos proyectos) y los ciclos electorales (se invierte más a la mitad del periodo).

<sup>3</sup> Procedimiento administrativo para la adquisición de suministros, realización de servicios o ejecución de obras que celebren los entes, organismos y entidades que forman parte del Sector Público.

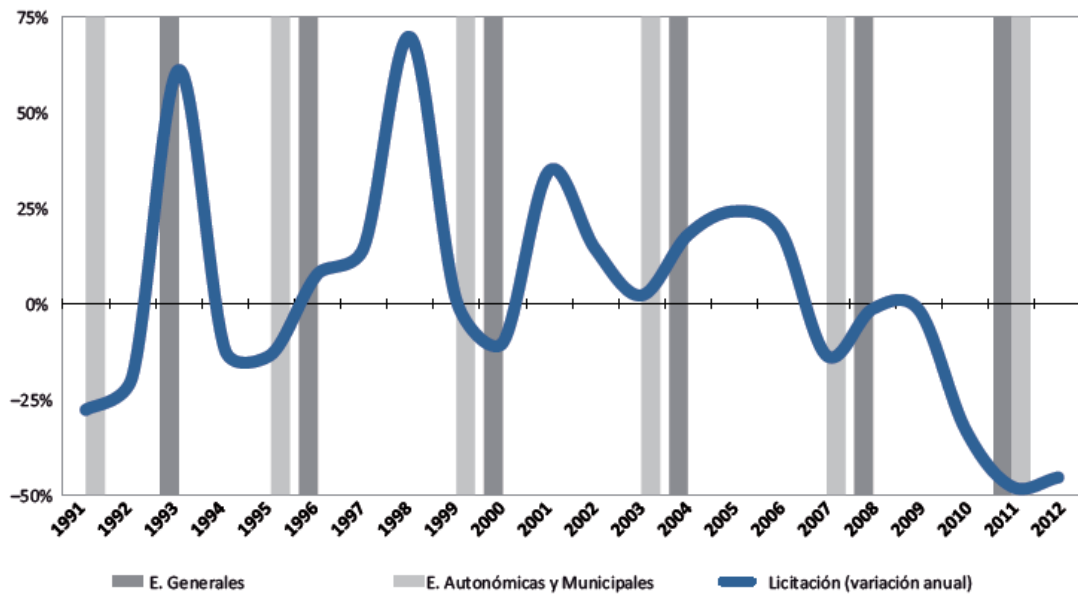


Figura 4: La licitación pública, el ciclo económico y el ciclo electoral en España (referenciado en 1996). Fuente: SEOPAN.

## (2) Edificación residencial

Comprende la construcción y promoción de *viviendas residenciales*. Los grupos constructores se dedican a obtener suelo de calidad, edificar encima de él y finalmente vender los inmuebles. Dicha forma de operar ha motivado que este subsector esté muy fragmentado, pues favorece la aparición de grupos pequeños y locales.

Al financiarse con *capital privado*, esta actividad es muy vulnerable tanto al ciclo económico (la mayoría de gente no puede adquirir una vivienda en épocas de recesión) como a los tipos de interés (unos tipos de interés bajos propician un clima adecuado para que la gente se endeude y adquiera vivienda).

El principal indicador de este subsector es el *número de viviendas iniciadas*. Tal y como se aprecia en la *Figura 5*, en épocas de recesión este indicador desciende.

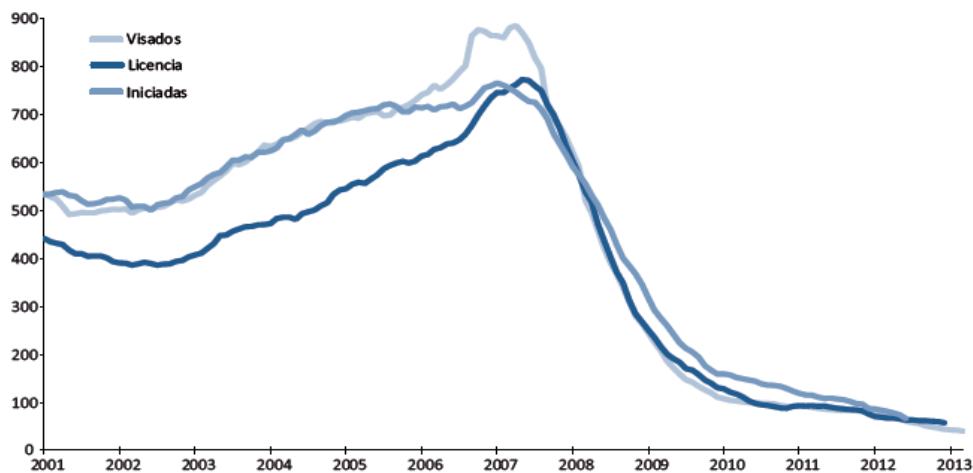


Figura 5: Evolución de las viviendas licenciadas, visadas e iniciadas en España.  
Fuente: Ministerio de Fomento, Colegio Oficial de Aparejadores y Arquitectos Técnicos.

### (3) *Edificación no residencial*

Comprende la construcción y promoción de inmuebles de siete clases: comercial, agrario, industrial, oficinas, hoteles, servicios de transporte y otros.

Son proyectos mayoritariamente financiados con *capital privado*, por lo que la evolución del subsector depende principalmente de la dinámica de inversión empresarial – está relacionada con los beneficios empresariales y del nivel de ocupación del *stock* ya existente -.

### (4) *CPP (Colaboración Público Privada)*

Contrato a través del cual una *empresa privada* presta un *servicio público*. Por un lado, el *sector privado* asume el riesgo técnico y financiero de la construcción, mantenimiento y gestión de la infraestructura y por el otro lado, el *sector público* cede la explotación de ésta al *sector privado*. Dentro de la *CPP* diferenciamos las categorías siguientes:

#### *Concesiones de transporte*

- *Concesiones de autopistas*: Por encargo de la administración, la empresa privada se encarga de construir y financiar una autopista.

Posteriormente, ésta la explotará durante un periodo de tiempo previamente pactado para poder recuperar su inversión inicial y sacar un beneficio.

Normalmente, las constructoras financian dichos proyectos de forma apalancada con el objetivo de maximizar los retornos de su inversión. El caso más común es que la empresa pida un crédito con vencimiento igual al periodo de explotación de la concesión con el objetivo de pagar los intereses que devengan a lo largo del tiempo con los ingresos que irá proporcionando la infraestructura. Además, las constructoras suelen seguir un esquema de rotación de activos que consiste en venderse las concesiones más maduras para poder financiar nuevos proyectos del mismo tipo. Mencionar que al ser proyectos financiados de forma apalancada, la evolución de los tipos de interés puede afectar los resultados de este subsector<sup>4</sup>.

Los ingresos que percibe la empresa constructora dependen fundamentalmente de la evolución del tráfico (siendo la *IMD*<sup>5</sup> el indicador por excelencia) y de la tarifa cobrada a los usuarios. Es por esta razón que es muy importante estimar de forma realista dichas variables al proyectar la infraestructura.

- *Concesiones de aeropuertos*: La Administración Pública cede la construcción y explotación de un aeropuerto a una empresa privada. Al igual que en las concesiones de autopistas, la empresa privada financia y construye la infraestructura a cambio de poder explotarla posteriormente.

De nuevo, las constructoras suelen servirse del apalancamiento para poder maximizar los retornos de las infraestructuras.

Para las concesiones aeroportuarias, los ingresos derivados de la explotación de la infraestructura dependen de la evolución del tráfico (se cobra a las aerolíneas una tarifa por cada pasajero que

---

<sup>4</sup> Los grupos constructores suelen realizar operaciones de cobertura frente la evolución de los tipos de interés mediante la contratación de instrumentos financieros derivados (ej. *Interest Rate Swap*).

<sup>5</sup> Intensidad Media Diaria (vehículos/día): número de vehículos que pasan por un punto dado a lo largo del día.

transportan, por cada nave que hacen aterrizar y por aparcar las aeronaves) y de la tarifa que se cobra<sup>6</sup>.

#### Concesiones medioambientales

- *Residuos urbanos*: Contratos de recogida y tratamiento de residuos urbanos, limpieza viaria y mantenimiento de jardines.
- *Residuos industriales*: Contratos de recogida y tratamiento de residuos industriales.
- *Gestión integral del agua*: Contratos de abastecimiento, saneamiento y distribución de agua (ej. Concesiones de presas, desalinizadoras, depuradoras, red de alcantarillado, etc.).

#### Concesiones de servicios e infraestructuras

- *Facility Management*: Contratos de mantenimiento integral de edificios (ej. limpieza, seguridad, mantenimiento, energía, jardinería, aires acondicionados, etc.).
- *Handling*: Son los servicios en tierra de los aeropuertos (ej. Transporte maletas y pasajeros, mantenimiento aeronaves, catering, repostaje de combustible, etc.).
- *Actividades portuarias y logísticas*: Prestación de servicios aeroportuarios y logísticos.
- *Aparcamientos*: Gestión de plazas de aparcamiento.
- *Mobiliario urbano*: Explotación publicitaria del mobiliario urbano.

---

<sup>6</sup> En los aeropuertos regulados las tarifas vienen determinadas por la administración.

- *Otros equipamientos:* Gestión de hospitales, edificios sociosanitarios, equipamientos deportivos, parques públicos de vivienda, etc.

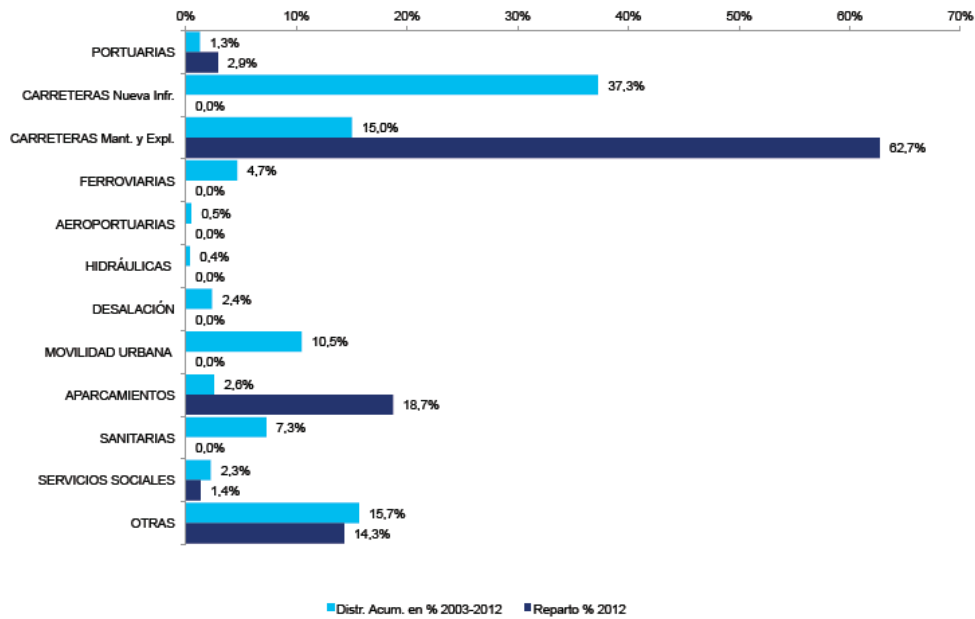
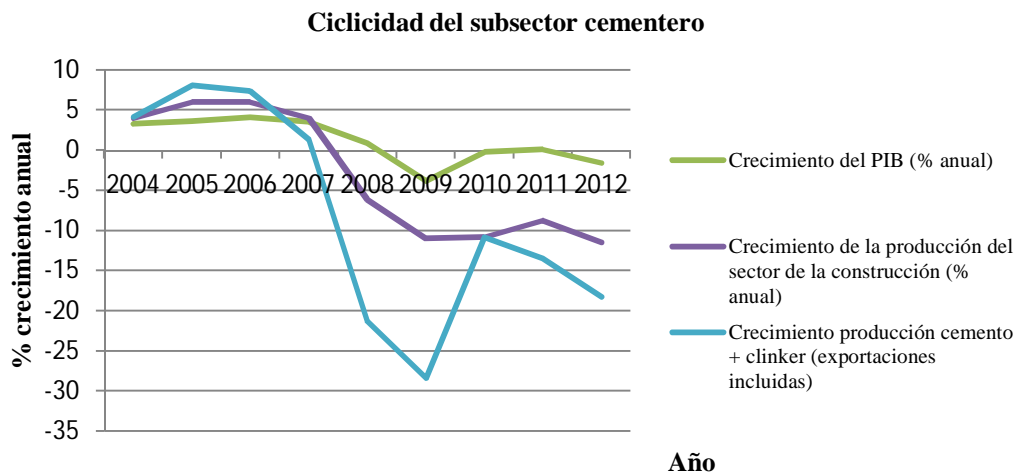


Figura 6: Distribución porcentual de las concesiones en España por tipo de infraestructuras. Fuente: SEOPAN.

### (5) *Materiales de construcción*

Comprende la producción de materiales de construcción, principalmente *cemento y prefabricados*. Se caracteriza por ser una actividad muy cíclica y altamente correlacionada con otros subsectores como son la *Edificación* y la *Obra pública*.





*Figura 7: Crecimiento anual de la producción del sector de la construcción en comparación con el crecimiento anual del PIB de España y el crecimiento anual de la producción del subsector cementero. Fuente: Elaboración propia a partir de datos extraídos de SEOPAN, el Instituto Nacional de Estadística y Oficemen.*

## (6) **Industrial**

Existen cada vez más empresas constructoras que realizan proyectos *llave en mano*<sup>7</sup> por el sector industrial y energético o que se ocupan de las actividades de mantenimiento de sus infraestructuras. A continuación, destacamos los principales campos de actuación:

### Energías

- *Energías renovables:* Construcción y explotación de parques eólicos, fotovoltaicos y termos solares. Destacar también dentro de este sector los proyectos de eficiencia energética.
- *Instalaciones:* Construcción y mantenimiento de instalaciones energéticas (ej. Gasoductos y oleoductos, redes de distribución eléctrica, etc.).

### Telecomunicaciones

Adquisición de participaciones en empresas de telefonía móvil, satélites y actividades relacionadas por parte de los grupos constructores.

### Instalaciones industriales y especializadas

Construcción y equipamiento de infraestructuras industriales. Dentro de este grupo encontramos la fabricación de plantas industriales, instalaciones electromecánicas, instalaciones térmicas, etc.

## **Diversificación de las actividades**

---

<sup>7</sup> Obras de ingeniería donde los ingenieros y los constructores son la misma entidad.

Que una empresa esté diversificada quiere decir que opera en varios subsectores a la vez. Esta es una práctica muy común entre los grupos constructores, pues les permite reducir la elevada ciclicidad provocada por las actividades *Inmobiliarias* y de *Obra civil*. A continuación, vamos a revisar qué ventajas presenta cada subsector, poniendo especial énfasis a su capacidad de ejercer un efecto contra cíclico.

En primer lugar, se ha visto que la actividad de *Obra pública* se caracteriza por ser muy cíclica, quedando ésta muy expuesta frente a periodos de recesión. Además, el volumen de *licitación pública* depende estrechamente del nivel de desarrollo del país en cuestión, siendo los países emergentes los más activos. Por el contrario, en los países occidentales se ha observado una fuerte disminución de dicha cifra, pues la mayor parte de infraestructuras ya han sido construidas. Sin embargo, en éstos casos se observa una creciente importancia de las actividades de rehabilitación y mantenimiento, ya que se quiere preservar el *stock* público construido.

En segundo lugar, se ve como otra actividad estrechamente relacionada con los ciclos económicos es la *Edificación residencial*. Cabe destacar las duras consecuencias sufridas<sup>8</sup> por aquellos grupos expuestos a dichas actividades durante la crisis actual. Dado que no se espera una recuperación inminente de dicho subsector, prácticamente todos los grupos se han deshecho de sus divisiones inmobiliarias (ej. *Sacyr*).

En tercer lugar, tenemos la *Edificación no residencial*. A diferencia de la actividad inmobiliaria, la *Edificación no residencial* suele funcionar a través de contratos de arrendamiento a largo plazo lo que garantiza una protección mucho mayor frente a los periodos de recesión. El ejemplo más común de esta actividad es que una constructora asuma la promoción de un complejo de oficinas para alquilarlo posteriormente a distintas empresas<sup>9</sup>.

En cuarto lugar, tenemos el subsector de las *concesiones (CPP)*, el cual ofrece una fuerte contra ciclicidad dado el grado de recurrencia de los ingresos que genera. Los

---

<sup>8</sup> Vemos que los grupos muy expuestos al sector Inmobiliario como es *Sacyr Vallehermoso* están teniendo graves problemas para salir de la crisis. Destacar también las suspensiones de pagos declaradas por los mayores grupos inmobiliarios españoles en el año 2008: *Promociones Hábitat* y *Martinsa-Fadesa*.

<sup>9</sup> Vemos como *OHL* posee la *Torre espacio* ubicada en el complejo empresarial de las *Cuatro Torres* de Madrid.

contratos de explotación se caracterizan por ser largos<sup>10</sup>, garantizando de este modo una elevada protección frente la coyuntura económica<sup>11</sup>. Además, esta rama de actividad ha vivido un fuerte auge internacionalmente, pues permite a las administraciones promover infraestructuras sin comprometer las cuentas públicas.

En quinto lugar, por lo referente al subsector de los *materiales de construcción* (principalmente cemento) destacar tanto su elevada ciclicidad como su fuerte correlación con el sector de la construcción. A pesar de esto, algunos grupos constructores españoles han encontrado buenas sinergias en el ámbito de costes, permitiéndoles ser más competitivos.

Finalmente, con respecto al subsector *Industrial*, destacar que este comprende actividades muy diversas, las cuales poseen a su vez atractivos diferentes. En un extremo tenemos las actividades relacionadas con el mundo de las Telecomunicaciones, las cuales han acarreado pérdidas para prácticamente todos los grupos constructores<sup>12</sup>. En el otro extremo encontramos las actividades relacionadas con las instalaciones industriales y energías, las cuales se caracterizan por ser bastante recurrentes (*ej. explotación de parques eólicos, mantenimiento de complejos industriales, etc.*).

En base a lo expuesto anteriormente, es fácil darse cuenta que a la hora de diversificar el portafolio de actividades, no todas ellas ofrecen la misma protección contra los ciclos económicos. En la segunda parte de la presente tesina se va a ilustrar dicho fenómeno, analizando los distintos portafolios que poseían las grandes constructoras españolas al empezar la crisis y las implicaciones que han supuesto desde el punto de vista de rentabilidad empresarial.

\* \* \* \* \*

---

<sup>10</sup> En autopistas y aeropuertos suelen ir de 30 a 99 años (Fuente: *Abertis*). Sin embargo, en ciertos casos las concesiones de aeropuertos pueden ser indefinidas (*ej. Ferrovial*).

<sup>11</sup> Se ve como los grupos más expuestos a este sector son los que menos afectados se han visto por la crisis actual (*ej. OHL, Abertis y Ferrovial*).

<sup>12</sup> Se ve como prácticamente todos los grupos que entraron en esta actividad acabaron desinvirtiendo sus activos: subdivisión *Telecom* de la división *Valoriza* de *Sacyr Vallehermoso*; participaciones en *Venditelecom*, *Xfera Móviles* y otros por parte de *FCC*; participaciones en *ONO*, *UNI2*, *Wanadoo* y otros por parte de *Ferrovial*, etc. Todos entraron en estas actividades en épocas de bonanza, cuando tenían extensas reservas de efectivo debido a la buena marcha del sector y en pleno fervor de la burbuja de la *punto com*.

**ESTRATEGIAS EMPRESARIALES DEL SECTOR DE LA CONSTRUCCIÓN**  
**Parte II**  
**SELECCIÓN Y ANÁLISIS DE LOS CASOS DE ESTUDIO**  
**desde 2004 hasta 2012**

Dentro de la presente tesina se ha querido analizar las estrategias empresariales adoptadas por algunos de los principales grupos constructores españoles<sup>13</sup> entre los años 2004 y 2012. El objetivo va a ser descubrir cuáles de entre ellas han colaborado a la buena marcha de dichos grupos y cuáles han provocado el efecto contrario.

Para realizar dicho análisis, se han seleccionado los siguientes casos de estudio:

PARES DE ESTUDIO COMPARATIVO:

- *Obrascon Huarte Lain (OHL) - Sacyr Vallehermoso*
- *Ferrovial - Fomento de Construcciones y Contratas*

Cada uno de dichos pares de estudio está formado por una empresa que ha sabido reaccionar favorablemente<sup>14</sup> frente la actual recesión económica y otra que no<sup>15</sup>.

En primer lugar, en el presente apartado de nuestro estudio (*Parte II: selección y análisis de los casos de estudio*) se va a mostrar por un lado como hemos seleccionado los dos pares de estudio comparativo mencionados anteriormente y por el otro lado se van a presentar cada una de las empresas que los integran. Más adelante (*Parte III: estudio comparativo de las estrategias empresariales seguidas por los cuatro casos de estudio*) se va a realizar el estudio comparativo de las estrategias empresariales seguidas por cada grupo con el objetivo de determinar cuáles son mejores a la hora de afrontar los problemas coyunturales actuales.

\* \* \* \* \*

---

<sup>13</sup> Se han considerado para el estudio las seis constructoras españolas más grandes según su capitalización de mercado en 2007. Estas son: *Obrascon Huarte Lain (OHL)*, *Sacyr Vallehermoso*, *Ferrovial*, *Fomento de Construcciones y Contratas*, *Acciona* y *Actividades de Construcción y Servicios*.

<sup>14</sup> Criterio de selección mostrado en el Anexo I. Este grupo está integrado por las empresas: *Obrascon Huarte Lain (OHL)*, y *Ferrovial*.

<sup>15</sup> Criterio de selección mostrado en el Anexo II. Este grupo está integrado por las empresas: *Sacyr Vallehermoso* y *Fomento de Construcciones y Contratas*.

### **Proceso de selección para empresas constructoras que hayan superado la crisis exitosamente**

Todas las empresas constructoras que hemos considerado para nuestro estudio habían de poseer las siguientes características:

- (1) Que sea una empresa bien establecida (debe existir desde hace más de 15 años y actualmente formar parte del índice bursátil *IBEX 35*<sup>16</sup>).
- (2) La buena rentabilidad<sup>17</sup> de la empresa debe ser consecuencia de la estrategia empresarial que ésta ha seguido y no de un evento que ha tenido lugar en toda la industria.
- (3) Que la rentabilidad de la empresa siguiese una tendencia alcista antes del inicio de la crisis (desde el año 2004 hasta el 2007).
- (4) Que la rentabilidad de la empresa muestre un punto de inflexión en el año 2009 (desde el inicio de la crisis - año 2007- hasta el punto de inflexión - año 2009 - la rentabilidad siga una tendencia bajista y a partir del 2009 empiece una tendencia alcista).
- (5) La rentabilidad de la empresa aún ha de seguir una tendencia alcista actualmente – año 2012 -.

Para llevar a cabo el proceso de selección se ha filtrado el universo de compañías constructoras españolas que existen siguiendo tres pasos:

#### *Primer filtro: criterio (1)*

Del horizonte de compañías constructoras que existen, se han seleccionado para el estudio únicamente aquellas que cotizan al índice *IBEX 35*. Ésto nos ofrece tres ventajas principales. En primer lugar, a diferencia de las compañías que no cotizan en la bolsa, las empresas integrantes del *IBEX 35* tienen todas ellas un tamaño muy considerable,

---

<sup>16</sup> Principal índice bursátil de referencia de la bolsa española. Está formado por las 35 empresas con más liquidez que cotizan en las bolsas de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia.

<sup>17</sup> La rentabilidad empresarial se ha medido a partir del *TSR* (Retorno total del accionista) y del *CAGR* (Tasa de crecimiento anual compuesto).

cumpliendo así el criterio aplicado (1). En segundo lugar, al ser empresas públicas<sup>18</sup> existe mucha más información disponible sobre ellas, facilitando nuestro estudio. Por último, tenemos a nuestra disposición la evolución de sus cotizaciones a lo largo de los años, siendo una buena referencia para calcular sus rentabilidades.

Empresas que superan el primer filtro: *Obrascón Huarte Lain, Sacyr Vallehermoso, Ferrovial, Fomento de Construcciones y Contratas, Acciona y Actividades de Construcción y Servicios.*

*Segundo filtro: criterio (3)*

Queremos identificar aquellas empresas que hayan demostrado tener una rentabilidad creciente a lo largo de toda la etapa previa a la crisis (01/01/04 - 01/01/2007). Para ello, se ha determinado el Retorno Total del Accionista<sup>19</sup> (TSR) y la Tasa de Crecimiento Anual Compuesto<sup>20</sup> (CAGR) durante dicho periodo y para cada empresa. A continuación se muestran los resultados:

<u>Rentabilidad: 01/01/2004 – 01/01/2007</u>		
	<u>TSR</u>	<u>CAGR</u>
<i>Acciona</i> .....	1,965	0,437
<i>Ferrovial</i> .....	1,226	0,306
<i>Sacyr Vallehermoso</i> .....	3,122	0,603
<i>Obrascón Huarte Lain</i> .....	2,955	0,581
<i>Fomento de Construcciones y Contratas</i> .....	0,835	0,415
<i>Actividades de Construcción y Servicios</i> .....	2,380	0,501

*Tabla 1: TSR y CAGR para el periodo 01/01/04 - 01/01/2007. Fuente: Elaboración propia a partir de las memorias anuales de las empresas estudiadas y las cotizaciones históricas de dichos grupos.*

Tal y como podemos apreciar en la tabla anterior, todas seis empresas tienen una Tasa de Crecimiento Anual Compuesto positiva durante el periodo previo al inicio de la

<sup>18</sup>Empresas que cotizan en la bolsa.

<sup>19</sup>  $TSR(t_0, t_n) = \frac{\text{Capitalización de mercado } (t_n) - \text{Capitalización de mercado } (t_0) + \sum_{i=t_0}^{t_n} \text{Beneficios distribuidos}_i}{\text{Capitalización de mercado } (t_0)}$

<sup>20</sup>  $CAGR(t_0, t_n) = \left[ \frac{\text{Capitalización de mercado } (t_n) - \text{Capitalización de mercado } (t_0) + \sum_{i=t_0}^{t_n} \text{Beneficios distribuidos}_i}{\text{Capitalización de mercado } (t_0)} \right]^{\frac{1}{t_n - t_0}} - 1$

crisis. Con lo cual, podemos concluir que todas las empresas seleccionadas en el apartado anterior satisfacen el criterio (3).

*Tercer filtro: criterios (4) y (5)*

Vamos a calcular de nuevo el *TSR* y el *CAGR* de los seis grupos constructores, ahora para el periodo 16/03/09 - 16/03/2013. Con ello, se quiere ver que empresas retomaron una tendencia alcista a partir del año 2009.

<u>Rentabilidad: 16/03/09 - 16/03/2013</u>		
	<u>TSR</u>	<u>CAGR</u>
<i>Acciona</i> .....	-0,093	-0,021
<i>Ferrovial</i> .....	3,132	0,426
<i>Sacyr Vallehermoso</i> .....	-0,601	-0,205
<i>Obrascón Huarte Lain</i> .....	3,333	0,443
<i>Fomento de Construcciones y Contratas</i> .....	-0,463	- 0,144
<i>Actividades de Construcción y Servicios</i> .....	0,009	0,002

*Tabla 2: TSR y CAGR para el periodo 16/03/09 - 16/03/2013. Fuente: Elaboración propia a partir de las memorias anuales de las empresas estudiadas y las cotizaciones históricas de dichos grupos.*

Se puede observar que el *CAGR* medio<sup>21</sup> del sector de la construcción es de 8,33 %. Como nos interesa estudiar únicamente los casos empresariales más drásticos (la empresa ha superado muy exitosamente la crisis o bien ha ido cada vez a peor), solo tendremos en cuenta para nuestro análisis aquellas empresas que hayan obtenido un *CAGR* superior o inferior al medio del sector en un 20 % o más.

Entre las empresas que cumplen con el criterio expuesto, se observa que tanto *Obrascón Huarte Lain* como *Ferrovial* han tenido una rentabilidad muy superior a la media del sector (casos de éxito empresarial) mientras que tanto *Sacyr Vallehermoso* como *Fomento de Construcciones y Contratas* han tenido una rentabilidad muy inferior en comparación a la media (casos de fracaso empresarial). Así pues, tanto *Obrascón Huarte Lain* como *Ferrovial* superan nuestro criterio (4), y podrán configurar los casos

---

<sup>21</sup> *CAGR* medio del sector aproximado como la media aritmética de los *CAGRs* de las seis empresas seleccionadas.

de estudio de nuestro trabajo. Además, ambos grupos han gozado desde el 2009 hasta hoy - año 2012 - de una rentabilidad creciente, cumpliendo así también el criterio (5).

Empresas que superan el tercer filtro: Obrascón Huarte Lain y Ferrovial.

*Cuarto filtro: criterio (2)*

Por último, se ha querido verificar el criterio (2), es decir, que la creciente rentabilidad que han experimentado tanto *OHL* como *Ferrovial* (desde el año 2009 hasta el 2012) no es debida a un crecimiento general del sector, sino a las estrategias empresariales internas de cada grupo. Para ello, se ha realizado un estudio paralelo del sector energético español. Nuestro objetivo ha sido determinar en qué grado las rentabilidades de las diferentes empresas de este sector difieren de la media. Por un lado, si se ve que las rentabilidades de las empresas energéticas siguen la misma tendencia que la rentabilidad media de su sector se podrá concluir que la elevada dispersión entre las rentabilidades de la industria de la construcción es debida a diferencias internas entre los grupos. Por otro lado, si se ve que las rentabilidades de las empresas energéticas divergen entre si ésto nos indicará que las diferentes rentabilidades entre los grupos constructores pueden ser aleatorias, no representando diferencias claras entre sus estrategias empresariales (las rentabilidades de las empresas del sector energético suelen moverse conjuntamente, pues venden un producto fuertemente regulado y que da poco margen a los grupos para diferenciarse de sus competidores. Ésto implica que si existen rentabilidades divergentes entre las empresas de esta industria puede deberse a la aleatoriedad e ineficiencia de los mercados financieros).

A continuación se ha calculado el *CAGR* de las seis empresas energéticas del *IBEX 35*:

	<u>TSR</u>	<u>CAGR</u>
<i>Red Eléctrica Corporación</i> .....	0,586	0,122
<i>Enagas</i> .....	0,770	0,154
<i>Endesa</i> .....	0,635	0,131
<i>Gas natural</i> .....	1,240	0,223



<i>Iberdrola</i> .....	0,087	0,021
<i>Repsol</i> .....	0,447	0,097

Tabla 3: TSR y CAGR para el periodo 16/03/09 - 16/03/2013. Fuente: *Elaboración propia a partir de las memorias anuales de las empresas estudiadas y las cotizaciones históricas de dichos grupos.*

En este caso, se aprecia que el CAGR medio del sector energético es de 12,46 % - ligeramente mayor al del sector de la construcción (8,33 %) -. No obstante, en este caso, las seis empresas seleccionadas gozan de una rentabilidad positiva durante el periodo 16/03/09 - 16/03/2013, pues el CAGR de todas ellas es mayor que 0. Además, podemos fijarnos que en este caso ninguna de las seis empresas tiene una rentabilidad superior o inferior a un 20 % respecto a la del sector.

Tal y como se puede apreciar en el gráfico inferior, ambos sectores siguen con cierta fidelidad el IBEX 35, el cual representa la coyuntura económica española es su globalidad. No obstante, para el sector de la construcción, a diferencia del sector energético, las rentabilidades de sus integrantes divergen mucho entre si implicando que existen unos pocos integrantes con resultados extraordinarios y fuera de lo común (*Obrascón Huarte Lain* y *Ferrovial*) y otros integrantes con unos resultados muy por debajo de la media (*Sacyr Vallehermoso* y *Fomento de Construcciones y Contratas*). Este hecho indica que existen diferencias importantes entre las estrategias empresariales seguidas por las distintas constructoras.

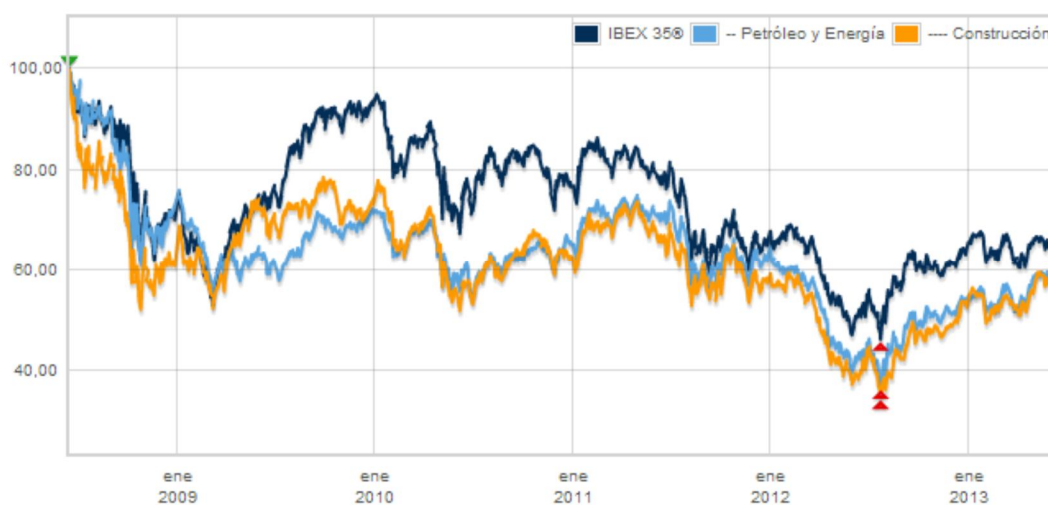


Figura 8: Cotización bursátil del IBEX 35 y de los sectores energético y constructor para el periodo 16/03/09 - 16/03/2013 en base 100. Fuente: *Bolsas y Mercados Españoles.*

Finalmente, después de analizar las empresas que cumplen los criterios de selección (1), (2), (3), (4) y (5), se concluye que los casos de éxito empresarial que van a integrar nuestro estudio son los siguientes:

CASOS ÉXITO EMPRESARIAL: *Obrascón Huarte Lain y Ferrovial*

**Proceso de selección para las empresas de comparación (casos de fracaso empresarial)**

En este apartado se ha seleccionado aquellas empresas constructoras que han reaccionado negativamente a la crisis económica y que no han sabido superar los problemas coyunturales de la economía. Nuestra finalidad será poder comparar las estrategias empresariales seguidas por estas empresas con las seguidas por *Obrascón Huarte Lain y Ferrovial* para descubrir así que han hecho distinto unas con respecto las otras.

Todas las empresas constructoras que hemos considerado para el estudio habían de tener las siguientes características:

- (1) Que sea una empresa bien establecida (debe existir desde hace más de 15 años y actualmente formar parte del índice *IBEX 35*).
- (2) La mala rentabilidad<sup>22</sup> de la empresa debe ser consecuencia de la estrategia empresarial que ha seguido y no únicamente de un evento que ha tenido lugar en toda la industria.
- (3) Que la rentabilidad de la empresa siguiese una tendencia alcista antes del inicio de la crisis (desde el año 2004 hasta el 2007).
- (4) Que la rentabilidad de la empresa haya seguido una tendencia bajista desde el inicio de la crisis – año 2007 - hasta ahora – año 2012 -.
- (5) En el inicio de la crisis – año 2007 - la empresa de comparación (caso de fracaso empresarial) había de tener unas dimensiones parecidas a su semejante (caso de éxito empresarial).

---

<sup>22</sup> El rendimiento empresarial se ha medido a partir del *TSR* (Retorno total del accionista) y el *CAGR* (Tasa de crecimiento anual compuesto).

- (6) Queremos que los *CAGR* de los pares de empresas a comparar sigan una trayectoria similar hasta el punto de inflexión – año 2009 - y que a partir de este momento sus trayectorias diverjan.

*Primer filtro: criterios (1), (2) y (3)*

Vemos como (1), (2) y (3) ya han sido estudiados en el apartado anterior, obteniéndose el siguiente grupo de empresas: *Obrascón Huarte Lain*, *Sacyr-Vallehermoso*, *Ferrovial*, *Fomento de Construcciones y Contratas*, *Acciona* y *Actividades de Construcción y Servicios*.

*Segundo filtro: criterio (4)*

Por otro lado, tenemos ahora que determinar cuáles de estas empresas cumplen con el criterio (4). Para ello, vamos a estudiar su *CAGR* y *TSR* durante el periodo 16/03/09 - 16/03/2013.

Rentabilidad: 16/03/09 - 16/03/2013

	<u>TSR</u>	<u>CAGR</u>
<i>Acciona</i> .....	-0,093	-0,021
<i>Ferrovial</i> .....	3,132	0,426
<i>Sacyr Vallehermoso</i> .....	-0,601	-0,205
<i>Obrascón Huarte Lain</i> .....	3,333	0,443
<i>Fomento de Construcciones y Contratas</i> .....	-0,463	- 0,144
<i>Actividades de Construcción y Servicios</i> .....	0,009	0,002

*Tabla 4: TSR y CAGR para el periodo 16/03/09 - 16/03/2013. Fuente: Elaboración propia a partir de las memorias anuales de las empresas estudiadas y las cotizaciones históricas de dichos grupos.*

Se puede observar que el *CAGR* medio<sup>23</sup> del sector de la construcción es de 8,33 %. Como nos interesa estudiar únicamente los casos empresariales más drásticos (la empresa ha superado muy exitosamente la crisis o bien ha ido cada vez a peor), solo tendremos en cuenta para nuestro análisis aquellas empresas que hayan obtenido un *CAGR* superior o inferior al medio del sector en un 20 % o más.

<sup>23</sup> *CAGR* medio del sector aproximado como la media aritmética de los *CAGR*s de las seis empresas seleccionadas.

Entre las empresas que cumplen con el criterio expuesto, se observa que tanto *Obrascón Huarte Lain* como *Ferrovial* han tenido una rentabilidad muy superior a la media del sector (casos de éxito empresarial) mientras que tanto *Sacyr Vallehermoso* como *Fomento de Construcciones y Contratas* han tenido una rentabilidad muy inferior en comparación a la media (casos de fracaso empresarial). Así pues, tanto *Fomento de Construcciones y Contratas* como *Sacyr Vallehermoso* superan nuestro criterio (4), y podrán configurar los casos de estudio de nuestro trabajo.

Empresas que superan el segundo filtro: *Sacyr Vallehermoso* y *Fomento de Construcciones y Contratas*.

*Tercer filtro: criterio (5)*

A continuación se ha estudiado si tanto los casos de éxito empresarial (*Obrascón Huarte Lain* y *Ferrovial*) como los de comparación (*Sacyr Vallehermoso* y *Fomento de Construcciones y Contratas*) eran empresas de tamaño similar al inicio de la crisis - año 2007 -. Para ello, se ha analizado la cifra de negocios<sup>24</sup> de cada una de ellas.

<u>Tamaño empresarial</u>	<u>Cifra de negocios en euros: 2007</u>
<i>Ferrovial</i> .....	14.630.000.000
<i>Sacyr Vallehermoso</i> .....	5.236.546.000
<i>Obrascón Huarte Lain</i> .....	3.764.419.000
<i>Fomento de Construcciones y Contratas</i> .....	13.423.189.000

*Tabla 5:* Cifra de negocios en euros a 31/12/2007. Fuente: *Cuenta de pérdidas y ganancias consolidada de los cuatro grupos (CNMV)*.

Para que se cumpla el criterio (5), se impone que la máxima variación de la cifra de negocios entre los pares de estudio sea de un 30 %. Los pares de empresas que

<sup>24</sup> Resultante obtenido como consecuencia de deducir del importe de las ventas de los productos y de las prestaciones de servicios u otros ingresos correspondientes a las actividades ordinarias de la empresa el importe de cualquier descuento, bonificaciones y demás producciones sobre las ventas, y el impuesto sobre el valor añadido, y otros impuestos directamente relacionados con las mismas que deban ser objeto de repercusión.

cumplen con ello son por un lado *Ferrovial- Fomento de Construcciones y Contratas* y por el otro *Obrascón Huarte Lain – Sacyr Vallehermoso*.

*Cuarto filtro: criterio (6)*

Por último, se ha estudiado el *CAGR* y el *TSR* de las cuatro empresas seleccionadas durante el periodo previo a la crisis (05/01/04 - 01/01/2007). Con ello, se quiere verificar que los integrantes de cada par de estudio gozasen de unas rentabilidades parecidas antes de la recesión, asegurando de este modo que los cambios estratégicos emprendidos por las empresas exitosas han surgido como una respuesta a la coyuntura actual. A continuación se muestran los *CAGR* para dicho periodo.

<u>Rentabilidad: 01/01/2004 – 01/01/2007</u>		
	<u>TSR</u>	<u>CAGR</u>
<i>Ferrovial</i> .....	1,226	0,306
<i>Sacyr Vallehermoso</i> .....	3,122	0,603
<i>Obrascón Huarte Lain</i> .....	2,955	0,581
<i>Fomento de Construcciones y Contratas</i> .....	0,835	0,415

*Tabla 6: TSR y CAGR para el periodo 05/01/04 - 01/01/2007. Fuente: Elaboración propia a partir de las memorias anuales de las empresas estudiadas y las cotizaciones históricas de dichos grupos.*

En este caso, imponemos de nuevo que la variación del *CAGR* entre los integrantes de cada par de estudio sea inferior al 30 %. Vemos como en ambos casos se satisface nuestro criterio (6), pues la diferencia entre los *CAGRs* de *Ferrovial* y de *Fomento de Construcciones y Contratas* es de 26,43 % y la existente entre *Obrascón Huarte Lain* y *Sacyr Vallehermoso* es de 3,64 %.

De este modo, después de haber analizado las empresas que cumplen los criterios de selección (1), (2), (3), (4), (5) y (6), se puede concluir que los casos de fracaso empresarial (empresas de comparación) que van a integrar nuestro estudio son los siguientes:

CASOS FRACASO EMPRESARIAL: *Sacyr Vallehermoso* y *Fomento de Construcciones y Contratas*.

Finalmente, se exponen los pares de estudio que van a integrar nuestro estudio:

PARES DE ESTUDIO COMPARATIVO:

- *Obrascón Huarte Lain - Sacyr Vallehermoso*
- *Ferrovial - Fomento de Construcciones y Contratas*

\* \* \* \* \*

PRESENTACIÓN DE LOS CASOS DE ESTUDIO

**Obrascón Huarte Lain (OHL)**

**Estructura general**

Aunque inicialmente era una empresa de construcción civil<sup>25</sup>, en el año 2002 *OHL* adoptó una nueva estrategia empresarial la cual sigue vigente en la actualidad. Esta se basa en tres pilares:

- (1) *Internacionalización*: desde el año 2002 *OHL* ha aumentado sus actividades fuera del territorio nacional<sup>26</sup>, especialmente en América Latina<sup>27</sup>. Sin embargo, mencionar que a lo largo del 2013 *OHL* vendió sus filiales *OHL Brasil* y *OHL Chile* a *Abertis*. Con esta operación el grupo pasó a poseer el 15,24 % del capital social de *Abertis*, reforzando su presencia en los mercados concesionales europeos.
- (2) *Diversificación*: mencionar que *OHL* solo ha querido entrar en actividades relacionadas con el sector de la construcción donde existan sinergias claras. Entre los subsectores en los que ha entrado destacamos el de las concesiones<sup>28</sup>.

<sup>25</sup> En el año 2000, el 80 % de la cifra de negocios del grupo aún correspondía a Obra Pública.

<sup>26</sup> En el año 2000, solo un 3,1 % de la cifra de negocios totales del grupo correspondía a actividades internacionales en comparación al 66,8 % correspondiente al 2012.

<sup>27</sup> En el año 2012, el 87 % de la cartera de negocios internacional del grupo correspondía a América Latina.

<sup>28</sup> Actualmente el 99 % de su cartera a largo plazo corresponde a este subsector.

(3) *Apostar por negocios recurrentes*: a diferencia de la mayoría de grupos constructores españoles, *OHL* no ha querido protegerse de la coyuntura económica creando un portafolio contra cíclico<sup>29</sup>, sino apostando por actividades recurrentes como son las concesiones. Tal ha sido la dimensión de su apuesta por dicho sector que actualmente constituye la principal fuente de sus beneficios<sup>30</sup>.

Actualmente, el grupo *OHL* se estructura en las siguientes cinco divisiones:

(1) *OHL Construcción*: Núcleo inicial de *OHL* que con el tiempo ha visto relegada su importancia por la división de *OHL Concesiones*. Su actividad principal es la ejecución de obras de ingeniería civil a nivel mundial y su estrategia pasa por la expansión a nuevos mercados.

(2) *OHL Concesiones*: Es la división más importante del grupo y su principal fuente de beneficios<sup>9</sup>. Se constituyó en el año 2000 dentro del marco de diversificación del grupo *OHL* y ha visto crecer su importancia año tras año. Ejecuta proyectos de Colaboración Pública - Privada de cuatro modalidades distintas: Autopistas, Ferrocarriles, Aeropuertos y Puertos.

(3) *OHL Servicios*: Nacida en el año 2007, sus actividades comprenden los servicios de inmuebles (*ej.* limpieza, mantenimiento, etc.) y los servicios de atención a personas (*ej.* Residencias de gente mayor, escuelas, etc.). El grupo ejerce dicha actividad a través de *INGESAN*.

(4) *OHL Desarrollos*: Nacida en el año 2001, sus actividades comprenden la promoción de complejos inmobiliarios y hoteleros de lujo<sup>31</sup>. La estrategia empresarial de esta división se basa en identificar zonas de elevado interés turístico o histórico donde desarrollar dichos complejos. Destacar que debido a las elevadas posiciones sociales de sus clientes, esta división no sufre de la ciclicidad característica del negocio Inmobiliario.

---

<sup>29</sup> Vemos como la mayoría de los grandes grupos entraron en el sector energético, telecomunicaciones, etc.

<sup>30</sup> En el año 2012 representaba el 71,13 % del *EBITDA*.

<sup>31</sup> Destacar el complejo Mayakoba situado en Riviera Maya (México).

(5) *OHL Industrial*: Su actividad consiste en la construcción de proyectos industriales, especialmente los denominados *Llave en Mano*<sup>32</sup>. Los principales sectores por los que trabaja son: *Oil&Gas*, industria petroquímica, energía, manejo de sólidos y protección de incendios.

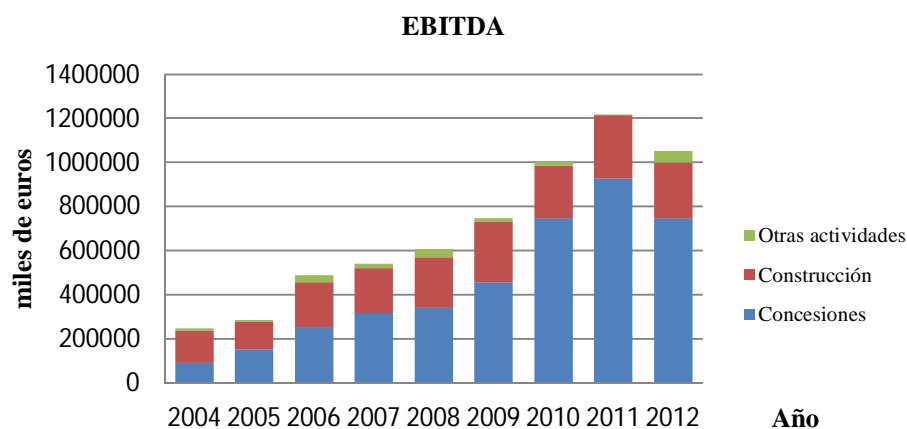


Figura 9: Evolución del EBITDA de OHL por segmentos. Fuente: *Elaboración propia* a partir de datos extraídos de las memorias anuales de OHL.

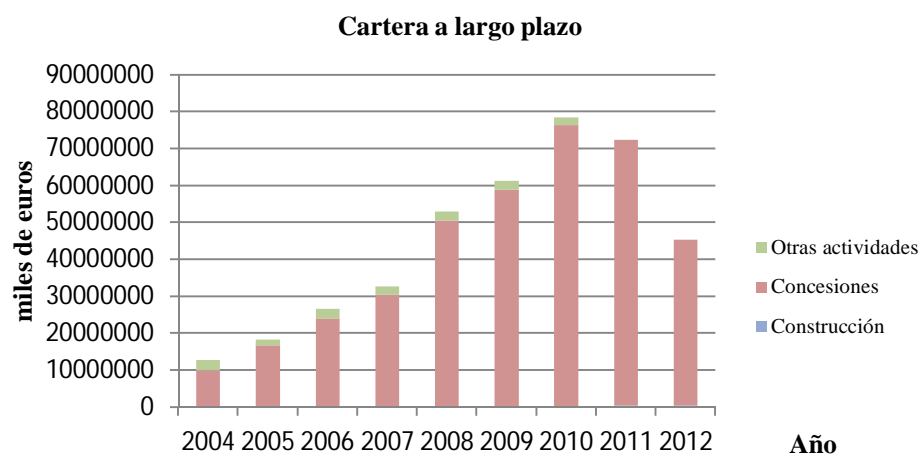


Figura 10: Evolución del EBITDA y de la cartera a largo plazo de OHL por segmentos. Fuente: *Elaboración propia* a partir de datos extraídos de las memorias anuales de OHL.

### Propiedad y alta dirección

El 60,03 % de los derechos de voto pertenecen a la familia Villar Mir. Destacar que Juan-Miguel Villar Mir ocupa tanto los puestos de Presidente del Consejo de Administración como del Comité de Dirección y que su hijo Juan Villar-Mir de Fuentes

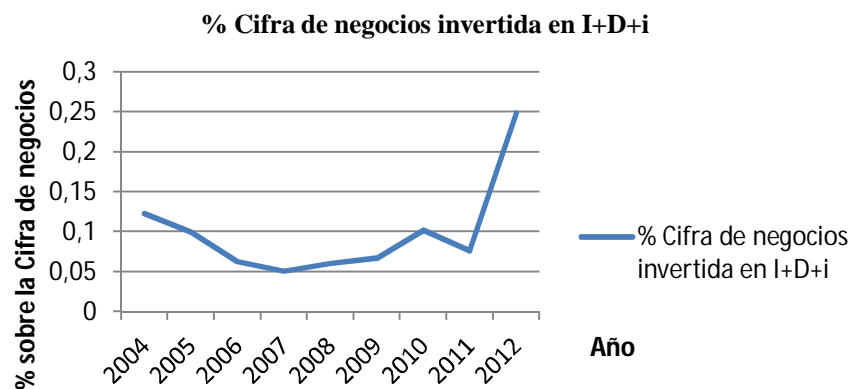
<sup>32</sup> Obras de ingeniería donde los ingenieros y los constructores son la misma entidad.



ocupa los puestos de Vicepresidente en ambos consejos. Por lo referente a otros accionistas mayoritarios cabe destacar las participaciones de *Deutsche Bank* (5,27 %), *Invesco Limited* (3,06 %) y *Natixis* (3,026 %).

### Política de I+D+i

Se caracteriza por ser uno de los grupos constructores españoles con una política de I+D+i más fuerte. Sus actividades en Investigación, Desarrollo e Innovación son gestionadas a través del *Comité de I+D+i*<sup>33</sup>, el cual implementa las líneas de actuación de los *Planes Directores*<sup>34</sup>. Estas líneas comprenden principalmente los sectores de: Ferrocarriles, Hospitales, Obras marítimas, Autopistas, Energía, Materiales y Tecnologías de la información. Además, *OHL* está presente en muchas otras entidades dedicadas a la investigación que no forman parte del grupo.



*Figura 11:* Evolución del presupuesto en I+D+i de *OHL* expresado como porcentaje de su cifra de negocios. Fuente: *Elaboración propia* a partir de los datos extraídos de las memorias anuales de *OHL*.

### Recursos Humanos

El grupo *OHL* se caracteriza por tener una política de recursos humanos bastante moderna, aunque vale la pena mencionar que aún le queda mucho camino por hacer. Sin embargo, tal y como se comentará a continuación el grupo está progresando rápidamente. Las principales dimensiones de su política de gestión de talento son:

<sup>33</sup> Órgano formado por la alta dirección en materia de I+D+i.

<sup>34</sup> Actualmente existe en vigor el *Plan Director OHL de I+D+i 2010-2015*. Mencionar que el primer plan fue el *Plan Marco de I+D+i* creado en el año 2000.

- (1) *Contratación*: El grupo pone mucha atención a la formación técnica de sus candidatos, pero también a su nivel de idiomas, voluntad de trabajar en el extranjero y si encajan o no con los valores del grupo.
- (2) *Formación*: El grupo ofrece una plataforma virtual con más de 1000 cursos para sus empleados así como la posibilidad de formarles en escuelas de negocios y seminarios. Además, mencionar que actualmente se están empezando a implantar los llamados *Planes de Desarrollo Individual*, a través de los cuales se busca el desarrollo individual del empleado mediante la ayuda de un *coacher*. El objetivo de dichos planes de desarrollo es poder dinamizar las políticas de promoción interna del grupo.
- (3) *Compensación*: Las compensaciones de *OHL* están estructuradas en tres elementos. En primer lugar, se encuentra la retribución normal, la cual comprende una parte fija y una parte variable. Con ello se quiere motivar al empleado hacia la consecución de objetivos. En segundo lugar, el grupo ofrece seguros de vida a sus trabajadores y por último les facilita condiciones especiales a la hora de comprar acciones. Mencionar además que el grupo emite con cierta frecuencia planes de opciones para los directivos con el objetivo de retenerlos y mantenerlos motivados.

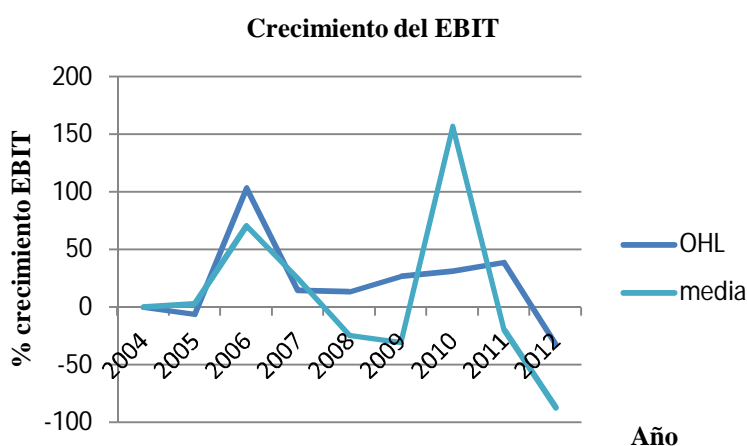
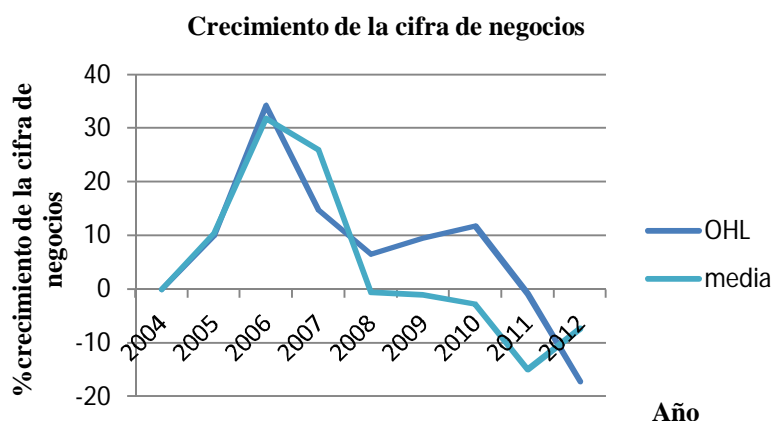
## **Principales magnitudes**

### *Cifra de negocios y EBIT*<sup>35</sup>

Observamos que *OHL* ha demostrado tener un crecimiento de la cifra de negocios y del *EBIT* mayor al de la media del sector en prácticamente todos los años de estudio. Esto se debe a su fuerte exposición a actividades recurrentes como son las concesiones. Además, se observa como ambas variables crecen todos los años a excepción del 2012. La caída de este último año se debe a las ventas de *OHL Brasil* y *OHL Chile*, las cuales constituían una gran parte de las concesiones activas del grupo (se han dejado de percibir los ingresos que derivaban de la explotación de dichas infraestructuras).

---

<sup>35</sup> Abreviación de *Earnings Before Interests and Taxes*. Este valor es una de las variables más útiles para conocer cuáles han sido los ingresos ordinarios del periodo.



*Figuras 12 y 13: Crecimiento de la cifra de negocios y el EBIT de OHL en comparación con la media del sector (ésta se ha calculado como la media aritmética de las cuatro empresas que configuran nuestro caso de estudio). Fuente: Elaboración propia a partir de datos extraídos de las memorias anuales.*

### *Flujos de caja*

*OHL* ha demostrado tener unos flujos de caja de actividades de explotación muy constantes a lo largo del tiempo. De nuevo, esto se debe a su elevada exposición a las actividades de *CPP*, las cuales dan ingresos recurrentes. Sin embargo, observamos un flujo de caja libre negativo prácticamente todos los años. En el caso de *OHL* esto se debe a su política de rotación de activos concesionales, la cual implica fuertes inversiones en nuevos proyectos y frecuentes enajenaciones de concesiones maduras<sup>36</sup>.

<sup>36</sup> Al inicio de la concesión se financia el proyecto mediante la emisión de deuda (entrada en el flujo de caja de financiación) y efectivo del grupo (salida en el flujo de caja de inversiones). Sin embargo, los ingresos (ventas y flujos de caja de operaciones) derivados de esta inversión no se van a percibir hasta que no se empiece a explotar la infraestructura. Esto causa una fuerte reducción del flujo de caja libre,

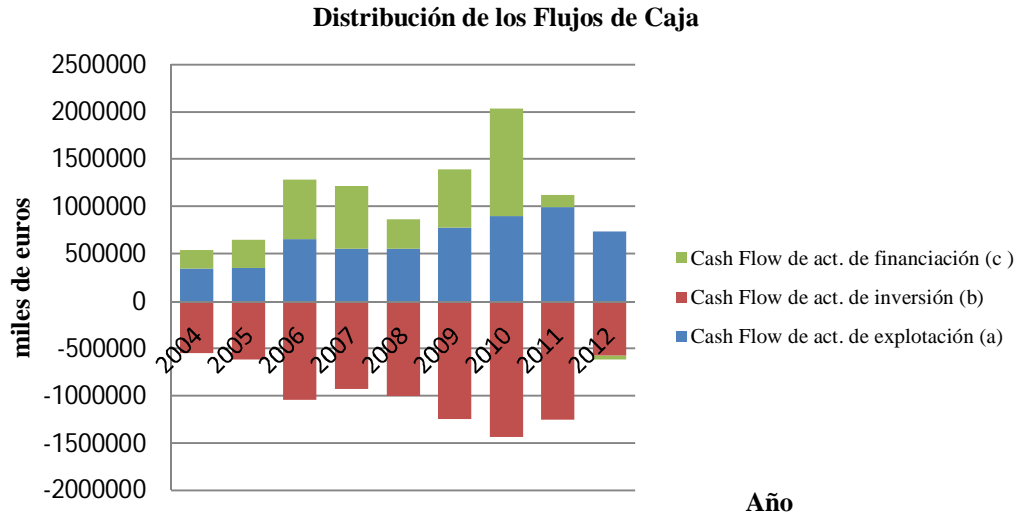


Figura 14: Evolución de los flujos de caja de OHL. Fuente: *Elaboración propia* a partir de datos extraídos de las memorias anuales.

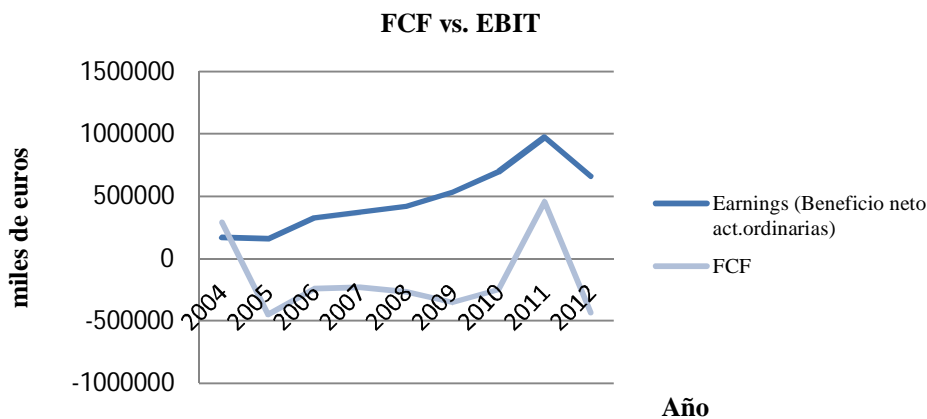


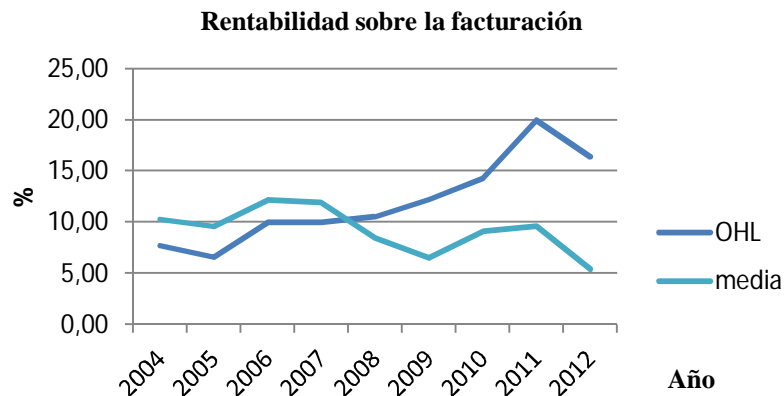
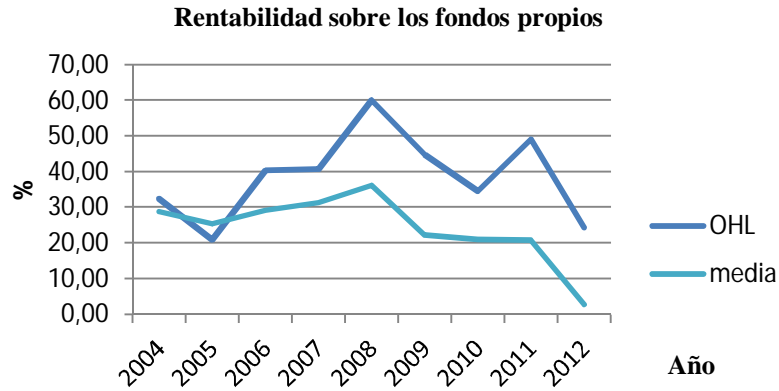
Figura 15: Evolución del flujo de caja libre y del EBIT de OHL. Fuente: *Elaboración propia* a partir de datos extraídos de las memorias anuales.

### Rentabilidad

Observamos que OHL es la empresa más rentable del sector. Además, desde el comienzo de la crisis se ha agudizado esta tendencia debido a la recurrencia de las actividades de OHL y su política de desinversiones en proyectos con menores márgenes.

---

pues por un lado no se contabilizan nuevos ingresos derivados de los nuevos proyectos en construcción y por el otro se están descontando las inversiones en bienes de capitales.



Figuras 16 y 17: Rentabilidad sobre los fondos propios ( $EBIT/\text{Patrimonio neto}$ ) y sobre la facturación ( $EBIT/\text{Cifra de negocios}$ ) de OHL y la media del sector. Fuente: *Elaboración propia* a partir de datos extraídos de las memorias anuales.

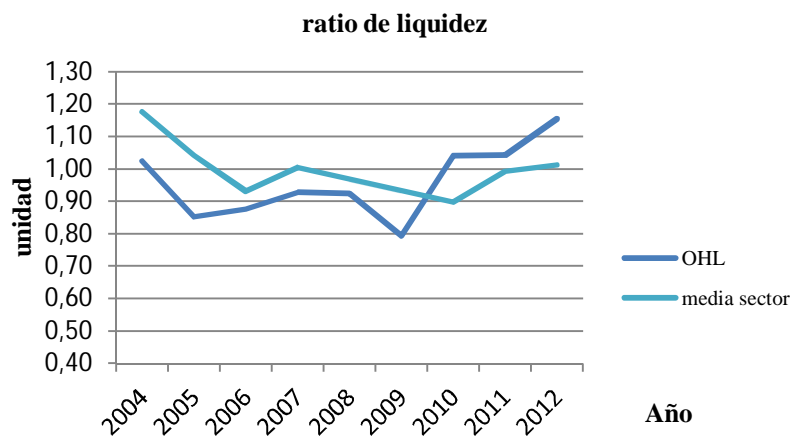
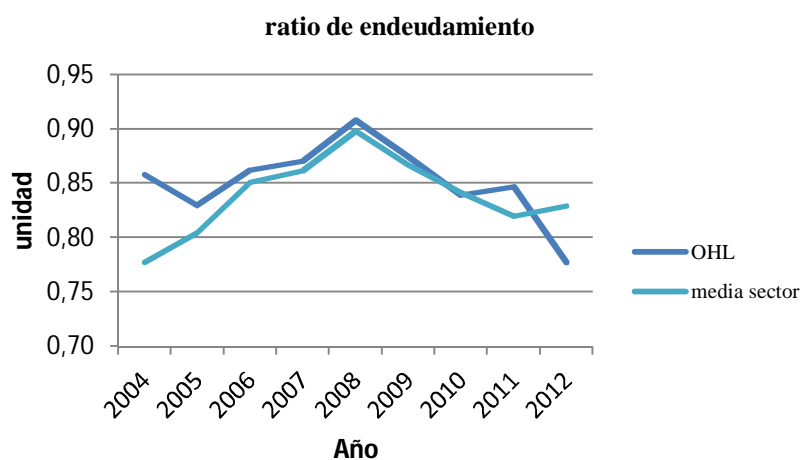
### *Ratios principales*

- **Ratios de deuda:** OHL se caracteriza por trabajar con un grado de apalancamiento muy elevado<sup>37</sup>. Esto se debe a que financia la construcción de sus proyectos concesionales mediante deuda para así maximizar los retornos. Normalmente, suele emitir deuda con un vencimiento igual al de la infraestructura que se financia<sup>38</sup>, pagando así los intereses que devengan a lo largo del tiempo con los ingresos derivados de explotar la concesión. Por lo que concierne al fondo de maniobra, vemos que este ha sido negativo durante casi los años. Sin

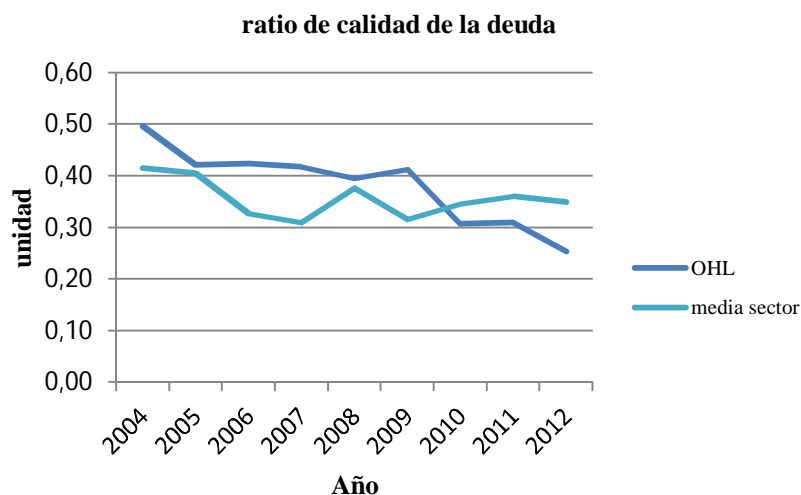
<sup>37</sup> El ratio de endeudamiento se mueve entre 77 % y 91 %.

<sup>38</sup> Vemos a partir del ratio de calidad de la deuda que la mayoría del pasivo es no corriente. Además, se aprecia una tendencia a reducir dicho ratio, pues cada vez las concesiones ocupan un mayor espacio entre las actividades del grupo.

embargo, en el caso de *OHL* esto no supone un problema, pues el grupo liquida los intereses que devengan sus deudas corrientes a través de los ingresos que proporcionan sus activos concesionales no corrientes<sup>39</sup>.

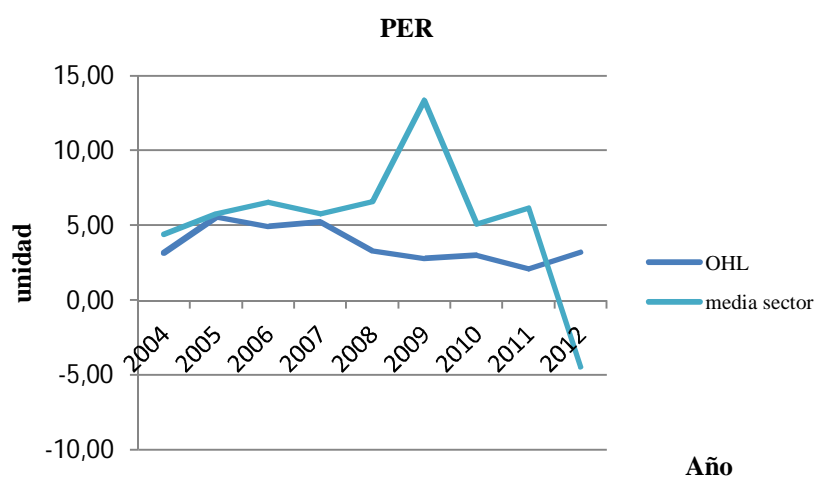


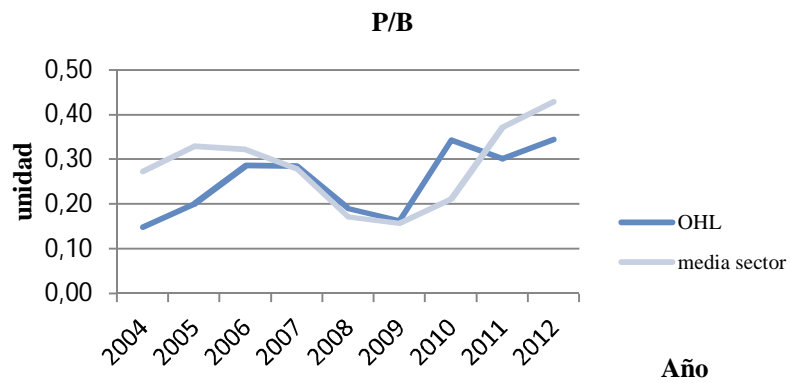
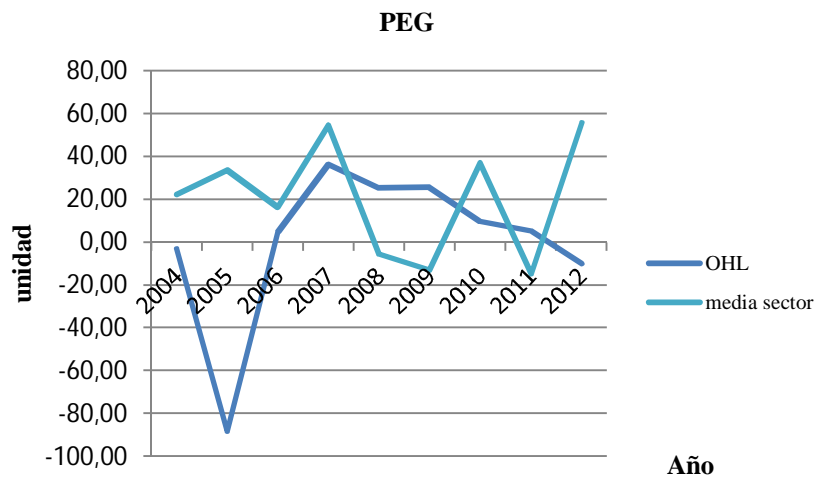
<sup>39</sup> Tal y como se ha comentado anteriormente, *OHL* financia sus proyectos mediante la emisión de deuda con vencimientos iguales a los periodos de la explotación. De este modo, el grupo paga los intereses que devengan con los ingresos derivados de la explotación de la infraestructura.



Figuras 18, 19 y 20: Ratio de endeudamiento (*pasivo/activo*), ratio de liquidez (*activo corriente/pasivo corriente*) y ratio de calidad de la deuda (*pasivo corriente/pasivo*) de *OHL* y de la media del sector. Fuente: *Elaboración propia* a partir de datos extraídos de las memorias anuales.

- **Ratios bursátiles:** Comprobamos que *OHL* ha mantenido un *PER* muy constante durante el periodo de estudio. Si lo comparamos con el medio del sector, nos damos cuenta que este es mucho menor y que viene cayendo desde el inicio de la crisis. Esto se debe a la fuga de inversiones que ha sufrido el sector de la construcción español. Además, al tener *OHL* un *PEG* muy bajo implica que podría adquirirse una participación en la compañía por un precio irrisorio.





Figuras 21, 22 y 23: Ratio Price to Earnings (Capitalización bursátil/EBIT), ratio Price Earnings to Growth (capitalización bursátil/EBIT\*crecimiento del EBIT) y ratio Price to book value (capitalización bursátil/Activo total-Activo intangible) de OHL y de la media del sector. Fuente: *Elaboración propia* a partir de datos extraídos de las memorias anuales y los datos extraídos de Morningstar.

- Ratios operacionales: Se observa que el margen bruto de beneficio de OHL es muy superior al del sector y que además viene aumentando año tras año. Esto se debe a que la cifra de negocios del grupo ha crecido más rápido que de los gastos totales.



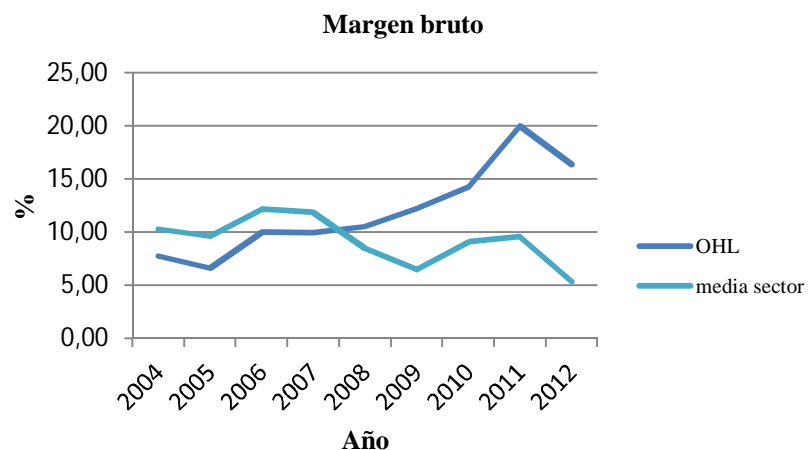
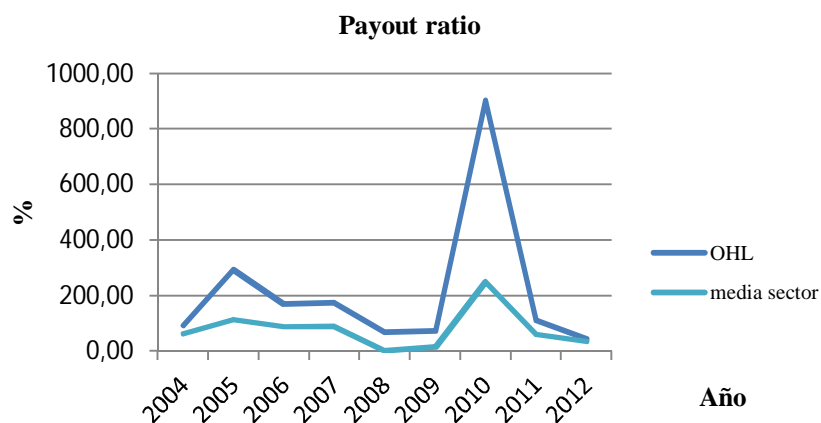
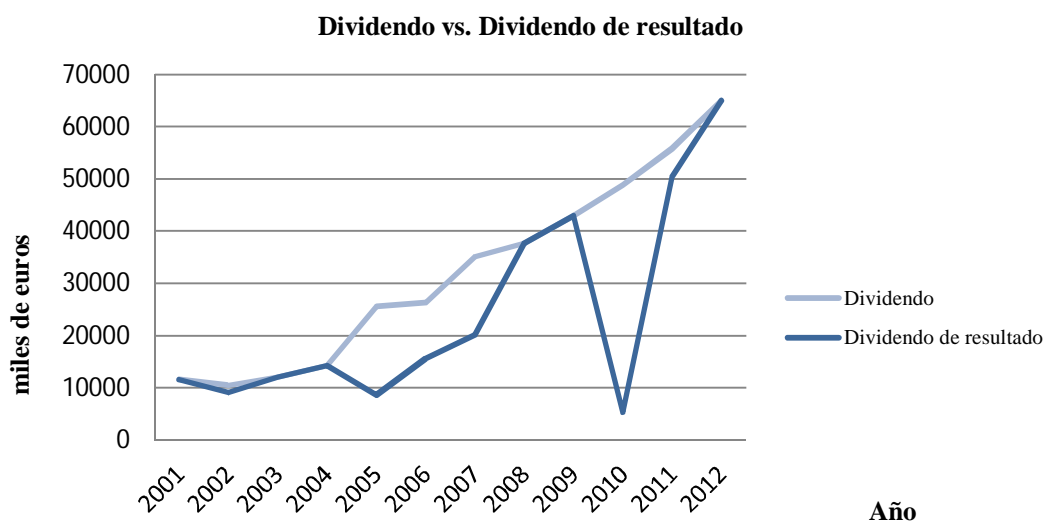


Figura 24: Margen bruto (*EBIT*/Cifra de negocios) de *OHL* y de la media del sector.  
Fuente: *Elaboración propia* a partir de datos extraídos de las memorias anuales.

### Distribución de resultados

Observamos que *OHL* no ha sido solamente capaz de repartir dividendos durante todo el periodo, sino que se observa además una tendencia alcista de este importe. Mencionar también que el *payout ratio* de *OHL* es el mayor del sector, lo que demuestra la capacidad que tiene el grupo de operar de forma rentable tanto para el accionista como internamente.





Figuras 25 y 26: Payout ratio (Dividendo/Beneficio por acción) y dividendos pagados de OHL. Fuente: *Elaboración propia* a partir de datos extraídos de las memorias anuales.

## Sacyr Vallehermoso<sup>40</sup>

### Estructura general

El grupo nace en el año 2003 de la fusión entre *Sacyr* y *Vallehermoso*. Por un lado, *Sacyr* se dedicaba a la construcción de Obra pública, y por el otro *Vallehermoso* a la actividad inmobiliaria<sup>41</sup>. Sin embargo, debido a la crisis inmobiliaria actual *Sacyr* se ha visto obligada a poner a la venta *Vallehermoso* por el precio simbólico de 1 euro<sup>42</sup>. Las divisiones que integraban el grupo al final de nuestro periodo de estudio<sup>43</sup> eran las siguientes:

(1) *Sacyr Concesiones*: Aunque inicialmente era la segunda división más importante del grupo<sup>44</sup>, con la venta de *Itinere*<sup>45</sup> en 2009 la división pasó a convertirse en la más pequeña<sup>46</sup>. Desde entonces, el grupo ha intentado

<sup>40</sup> Actualmente *Sacyr*.

<sup>41</sup> Aun siendo la división inmobiliaria la principal, *Vallehermoso* estaba también presente en el subsector de los servicios a través de su filial *Valoriza*.

<sup>42</sup> Se está negociando con los bancos que emitieron la deuda de *Vallehermoso* el canjear deuda por activos inmobiliarios con el fin de liquidar la división de forma ordenada.

<sup>43</sup> 31.12.2012

<sup>44</sup> En el año 2004 representaba el 25 % de *EBIT*.

<sup>45</sup> Filial creada en 1996 por *Sacyr* a través de la cual el grupo operaba en el negocio de las concesiones. Este decidió vendérsela a *Citi Infrastructure Partners* en el año 2009 para poder hacer frente a la deuda del grupo que vencía el mismo ejercicio.

<sup>46</sup> En el año 2009 representaba el 6,9 % del *EBIT*.

reactivar sus actividades concesionales y actualmente posee 34 concesiones en seis países diferentes.

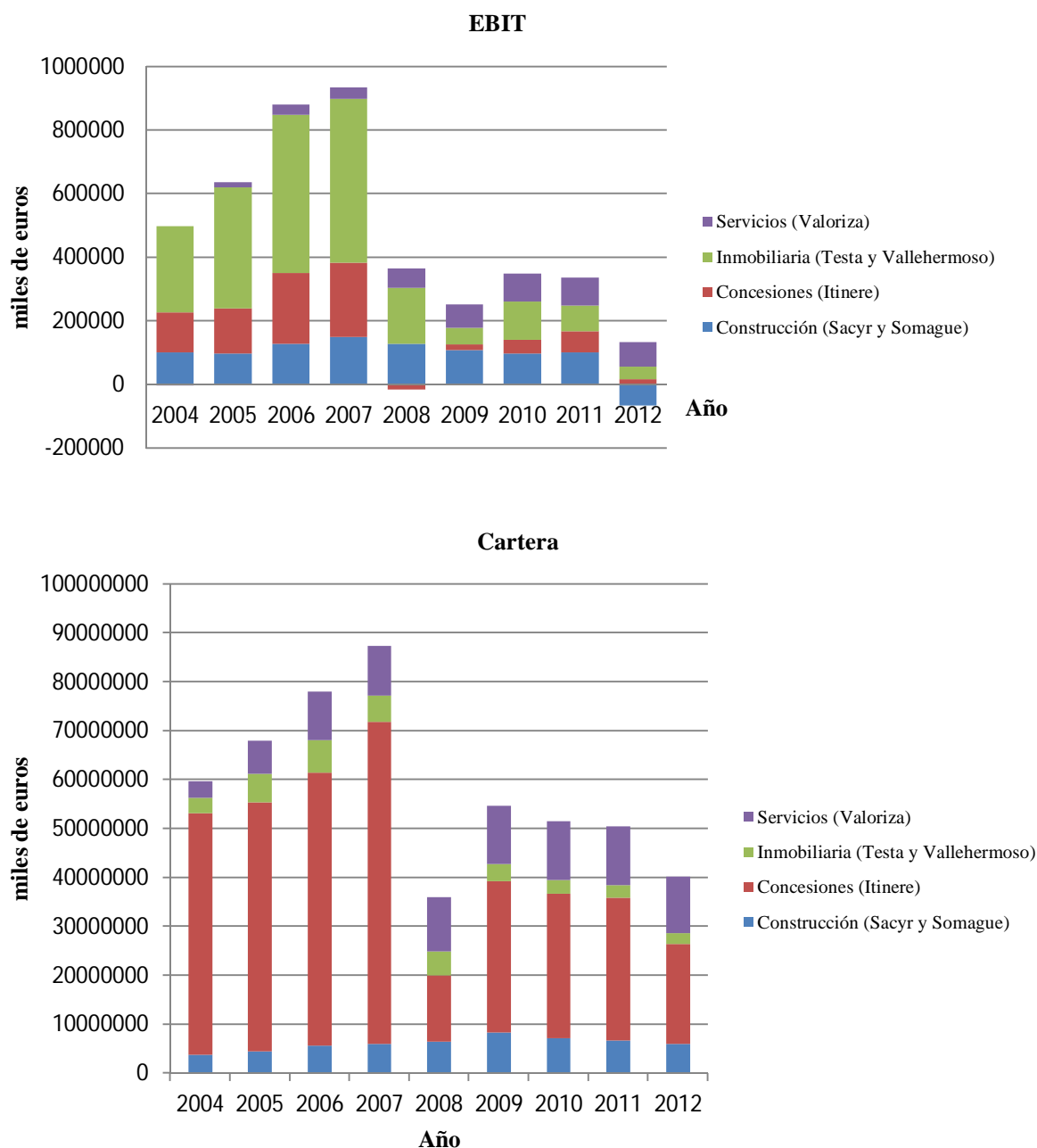
- (2) *Sacyr Construcción*: El grupo opera en el sector de la Obra civil a través de *Sacyr* y *Somague*<sup>47</sup>. Esta división es la más importante del grupo<sup>48</sup> y constituye el núcleo central alrededor del cual se buscan sinergias con las demás actividades.
- (3) *Promoción inmobiliaria*: Tal y como se ha comentado anteriormente, esta división formada por *Vallehermoso* se encuentra clasificada como un activo para la venta. Mencionar que es la división que más ha sufrido las consecuencias de la actual recesión económica, arrastrando con ella a todo el grupo. Sin embargo, en el periodo anterior a la crisis fue la división más dinámica, llegando a representar el 60 % del *EBIT*<sup>49</sup>.
- (4) *Actividad patrimonialista*: El grupo opera en esta división a través de su filial *Testa*, la cual se dedica al arrendamiento de inmuebles. A diferencia del subsector inmobiliario, el alquiler de inmuebles representa una actividad mucho más recurrente, pues los contratos de arrendamiento suelen ser a largo plazo.
- (5) *Servicios*: Se actúa en cuatro áreas principales: medioambiente (*ej.* residuos, servicios municipales, etc.), multiservicios (*ej.* mantenimiento de infraestructuras, servicios sociosanitarios, etc.), agua (*ej.* potabilización, desalación, etc.) e industria (*ej.* plantas de energía, etc.). El grupo opera en esta división a través de su filial *Valoriza*.

---

<sup>47</sup> En el año 2003 se adquirió *Somague*, el principal grupo constructor portugués.

<sup>48</sup> En el año 2012 representaba el 52 % de la cifra de negocios.

<sup>49</sup> Año 2005.



*Figuras 27 y 28: Evolución del EBIT y de la cartera a largo plazo de Sacyr Vallehermoso por segmentos. Fuente: Elaboración propia a partir de datos extraídos de las memorias anuales de Sacyr Vallehermoso.*

La estrategia empresarial de Sacyr se basa en la diversificación e internacionalización de sus actividades. Concretamente, se dedican a sobre diversificar su portafolio<sup>50</sup> con el objetivo de potenciar una u otra división según la fase en la que se encuentre la economía. Sin embargo, esta visión cortoplacista y reaccionaria vemos que

<sup>50</sup> Su historial de fusiones y adquisiciones se caracteriza por una elevada rotación de activos.

les ha hecho perder el rumbo, pues han adoptado posiciones cada vez más especuladoras<sup>51</sup> en actividades que escapan su círculo de competencias.

### **Propiedad y alta dirección**

A diferencia de lo que ocurre en los demás grupos constructores españoles, *Sacyr* no pertenece mayoritariamente a una familia o persona<sup>52</sup>. Las máximas participaciones son el 13,01 % que desempeña *Disa Corporación Petrolífera*, el 8,56 % de *Novagalicia Banco*, el 6,09 % de *Manuel Manrique Cecilia*, el 5,81 % de *José Manuel Loureda Mantiñán*, el 5,13 % del *Grupo Empresarial Fuertes*, el 4,90 % de *Juan Abelló Gallo*, el 2,88 de *Juan Miguel Sanjuan Jover* y el 2,04 % de *Unicaja*. El consejo de administración está formado por trece miembros, entre los que destacamos a *Manuel Manrique Cecilia*, como Presidente y a *José Manuel Loureda Mantiñán* y *Juan Miguel Sanjuan Jover* por tener participaciones significativas en el capital social.

### **Recursos Humanos**

*Sacyr Vallehermoso* es el grupo con la política de *RH* más pobre, sobre todo en el ámbito de formación.

(1) *Contratación*: En este sentido, el grupo está a la altura de los demás, pues al igual que ellos ponen atención en la formación técnica de sus candidatos, a su nivel de idiomas, a su voluntad de trabajar en el extranjero y a si encajan o no con los valores del grupo<sup>53</sup>.

(2) *Formación*: En este aspecto existe una diferencia bastante importante entre las políticas del grupo y las de los demás casos de estudio, pues *Sacyr* ofrece mucha menos cantidad y variedad de formación a sus empleados. Esta se limita prácticamente a materias técnicas y prevención de riesgos laborales.

### **Principales magnitudes**

---

<sup>51</sup> Destacar la adquisición del 20 % de *Repsol* o la entrada en el negocio de las *telecom*.

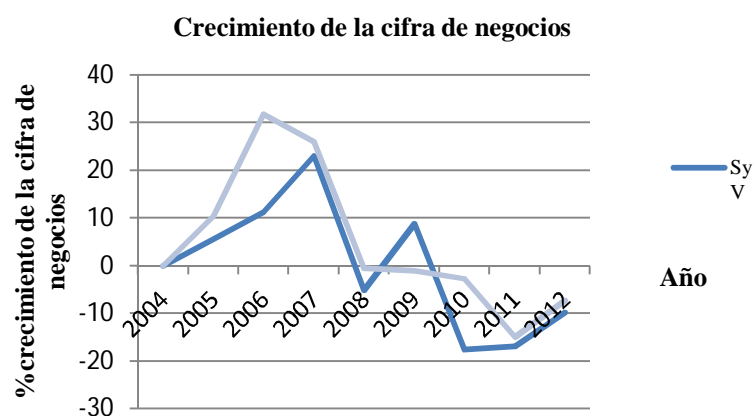
<sup>52</sup> El 60,03 % de *OHL* pertenece a la familia Villar Mir, el 53,96 % de *FCC* a Esther Koplowitz y el 43,71 % de *Ferrovial* a la familia del Pino.

<sup>53</sup> Los valores que buscan en sus candidatos son: dinámico, comprometido, sociable, trabajo en equipo, motivado, iniciativa, emprendedor y espíritu joven.

### Cifra de negocios y EBIT<sup>54</sup>

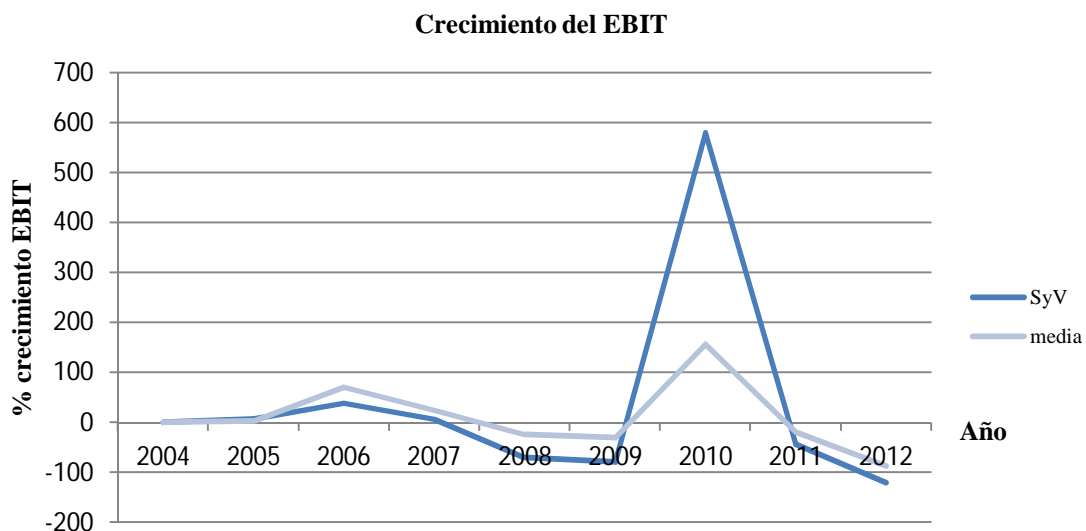
Se observa que desde el inicio de la crisis tanto la cifra de negocios como el *EBIT* han sufrido una caída más acusada que la media del sector. Esto se debe principalmente a la mayor exposición que tenía el grupo al sector inmobiliario. Por el contrario, vemos que la división más rentable ha sido la de servicios, la cual ha visto crecer tanto su cifra de negocios como su *EBIT*. Esto se debe a que la mayoría de actividades de servicios funcionan mediante concesiones, garantizando ingresos recurrentes a largo plazo.

Por lo que se refiere a la distribución geográfica de las actividades, apreciamos que *Sacyr* es el grupo menos internacionalizado de todos los estudiados. Además, como al inicio de la crisis estaba muy expuesto al mercado portugués<sup>55</sup>, su portafolio de proyectos internacionales no le sirvió para paliar los efectos de la recesión del mercado nacional. Mencionar que a lo largo del periodo estudiado, *Sacyr* no ha aumentado significativamente el porcentaje correspondiente a la cifra de negocios internacionales, si bien ha sabido diversificar sus actividades internacionales en nuevos mercados.

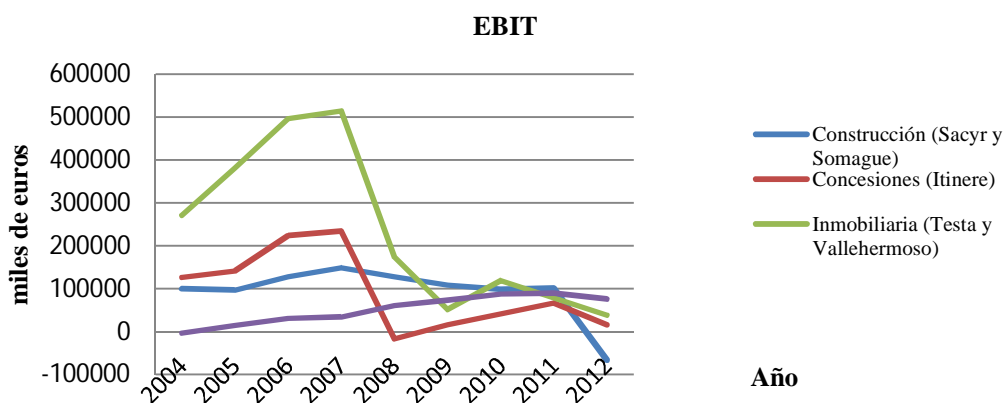
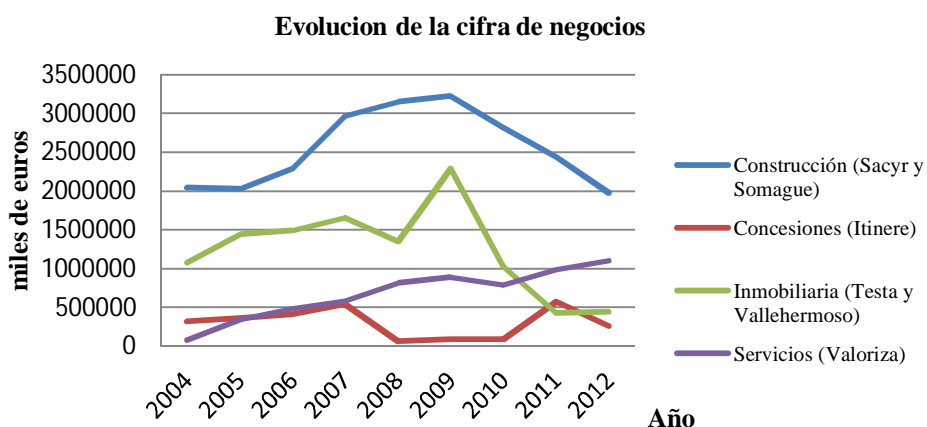


<sup>54</sup> Abreviación de *Earnings Before Interests and Taxes*. Este valor es una de las variables más útiles para conocer cuáles han sido los ingresos ordinarios del periodo.

<sup>55</sup> 75 % de la cifra de negocios internacional.

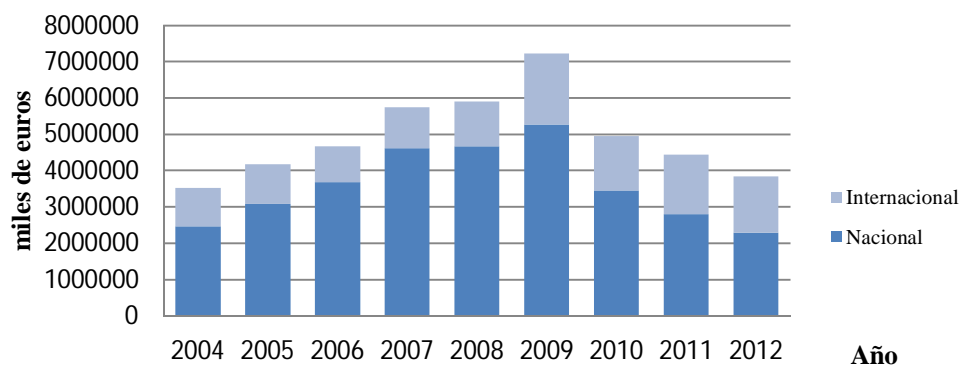


Figuras 29 y 30: Crecimiento de la cifra de negocios y el EBIT de Sacyr Vallehermoso en comparación con la media del sector (se ha calculado como la media aritmética de las cuatro empresas que configuran nuestro caso de estudio). Fuente: *Elaboración propia* a partir de datos extraídos de las memorias anuales.

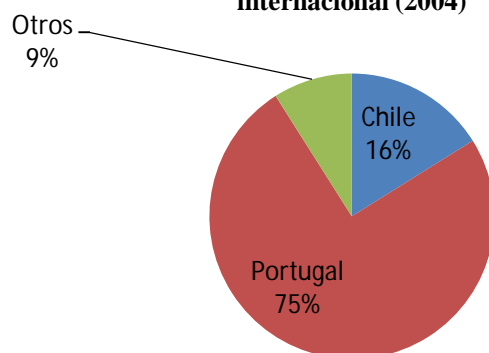


Figuras 31 y 32: Cifra de negocios y EBIT de Sacyr Vallehermoso por segmentos. Fuente: *Elaboración propia* a partir de datos extraídos de las memorias anuales.

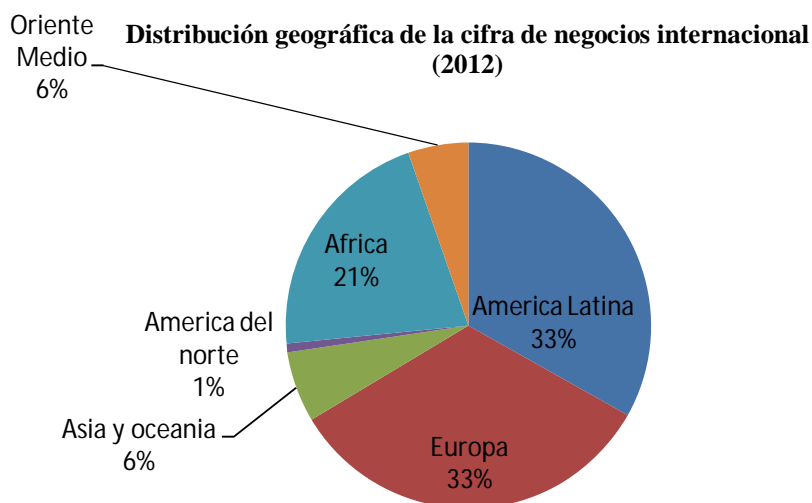
### Evolución geográfica de la cifra de negocios



### Distribución geográfica de la cifra de negocios internacional (2004)



### Distribución geográfica de la cifra de negocios internacional (2012)



Figuras 33, 34 y 35: Distribución geográfica de la cifra de negocios y EBIT de Sacyr Vallehermoso. Fuente: *Elaboración propia* a partir de datos extraídos de las memorias anuales.

### Flujos de caja

Observamos que Sacyr es un pobre generador de flujos de caja de actividades de explotación. Esto es una señal de alarma, pues quiere decir que el



grupo no es capaz de generar un flujo positivo a partir de sus actividades ordinarias, teniendo que generarlo a partir de actividades de inversión<sup>56</sup> y comprometiendo la competitividad del grupo a largo plazo.

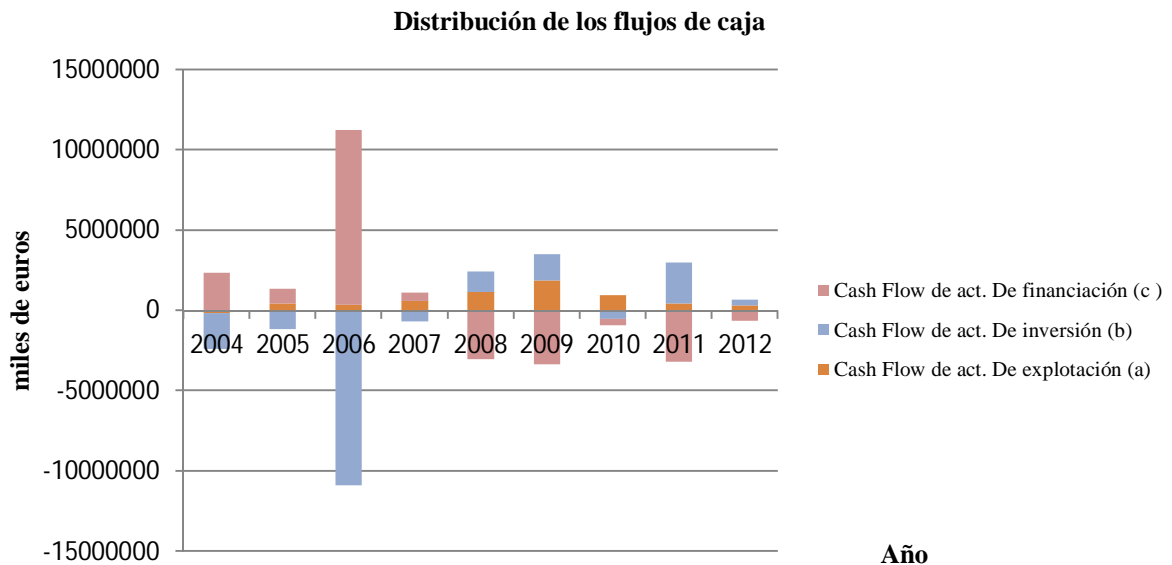


Figura 36: Evolución de los flujos de caja de Sacyr Vallehermoso. Fuente: *Elaboración propia* a partir de datos extraídos de las memorias anuales.

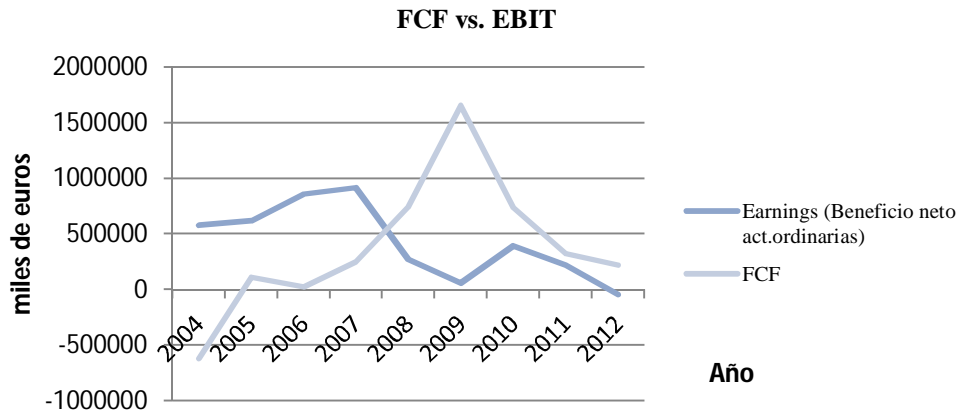


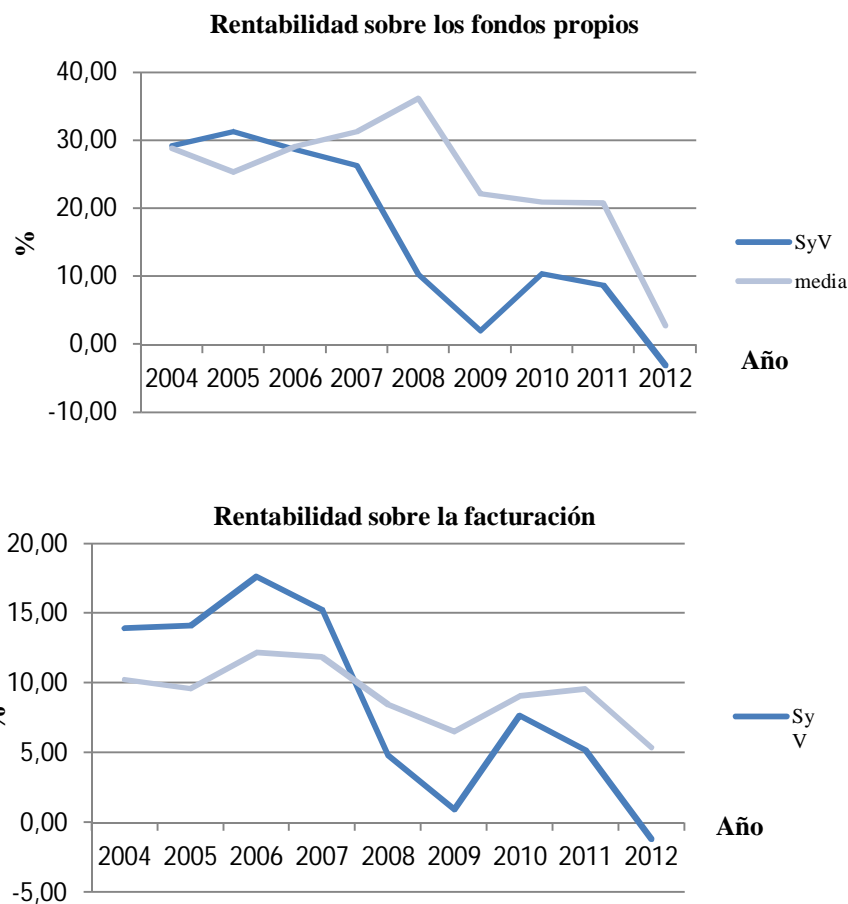
Figura 37: Evolución del flujo de caja libre y el EBIT de Sacyr Vallehermoso. Fuente: *Elaboración propia* a partir de datos extraídos de las memorias anuales.

### Rentabilidad

Vemos que antes de la crisis Sacyr Vallehermoso gozaba de una rentabilidad mucho mayor que la media del sector ya que se benefició de los

<sup>56</sup> Principalmente vende activos que tiene.

efectos del auge inmobiliario. Sin embargo, con el comienzo de la recesión económica *Sacyr* sufre una caída de su rentabilidad también mayor que la media, debida de nuevo a su elevada exposición al sector patrimonialista<sup>57</sup>.



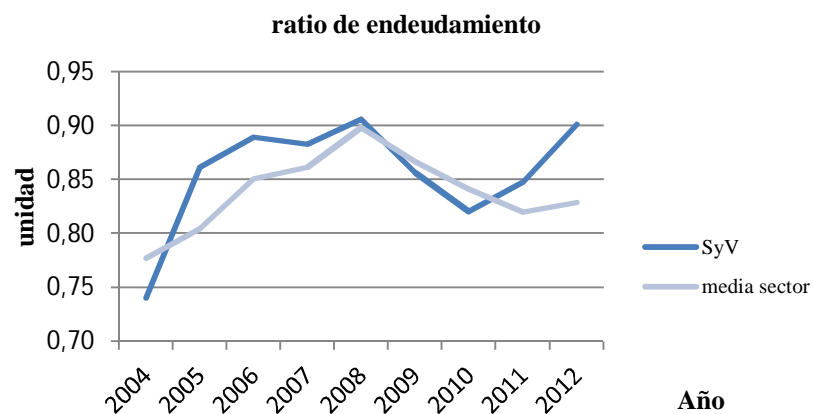
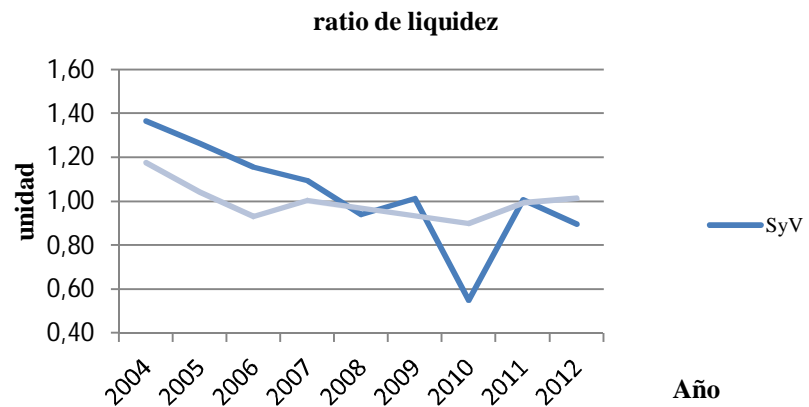
Figuras 38 y 39: Rentabilidad sobre los fondos propios (*EBIT/Patrimonio neto*) y sobre la facturación (*EBIT/Cifra de negocios*) de *Sacyr* y la media del sector. Fuente: *Elaboración propia* a partir de datos extraídos de las memorias anuales.

### *Ratios principales*

- ***Ratios de deuda:*** *Sacyr* no ha sabido gestionar correctamente su nivel de deuda, hecho que le ha traído problemas en el momento de liquidarla. Su elevado nivel de apalancamiento al empezar la crisis junto con la imposibilidad de generar ingresos de su división inmobiliaria a partir del año 2008 causaron que el grupo no pudiese asumir los vencimientos de sus pasivos, hecho por el cual tuvo que empezar a venderse los activos

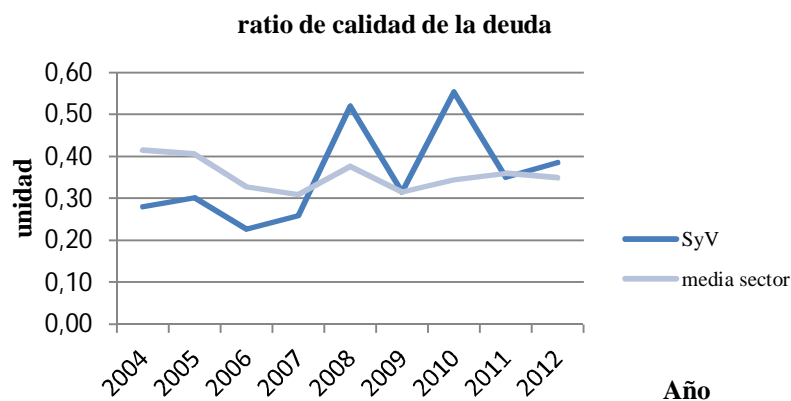
<sup>57</sup> La actividad inmobiliaria fue la que gozó de un mayor crecimiento durante los años de expansión económica, pero al mismo tiempo es una de las que más ha sufrido las consecuencias de la actual recesión.

que poseía<sup>58</sup>. Actualmente, el grupo ha finalizado exitosamente una nueva ronda de financiación, la cual será de ayuda a la hora de estimular nuevos proyectos. Además, se ha creado un *ring-fence*<sup>59</sup> para la deuda de la división inmobiliaria con el objetivo de que en caso de impago, esto no afectase a la operativa del resto del grupo.



<sup>58</sup> En el año 2009 se vendió su división de concesiones *Itinere* y su participación en la constructora francesa Somague para poder hacer frente a sus pasivos corrientes.

<sup>59</sup> El *ringfencing* consiste en atar una serie de activos o pasivos a una parte de la compañía, de tal manera que su posible evolución no afecte al global.

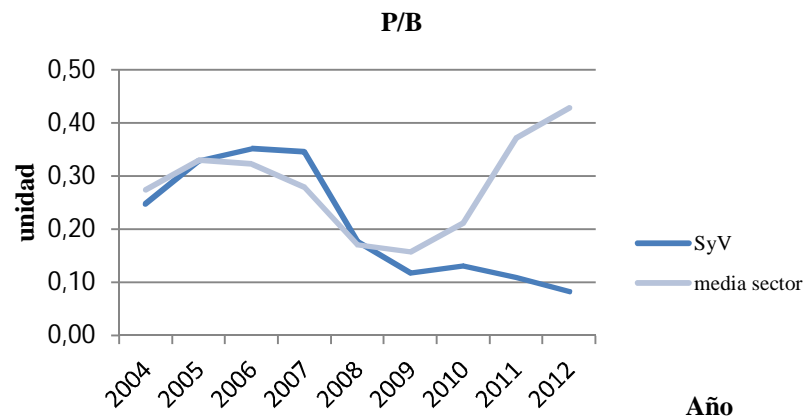
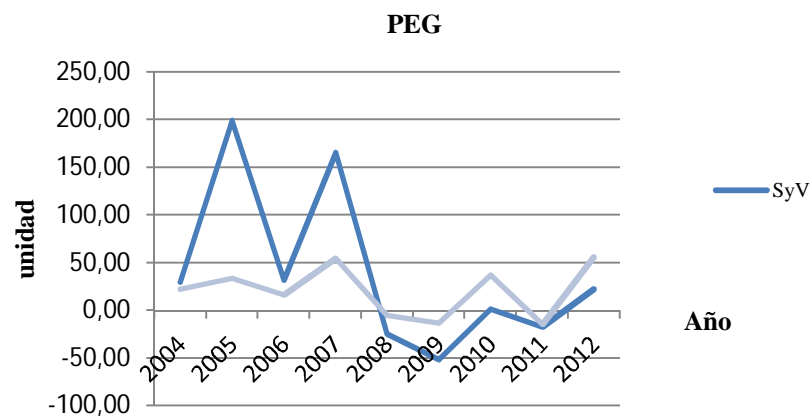
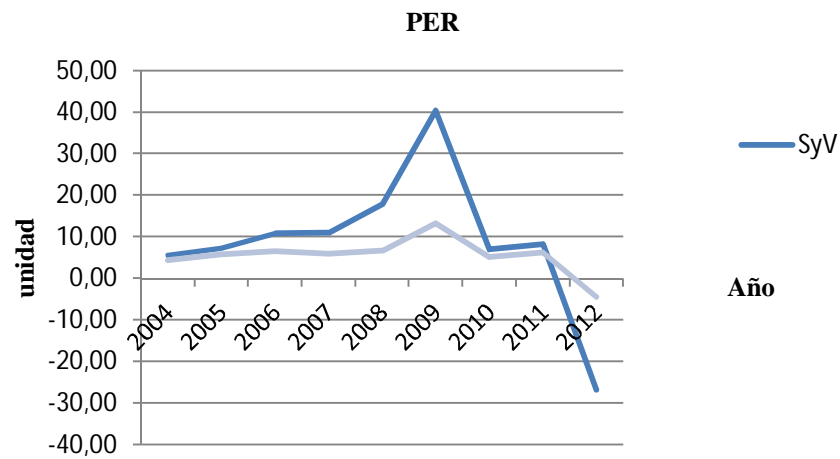


Figuras 40, 41 y 42: Ratio de endeudamiento (pasivo/activo), ratio de liquidez (activo corriente/pasivo corriente) y ratio de calidad de la deuda (pasivo corriente/pasivo) de SyV y de la media del sector. Fuente: *Elaboración propia* a partir de datos extraídos de las memorias anuales.

- **Ratios bursátiles:** Observamos que durante el boom inmobiliario *Sacyr* había llegado a unos *PER* astronómicos, lo que implica que su cotización estaba muy sobrevalorada. A causa de ello, una vez petó la burbuja inmobiliaria su cotización empezó a caer en picado. Además, el descenso del *PER* ha sido mucho mayor que el del *PEG*, pues los beneficios no han crecido durante los últimos ejercicios. Por lo que se refiere al ratio *P/B* vemos que *Sacyr* mantiene unos niveles muy por debajo a los del sector, lo que implica que se pagaría muy poco por adquirir los activos de la compañía. Esta situación ha atraído últimamente a algunos *vulture funds*<sup>60</sup>, los cuales quieren adquirir la actual *Vallehermoso* para precipitarla a la quiebra y liquidar sus activos inmobiliarios<sup>61</sup>.

<sup>60</sup> Los fondos *buitre* se dedican a invertir en entidades que se consideran débiles o cercanas a la quiebra con el objetivo de vender los activos que poseen y sacar un beneficio de ello.

<sup>61</sup> Sin embargo, *Sacyr* se ha mostrado algo reacio, pues la mayoría de la deuda de *Vallehermoso* la han emitido las mismas entidades financieras a las que *Sacyr* va a acudir en un futuro. Vemos que si *Vallehermoso* declarase una suspensión de pagos esto podría suponer una pérdida de confianza del sector financiero en el grupo.



Figuras 43, 44 y 45: Ratio Price to Earnings (Capitalización bursátil/EBIT), ratio Price Earnings to Growth (Capitalización bursátil/EBIT\*crecimiento del EBIT) y ratio Price to book value (Capitalización bursátil/Activo total-Activo intangible) de Sacyr Vallehermoso y de la media del sector. Fuente: *Elaboración propia* a partir de datos extraídos de las memorias anuales y los datos extraídos de *Morningstar*.

- Ratios operacionales: De nuevo vemos que antes de la crisis, Sacyr gozaba de unos márgenes de beneficio mucho mayores a la media, pues

la actividad inmobiliaria se caracteriza por tener unos retornos mayores a los de la Obra civil (cuando no hay crisis). Sin embargo, al empezar la recesión esta tendencia se invierte y los márgenes de *Sacyr* caen hasta devenir negativos. Es por esta razón que el grupo tuvo problemas en el momento de liquidar su deuda, pues no generaba beneficios de sus actividades ordinarias.

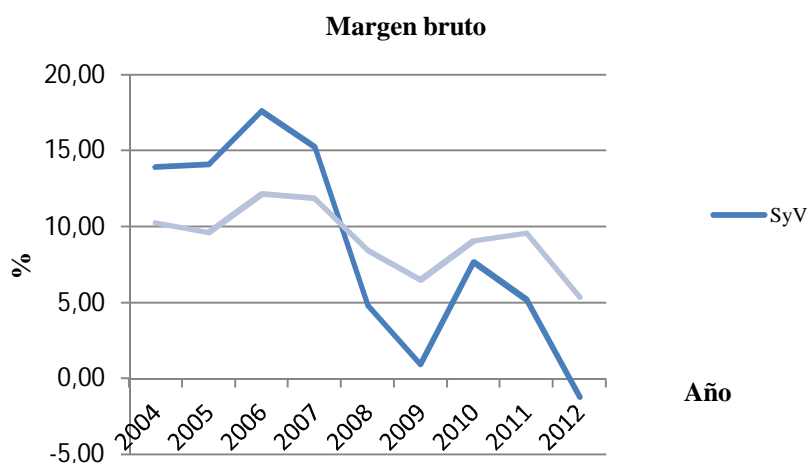
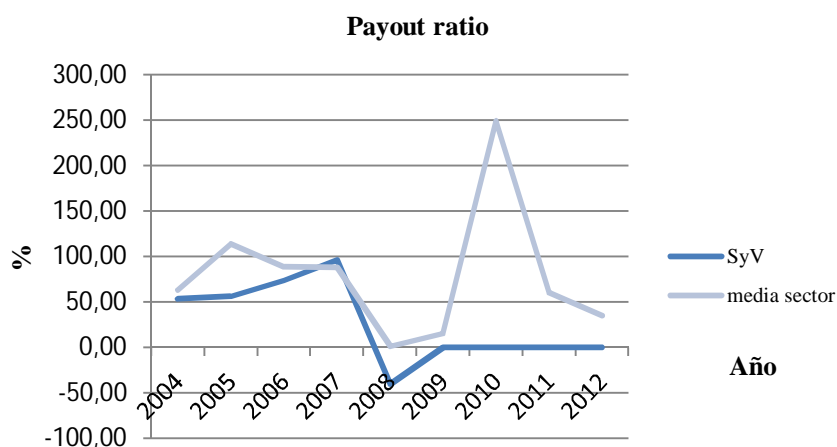


Figura 46: Margen bruto (EBIT/Cifra de negocios) de Sacyr Vallehermoso y de la media del sector. Fuente: *Elaboración propia* a partir de datos extraídos de las memorias anuales.

### Distribución de resultados

Aunque durante la época de expansión económica el grupo pago dividendos de forma regular, vemos que a partir del año 2007 no se han repartido más. Esto demuestra que el *Sacyr* no ha sabido gestionar sus recursos para garantizar una rentabilidad sostenible a largo plazo<sup>62</sup>.

<sup>62</sup> Vemos que en épocas de abundantes ingresos la compañía se dedicaba a adquirir participaciones en compañías de sectores no relacionados (ej. adquisición de un 3,1 % del *BBVA*, etc.) donde no existían sinergias en vez de fomentar el desarrollo de nuevas áreas de negocio para garantizar otras fuentes de ingresos a largo plazo.



Figuras 47 y 48: Payout ratio (Dividendo/Beneficio por acción) y dividendos pagados de Sacyr Vallehermoso. Fuente: Elaboración propia a partir de datos extraídos de las memorias anuales.

## **Fomento de Construcciones y Contratas (FCC)**

### **Estructura general**

*Fomento de Construcciones y Contratas* nace el año 1992 de la fusión entre *Fomento de Obras y Construcciones* y *Construcciones y Contratas*. Aunque inicialmente era una empresa constructora, actualmente *FCC* se define como un grupo de servicios ciudadanos<sup>63</sup>, siendo uno de los mayores operadores del sector en Europa. Esto ilustra el cambio estratégico que ha tomado el grupo, el cual ha querido apostar por actividades más recurrentes que la Obra civil. Las divisiones de *FCC* son las siguientes:

<sup>63</sup> La división de servicios representa el 40,02 % del *EBIT* del grupo.

(1) *Infraestructuras*: La estrategia empresarial de *FCC* en este subsector se basa en realizar grandes proyectos de ámbito internacional. El grupo opera en las siguientes actividades:

- *Construcción*: *FCC* ejecuta proyectos tanto de obra civil como de edificación residencial y no residencial. Esta división se ocupa también del sector de las concesiones y del mantenimiento de infraestructuras. Actualmente representa el 40 % de la cifra de negocios del grupo.
- *Cementos*: El grupo operaba en este sector a través de *Cementos Portland Valderrivas*. Durante el periodo de expansión económica, la división ofreció una ventaja competitiva en cuanto a costes, pues alimentaba al grupo con cemento a precio de coste. Sin embargo, debido a la estrecha relación que existe entre el sector cementero y la industria de la construcción, a partir de la crisis económica su evolución ha sido muy negativa. Mencionar que actualmente se está reestructurando la división, pues no se prevé una evolución favorable de ella en un futuro próximo.
- *Concesiones*: *FCC* está presente en esta división a través de su filial *Globalvía*<sup>64</sup>. En la actualidad, la empresa gestiona 37 proyectos de infraestructuras entre carreteras, ferrocarriles, puertos, aeropuertos y hospitales, aunque su objetivo para los próximos años pasa por centrarse únicamente en concesiones de carreteras y ferrocarriles.
- *Inmobiliaria*: El grupo opera en este subsector a través de su filial *REALIA*<sup>65</sup>. Esta división genera unos ingresos muy recurrentes, pues su actividad inmobiliaria se centra únicamente en el arrendamiento de centros comerciales y edificios de oficinas.

---

<sup>64</sup> Empresa creada el año 2007 a partir de la fusión de las empresas concesionarias de los grupos *FCC* y *Bankia*. Ambos poseen el 50 % de la participación.

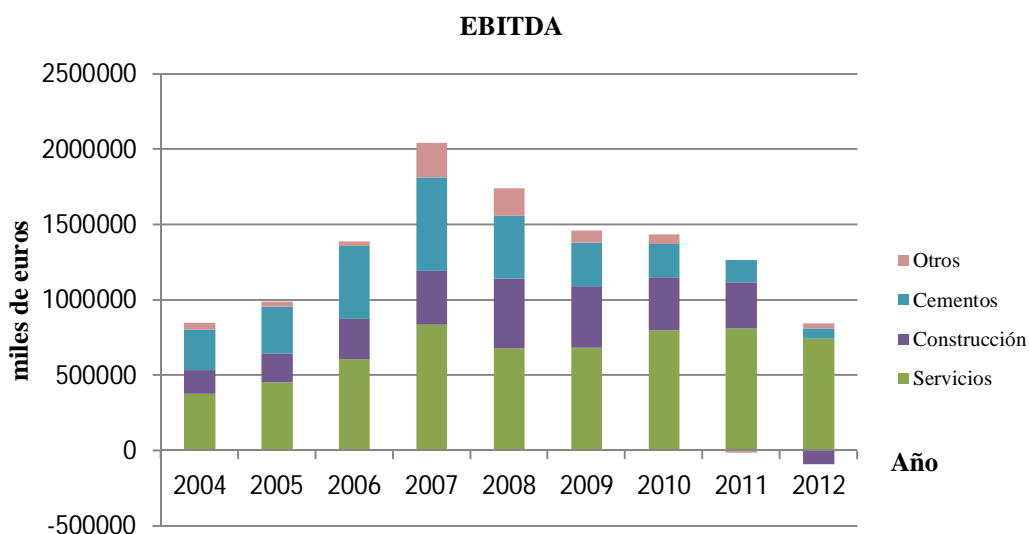
<sup>65</sup> Se fundó en el año 2000 al integrar las actividades *Inmobiliarias* de *FCC* y *Caja Madrid*. Actualmente *FCC* posee el 30 % de la compañía.



- Industrial: Se realizan diversas infraestructuras y actividades de mantenimiento para el sector industrial. Entre ellas destacamos la ejecución de parques eólicos, la realización de plantas industriales, redes de distribución eléctrica, gaseoductos y oleoductos, etc.

(2) *Servicios:* División que ha visto crecer su importancia dentro del grupo, representando actualmente el núcleo central de los negocios de FCC. Esta organizada en los subsectores de servicios medioambientales, residuos industriales, gestión de recursos hídricos<sup>66</sup> y mobiliario urbano<sup>67</sup>. La estrategia de esta división se basa en aumentar sus niveles de internacionalización, expandiéndose a mercados próximos que aporten sinergias al grupo.

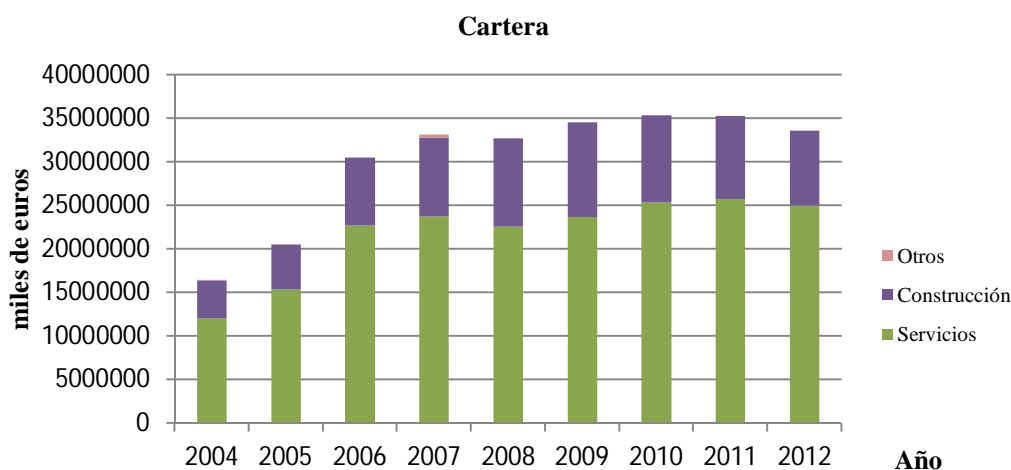
(3) *Energías:* El grupo ejecuta y explota plantas de energía solar, eólica<sup>68</sup> y fotovoltaica. Sin embargo, FCC se está deshaciendo de esta división, pues quiere centrarse más en las otras dos.



<sup>66</sup> A través de su filial *Aqualia*.

<sup>67</sup> A través de su filial *Cemusa*.

<sup>68</sup> A través de *Olivento*.



*Figuras 49 y 50: Evolución del EBITDA y de la cartera a largo plazo de FCC por segmentos. Fuente: Elaboración propia a partir de datos extraídos de las memorias anuales de FCC.*

### *Plan Estratégico 2013*

En marzo de 2013 se lanzó el nuevo plan estratégico del grupo, el cual pretende reestructurar FCC a distintos niveles. Los objetivos del plan son tres: concentrarse en los negocios estratégicos (servicios medioambientales, agua y construcción), reducir los costes del grupo y reestructurar su deuda. Para conseguirlo, FCC está realizando las siguientes actuaciones:

- (1) *Desinversión en activos no estratégicos por valor de 2.200 millones:* El grupo ha vendido su división de energías y está vendiendo también su filial de mobiliario urbano *Cemusa*. Además, se van a vender ciertos activos con participación minoritaria o en los que el grupo no cuenta con liderazgo de mercado.
- (2) *Reestructuración de las divisiones de construcción y cementos:* Por un lado, se han empezado a reajustar los medios de producción a las necesidades actuales (ej. ajuste de los gastos de personal, estructura comercial, etc.) y por el otro se ha querido reestructurar geográficamente la división, centrándose únicamente en los mercados más rentables.

(3) *Reducción de los costes de estructura por valor de 50 millones al año*: Se han querido obtener ahorros recurrentes mediante la simplificación de la estructura empresarial (ej. estudios técnicos, administración y finanzas, etc.).

Vemos como este nuevo plan de reestructuración representa una fuerte transformación de la compañía, hecho que ha atraído últimamente a varios inversores internacionales de renombre como son Bill Gates o George Soros.

### **Propiedad y alta dirección**

El 53,95 % de los derechos a voto pertenecen a Esther Koplowitz, quien ejerce a su vez el puesto de Presidenta del Consejo de Administración. Otras participaciones significativas son el 6 % adquirido en 2013 por Bill Gates, el 3,8 % de George Soros, el 3,4 % del *Royal Bank of Scotland* y el 2,44 % de *Caja Duero*.

### **Política de I+D+i**

El grupo tiene una política de Investigación y Desarrollo muy fuerte. Esta se estructura de forma descentralizada, de tal forma que cada división determina sus actuaciones en materia de I+D+i. Concretamente, en el año 2013 se destinó el 68 % de los fondos a la actividad de *Infraestructuras* y el 32 % a la de *Servicios*. Destacar también la creación del llamado *Comité de Innovación* en 2011, lo cual demuestra el compromiso de *FCC* en materia de investigación. Además, sus proyectos están muy enfocados al desarrollo sostenible, pues se busca minimizar el impacto ambiental generado por las actividades del grupo.

### **Recursos Humanos**

La política de gestión de talento de *FCC* viene definida por:

(1) *Contratación*: El grupo pone mucha atención a la formación técnica de sus candidatos, pero igualmente a su nivel de idiomas, voluntad de trabajar en el extranjero y si encajan o no con los valores del grupo<sup>69</sup>.

---

<sup>69</sup> Sus valores son: relaciones interpersonales y trabajo en equipo, flexibilidad, iniciativa, capacidad de trabajo y ganas de superación.

(2) *Formación*: El grupo potencia el desarrollo interno de sus empleados a través de sus tres escuelas de formación:

- *Escuelas de Gestión*: sirven para formar a los directivos.
- *Escuelas Corporativas*: forman a los empleados sobre los valores y cultura de *FCC*.
- *Escuelas de Conocimiento*: formación técnica relacionada con las distintas actividades del grupo.

### **Principales magnitudes**

#### *Cifra de negocios y EBIT*<sup>70</sup>

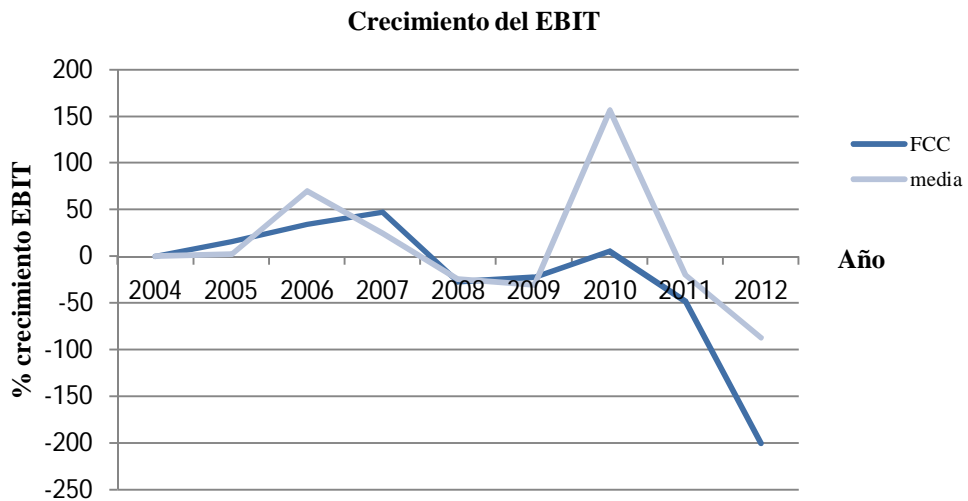
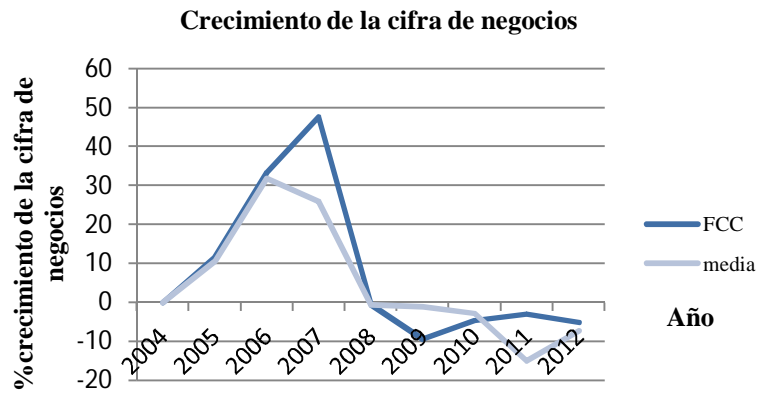
Desde el inicio de la crisis, se ve como *FCC* ha sufrido una caída de la cifra de negocios muy parecida a la del sector. Se observa que las divisiones más afectadas por la actual recesión han sido la Cementera y las actividades de Obra Civil, siendo la división de servicios la menos vulnerable. Además, se puede ver que la división de Servicios es la más rentable<sup>71</sup> del grupo (tanto antes como después de la crisis), hecho que explica por qué *FCC* ha querido centrarse más y más en este sector. Con respecto a la diversificación geográfica, se observa un aumento del peso de las actividades internacionales<sup>72</sup>, sobre todo las localizadas en Europa. Sin embargo, mencionar que esta mayor exposición se debe en gran parte a la reducción de la cifra de negocios nacional.

---

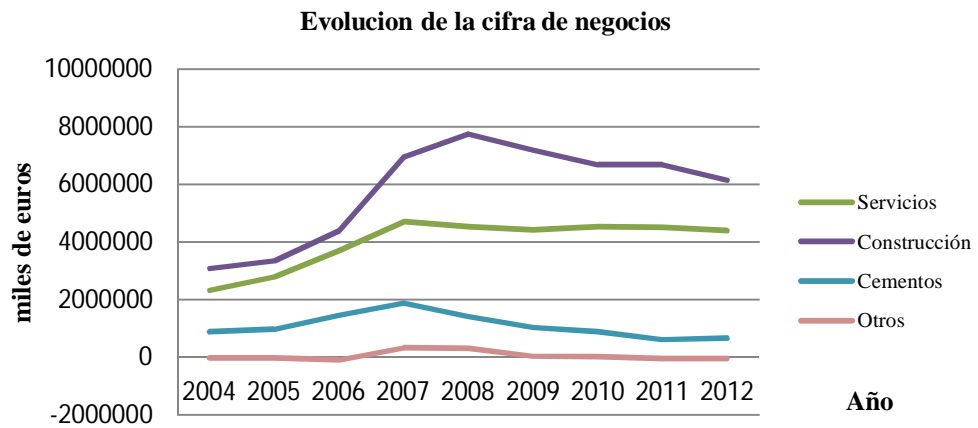
<sup>70</sup> Abreviación de *Earnings Before Interests and Taxes*. Este valor es una de las variables más útiles para conocer cuáles han sido los ingresos ordinarios del periodo.

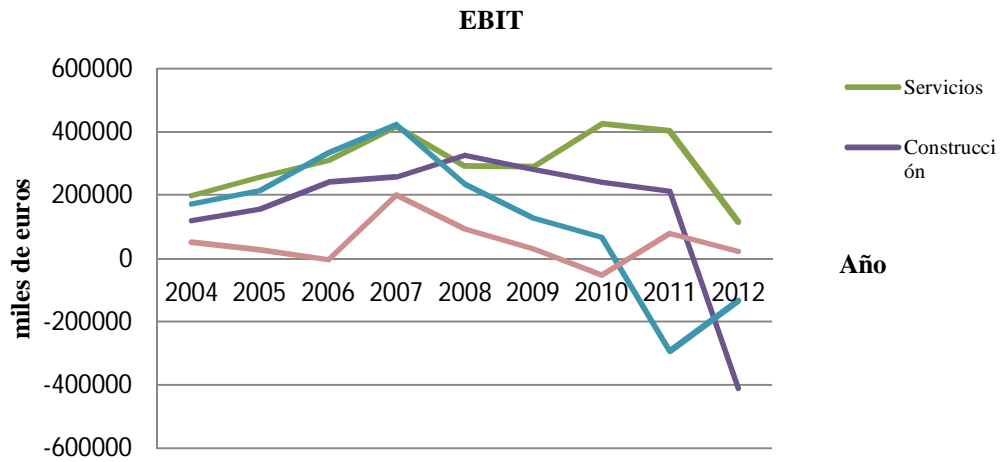
<sup>71</sup> Tomando el *EBIT* como referencia.

<sup>72</sup> En el año 2004 las actividades Internacionales representaban el 7,4 % de la cifra de negocios, mientras que en 2012 constituían el 54 %.

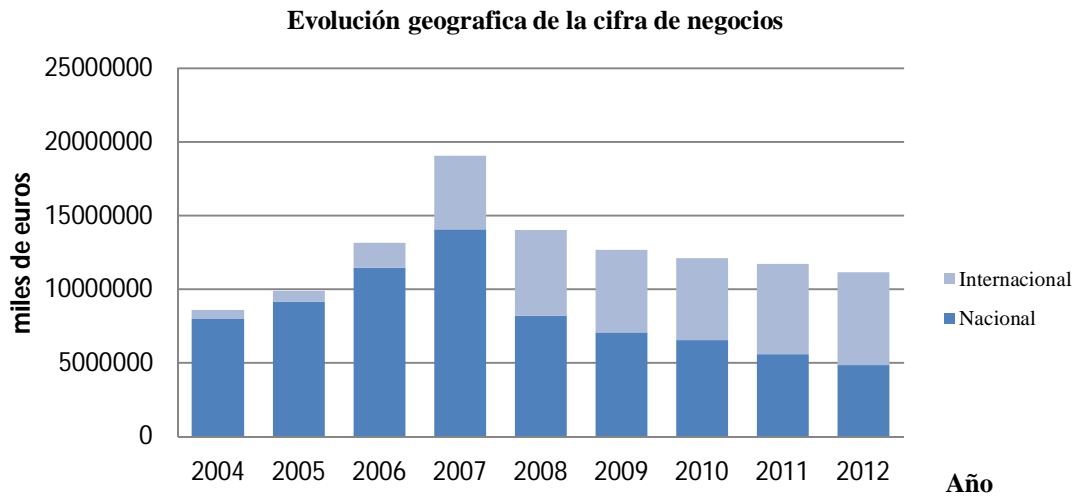


Figuras 51 y 52: Crecimiento de la cifra de negocios y el EBIT de FCC en comparación con la media estudio. Fuente: Elaboración propia a partir de datos extraídos de las memorias anuales.

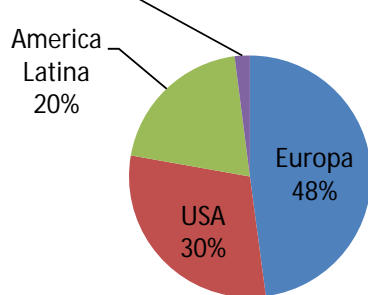




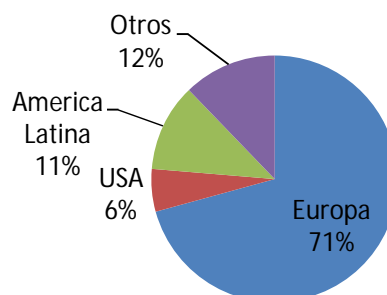
Figuras 53 y 54: Cifra de negocios y EBIT de FCC por segmentos. Fuente: Elaboración propia a partir de datos extraídos de las memorias anuales.



**Distribución geográfica de la cifra de negocios internacional (2004)**



**Distribución geográfica de la cifra de negocios internacional (2012)**



Figuras 55, 56 y 57: Distribución geográfica de la cifra de negocios y *EBIT* de *FCC*.

Fuente: *Elaboración propia* a partir de datos extraídos de las memorias anuales.

### Flujos de caja

Se observa que *FCC* ha generado un flujo de caja de operaciones positivo todos los periodos. Sin embargo, se ve como el flujo de caja libre es muy volátil, existiendo claras divergencias con la tendencia descrita por el *EBIT*. Este comportamiento es debido a la fuerte actividad del grupo en materia de fusiones y adquisiciones, las cuales causan un aumento de los ingresos del grupo sin contabilizar los costes incurridos en la transacción<sup>73</sup>.

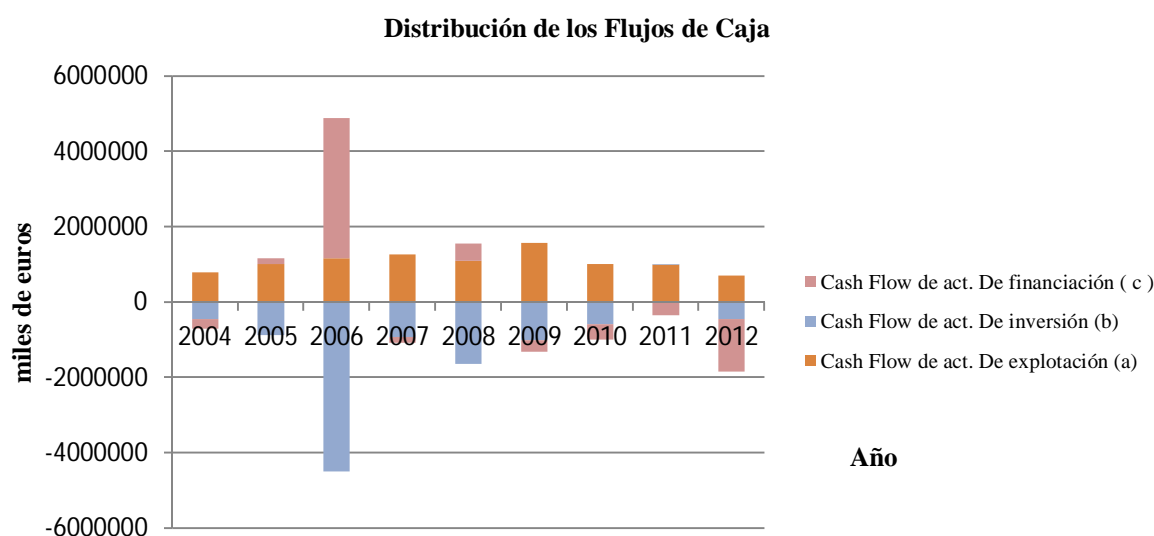


Figura 58: Evolución de los flujos de caja de *FCC*. Fuente: *Elaboración propia* a partir de datos extraídos de las memorias anuales.

<sup>73</sup> Cuando se realiza una adquisición, las compañías utilizan o bien efectivo de su balance (salida de flujo de caja de inversiones) o bien efectivo proveniente de deuda (entrada de flujo de caja de actividades de financiación) para financiarla. Esto ocasiona que todos los costes incurridos en la adquisición provengan de las secciones de inversión o financiación del estado de flujos de caja, mientras que todos los beneficios (aumento de ventas y beneficios al integrar en la cuenta de pérdidas y ganancias la sociedad adquirida) se reflejan en un aumento del flujo de caja de operaciones. Esto causa que las empresas que ejecutan adquisiciones a menudo puedan llegar a inflar sus flujos de caja de operaciones. Sin embargo, como el flujo de caja libre contabiliza las inversiones en bienes de capital se ajusta la distorsión originada por las adquisiciones, siendo pues esta variable mucho más fiable a la hora de medir la salud de las operaciones de la compañía. En el caso de *FCC*, se observa que la divergencia entre el *EBIT* y el *FCF* presente el 2006 constituye un claro ejemplo de lo explicado: este año el grupo realizó toda una serie de adquisiciones dentro del marco de su *Plan Estratégico 2005-2008* (adquiere el grupo *Waste Recycling*, *Corporación Uniland* y el grupo *Alpine Mayreder Bau* por el montante total de 4 billones de euros) financiadas mediante la emisión de deuda, causando por un lado un aumento del *EBIT* (se pasan a contabilizar los ingresos de las nuevas compañías) y por el otro una fuerte reducción del flujo de caja libre (pues ha habido un fuerte incremento en inversiones en bienes de capitales).

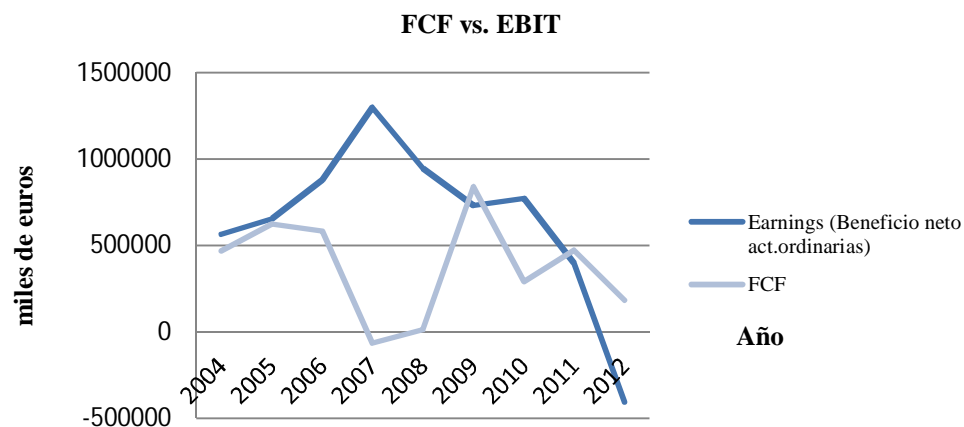
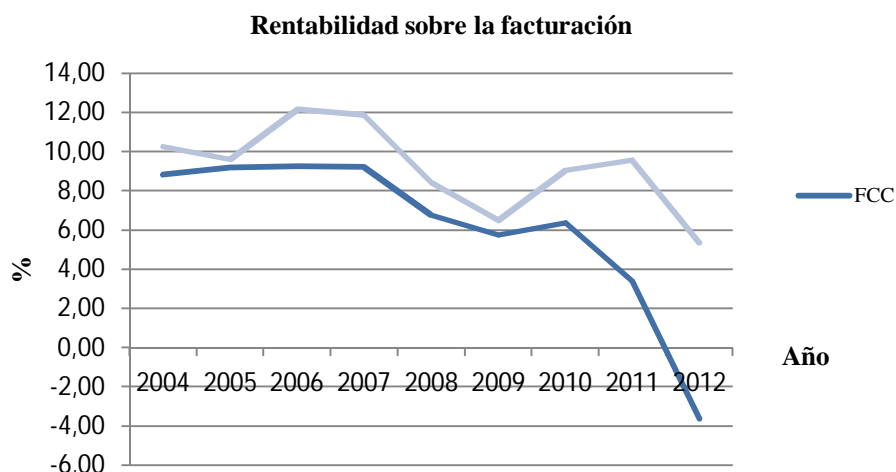


Figura 59: Evolución del flujo de caja libre y el EBIT de FCC. Fuente: Elaboración propia a partir de datos extraídos de las memorias anuales.

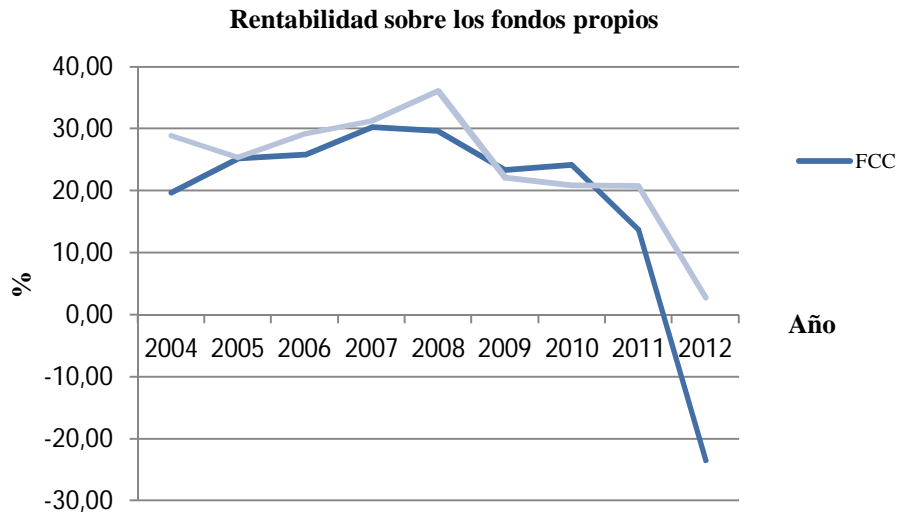
### Rentabilidad

Se observa que el grupo FCC tiene una rentabilidad por debajo de la media del sector. Además, se ve que existe una fuerte caída de esta a lo largo de los últimos años debido a la creciente importancia que tiene el sector de servicios dentro del grupo<sup>74</sup>. Sin embargo, destacar que esta actividad ha garantizado al grupo unos ingresos recurrentes durante la recesión actual, creando una correcta contra ciclicidad frente el sector de la construcción.



<sup>74</sup> El sector de los Servicios ofrece una elevada recurrencia y sinergias con escaso riesgo, si bien la rentabilidad de estas actividades es inferior a la del sector de la Construcción.





*Figuras 60 y 61: Rentabilidad sobre los fondos propios (EBIT/Patrimonio neto) y sobre la facturación (EBIT/Cifra de negocios) de FCC y la media del sector. Fuente: Elaboración propia a partir de datos extraídos de las memorias anuales.*

### *Ratios principales*

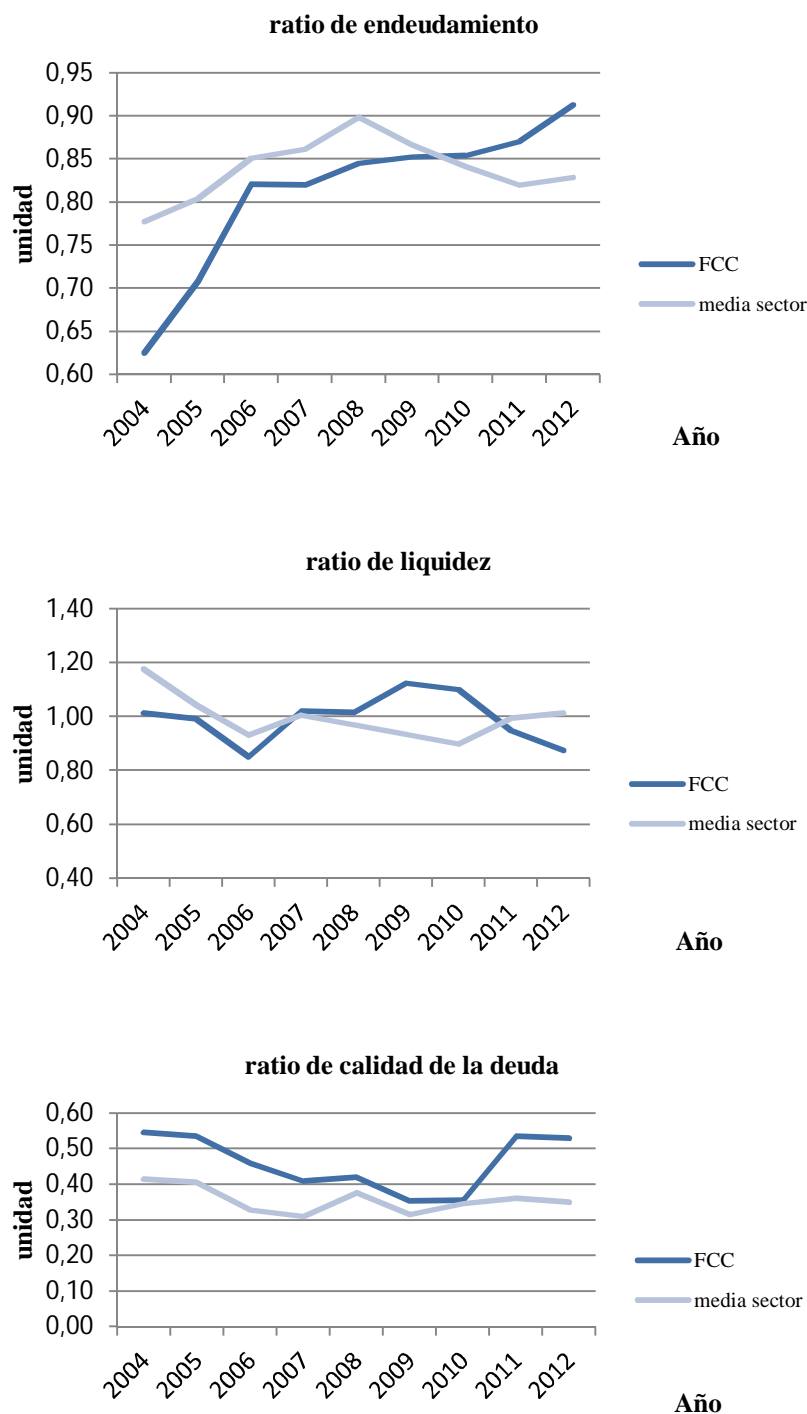
- **Ratios de deuda:** Se observa como el grupo está muy apalancado, lo cual le ha traído importantes problemas al tener que refinanciar los 5 billones de deuda que le vencían<sup>75</sup>. Actualmente, la reducción de su endeudamiento constituye uno de los pilares de su estrategia empresarial. Para conseguirlo, FCC ha decidido lanzar un plan de desinversiones en activos no estratégicos por valor de 2.2 billones, el cual prevé la venta de su división de *Energías*, su filial *Cemusa* y la reestructuración del negocio de construcción.



<sup>75</sup> Los ha refinanciado exitosamente en el año 2014.

Figura 62: Desinversiones por sectores que realizará FCC (en millones de euros).

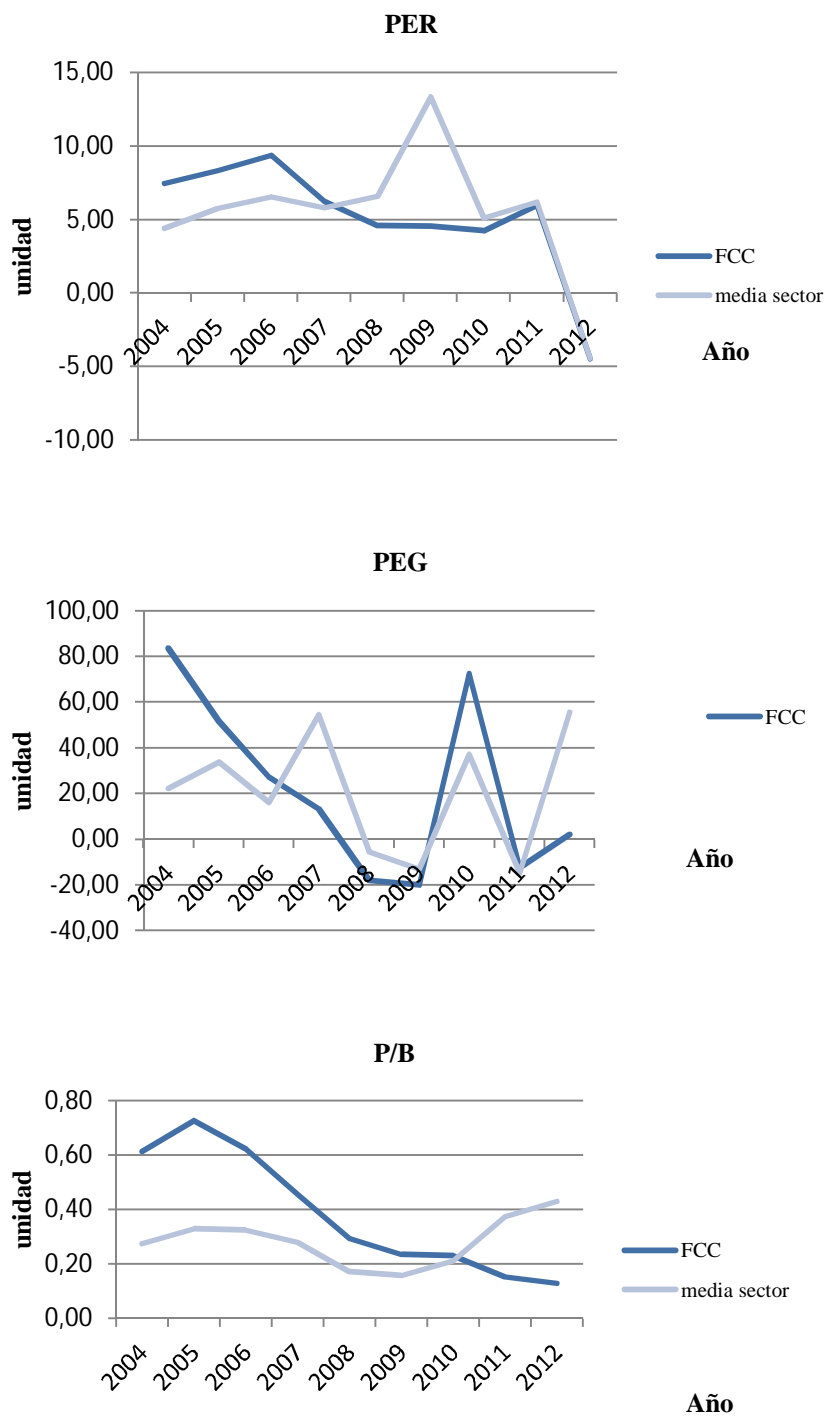
Fuente: Plan Estratégico 2013 de FCC.



Figuras 63, 64 y 65: Ratio de endeudamiento (pasivo/activo), ratio de liquidez (activo corriente/pasivo corriente) y ratio de calidad de la deuda (pasivo corriente/pasivo) de FCC y de la media del sector. Fuente: Elaboración propia a partir de datos extraídos de las memorias anuales.

- **Ratios bursátiles:** Observamos que tanto el PER como el PEG como el P/B se han mantenido muy bajos durante todo el periodo. Son estos

ratios tan inferiores a los del sector juntamente con el cambio estratégico que la compañía dio en 2013 los que han atraído muchos inversores de renombre internacional<sup>76</sup>.



Figuras 66, 67 y 68: Ratio Price to Earnings (Capitalización bursátil/EBIT), ratio Price Earnings to Growth (Capitalización bursátil/EBIT\*crecimiento del EBIT) y ratio Price to book value (Capitalización bursátil/Activo total-Activo intangible) de FCC y de la media del sector.

<sup>76</sup> En diciembre del año 2013 Bill Gates adquirió el 6 % de FCC y acto seguido George Soros un 3,4 %.

Fuente: *Elaboración propia* a partir de datos extraídos de las memorias anuales y los datos extraídos de *Morningstar*.

- **Ratios operacionales:** Vemos que el margen bruto del grupo es muy inferior al medio del sector. Esto se debe a la estructura de costes de *FCC*, la cual se caracteriza por tener unos excesivos costes fijos. Este hecho explica también la disminución del margen durante todo el periodo de recesión, pues mientras que la cifra de negocios del grupo disminuía los costes no lo hacían. A causa de los problemas que esto acarrea al grupo, uno de los pilares del *Plan Estratégico* vigente es la reestructuración de la estructura de costes de todas las áreas<sup>77</sup>.

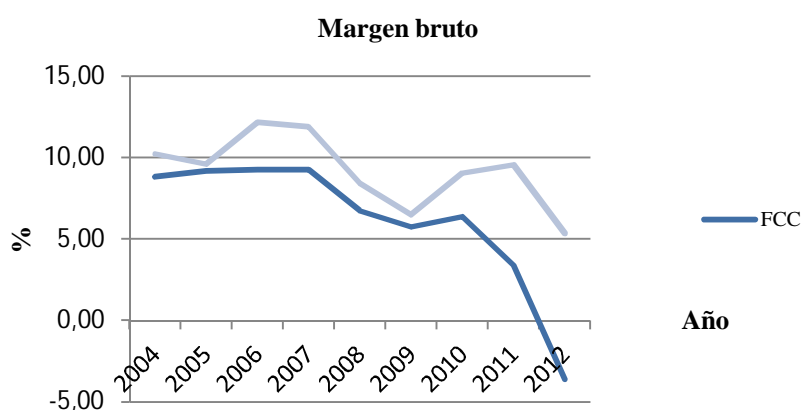


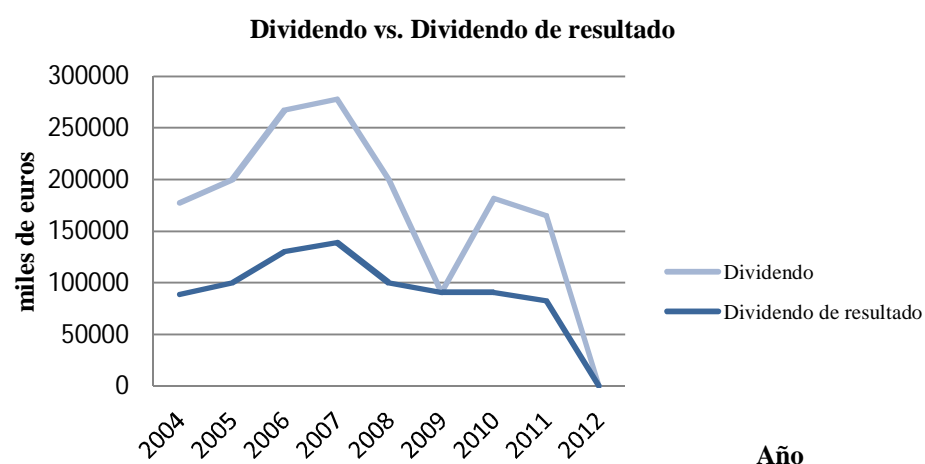
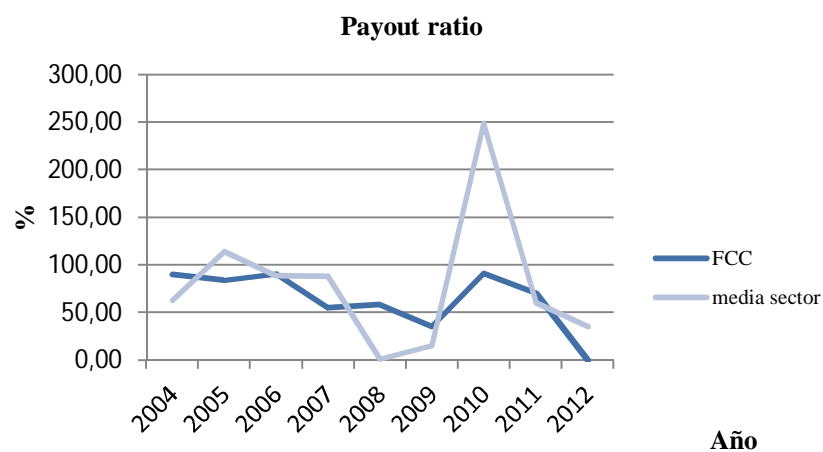
Figura 69: Margen bruto (*EBIT*/Cifra de negocios) de *FCC* y de la media del sector.

Fuente: *Elaboración propia* a partir de datos extraídos de las memorias anuales.

## Distribución de resultados

Vemos que desde el inicio de la crisis *FCC* ha tenido que reducir el importe de sus dividendos. Destacar que desde 2012 no ha pagado ninguno, pues la compañía ha tenido que hacer frente a los vencimientos de su deuda así como a sus resultados negativos.

<sup>77</sup> Esta reestructuración consiste en reducir los costes de estructura de las siguientes áreas: Servicios técnicos, Administración y finanzas, Administración de Recursos Humanos, Alquileres y *marketing* y Ventas.



Figuras 70 y 71: Payout ratio (Dividendo/Beneficio por acción) y dividendos pagados de FCC. Fuente: Elaboración propia a partir de datos extraídos de las memorias anuales.

## **Ferrovial**

### **Estructura general**

Fundada en 1952, *Ferrovial* fue el grupo constructor que más temprano empezó a internacionalizar y diversificar sus actividades. Actualmente opera a través de cuatro divisiones distintas, cada una de las cuales sigue su propia estrategia empresarial:

(1) *Autopistas*: *Ferrovial* gestiona 24 concesiones de autopistas a través de *Cintra*<sup>78</sup>. La estrategia de esta división se basa en buscar las mejores

<sup>78</sup> Filial absorbida por el Grupo *Ferrovial* a finales de 2009.

oportunidades de inversión (independientemente de su geografía), poniendo especial atención al perfil de riesgo de la compañía<sup>79</sup>.

(2) *Aeropuertos*: Esta división nace en 1998 cuando *Ferrovial* adquiere una participación en la compañía mexicana *Aeropuertos del Sureste*. Sin embargo, es al adquirirse *Heathrow Airport Holdings*<sup>80</sup> (*HAH*) en 2006 que la división pasa a ganar mucha importancia, pues se incorporan siete aeropuertos ingleses. A pesar de ello, a partir del 2011 la división reduce su tamaño de nuevo al tener que venderse la mayoría de sus aeropuertos en el Reino Unido, pues la Comisión de Competencia les acusa de monopolio. La estrategia del grupo está basada en una mejora continua de la experiencia de los pasajeros. Con ello, su objetivo es atraer más viajeros y compañías aéreas a sus aeropuertos, aumentando así los ingresos de la compañía<sup>81</sup>. Para conseguirlo, *Ferrovial* invierte de forma constante en la mejora de sus infraestructuras, siempre pensando en los resultados a largo plazo<sup>82</sup>. Además, el grupo sigue una política de concentración en activos estratégicos, hecho por el cual ha desinvertido sus participaciones en aeropuertos como Budapest, Sídney, etc.

(3) *Construcción*: El grupo opera en esta división a través de *Ferrovial Agroman*<sup>83</sup>, la cual está integrada a su vez por las filiales *Budimex* (primera constructora polaca), *Webber* (Estados Unidos), *Cadagua* (tratamiento de aguas) y otras menos relevantes. *Ferrovial* ejecuta proyectos de obra civil, edificación no residencial (principalmente aeropuertos, centros comerciales y edificios de oficinas) y obra industrial. Además, se ocupa de construir las infraestructuras concesionales que explotan las demás divisiones. La estrategia del grupo se basa por un lado en una creciente internacionalización

---

<sup>79</sup> *Ferrovial* solo invierte en concesiones con largos periodos de explotación y solo licita en países económicamente estables y predecibles.

<sup>80</sup> Antigua *BAA*.

<sup>81</sup> Los ingresos derivados de la explotación de un aeropuerto derivan de dos factores: el tráfico de pasajeros y aeronaves (se cobra una tarifa por pasajero transportado y por aeronave estacionada) y del importe de tarifas cobradas.

<sup>82</sup> Las concesiones aeroportuarias de *Ferrovial* son casi todas ilimitadas, lo que quiere decir que el grupo va a poder explotar las infraestructuras de forma indefinida o hasta que decida vendérselas.

<sup>83</sup> En el año 1995 *Ferrovial* adquirió la constructora *Agroman*.

de sus actividades y por el otro en la búsqueda de sinergias con las demás divisiones<sup>84</sup>.

(4) *Servicios*: El grupo opera en esta división a través de *Amey*, *Cespa* y *Ferrosfer*. Las actividades en las que está presente son servicios urbanos, medioambientales y *Facility management*. La estrategia de esta división se basa en la creación de ventajas competitivas a través de sus Centros de Competencia<sup>85</sup>, las cuales diferencian a *Ferrovial* de la competencia.

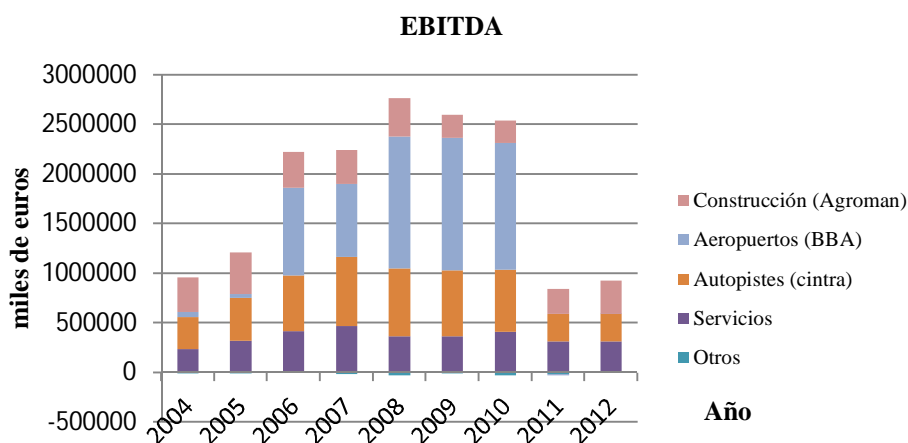


Figura 72: Evolución del EBITDA de *Ferrovial* por segmentos. Fuente: *Elaboración propia* a partir de datos extraídos de las memorias anuales de *Ferrovial*.

### Propiedad y alta dirección

*Ferrovial* pertenece mayoritariamente a la familia del Pino, quienes poseen el 43,61 % de los derechos de voto. Destacar que Rafael del Pino Calvo-Sotelo ocupa a su vez el puesto de Presidente del Consejo de Administración. Otras participaciones importantes son el 5,01 % que tiene *Southeastern Asset Management* y el 3,19 % de *Union Bank of Switzerland*. El Comité de Dirección está formado por diez altos cargos, entre los que no existe ninguna mujer.

### Política de I+D+i

<sup>84</sup> Las principales sinergias son dos: por un lado se construyen las infraestructuras que explotarán las otras divisiones y por el otro lado se generan importantes flujos de caja que se reinvierten en financiar nuevos proyectos de *CPP*.

<sup>85</sup> *Ferrovial* tiene un *Centro de Competencia* por cada una de sus actividades de *Servicios*, a través de los cuales desarrolla nuevo conocimiento y capacidades.

*Ferrovial* se caracteriza por ser una de las empresas más activas del sector en materia de I+D+i. El grupo concibe la Investigación y Desarrollo como uno de los pilares básicos de su estrategia empresarial, siendo una de las mayores fuentes de sus ventajas competitivas<sup>86</sup>. Mencionar que *Ferrovial* es la empresa del sector que más dinero gasta en materia de investigación, habiendo invertido 51,2 millones únicamente en 2011. Además, sus actividades en materia de I+D+i se encuentran muy bien gestionadas, hecho que le permite aumentar el número de proyectos exitosos. Concretamente, se estructuran a través del llamado *Grupo Global de Innovación*, formado por integrantes de todas las divisiones de *Ferrovial* quienes determinan las principales líneas de actuación y trazan sinergias entre ellas. En cada división, existen los llamados *Directorios de Innovación*, los cuales aplican localmente las directivas determinadas a nivel global del grupo. *Ferrovial* sigue un modelo de Innovación abierta, lo que quiere decir que posee un ecosistema de socios con los cuales realiza proyectos en común. Estos son básicamente cuatro:

- (1) *Centros Internos de Innovación*: Son los centros de innovación propios de *Ferrovial*, llamados *Centros de Competencia*. Estos localizan las nuevas oportunidades en materia de I+D+i, seleccionan aquellas que ofrecen mejores sinergias entre las divisiones del grupo y establecen los parámetros básicos con los que se miden los retornos de las inversiones realizadas. Además, los centros de Investigación de grupo desarrollan distintos proyectos.
- (2) *Acuerdos con universidades*: Entre ellos destacar el proyecto que se está realizando con el *Instituto Tecnológico de Massachusetts (MIT)* con el objetivo de colaborar en proyectos de investigación dirigidos a transformar las ciudades y desarrollar las infraestructuras de futuro.
- (3) *Programas públicos*: Participa en diversos programas nacionales de innovación promovidos por las Administraciones Públicas.

---

<sup>86</sup> *Ferrovial* posee más de cien patentes. La fuerte actividad innovadora que caracteriza el grupo se ha traducido en fuertes ventajas competitivas al poder ofrecer soluciones más completas que las de la competencia. Entre ellas, destacar que el grupo fue pionero en la implantación de sistemas de *Telepeage* en autopistas, una tecnología ampliamente extendida actualmente.



- (4) *Apoyo a emprendedores*: Iniciativa muy reciente en la que se quiere poner en contacto la comunidad innovadora con el ámbito empresarial.

## **Recursos Humanos**

El *Grupo Ferrovial* es el grupo con la política de Recursos Humanos más avanzada. Consideran la gestión del talento como un pilar básico de su estrategia así como una fuente de ventajas competitivas. Su estructura es la siguiente:

- (1) *Contratación*: A diferencia de la mayoría de los otros grupos, *Ferrovial* no únicamente busca candidatos con una formación universitaria, que hablen idiomas y que estén dispuestos a moverse geográficamente, sino que además evalúa si este encaja o no con los valores y cultura de la empresa<sup>87</sup>.
- (2) *Evaluación y Formación*: El grupo evalúa periódicamente a sus empleados basándose en a nueve competencias<sup>88</sup>. Partiendo de los resultados obtenidos se desarrollan los llamados *Planes de Desarrollo Individual*, a través de los cuales cada empleado tiene que mejorar en aquellas competencias a las que no está a la altura. Mencionar que la formación se lleva a cabo mediante la *Universidad Ferrovial Summa*, una universidad corporativa propia del grupo que sirve para fomentar el crecimiento de sus empleados.
- (3) *Compensación*: *Ferrovial* también posee un sistema de recompensas muy bien estructurado. En primer lugar, existe una retribución, la cual se compone de una parte fija y una variable. Esto permite que los empleados estén motivados para conseguir buenos resultados y llevarse sus primas. En segundo lugar, existen los beneficios, los cuales son ayudas de otro tipo que *Ferrovial* ofrece a sus empleados tales como préstamos, etc. Por último, hay el llamado *Flexibility*

---

<sup>87</sup> Concretamente sus valores son: Innovación, Excelencia, Respeto, Integridad y Colaboración.

<sup>88</sup> Estas nueve competencias clave son: Análisis y toma de decisiones, Colaboración, Comunicación e influencia, Dirección y desarrollo de personas, Flexibilidad y cambio, Innovación, Orientación a resultados, Orientación al cliente y Visión de negocio.

*Plan*, el cual te permite modificar tu paquete retributivo según tus necesidades personales y económicas.

## Principales magnitudes

### *Cifra de negocios y EBIT*<sup>89</sup>

Vemos que desde el inicio de la crisis el crecimiento de tanto la cifra de negocios como del *EBIT* ha sido inferior al de la media del sector. Sin embargo, para el caso de *Ferrovial* hay que separar el estudio de sus magnitudes en dos tramos diferentes: antes y después de 2010. Por un lado, a lo largo del periodo 2004-2010 las actividades del grupo se mantuvieron relativamente estables, pues al igual que veíamos en el caso de *OHL*, *Ferrovial* se encontraba muy expuesto a las concesiones (autopistas y aeropuertos), las cuales garantizaban unos ingresos muy recurrentes. Por el otro lado, a partir de 2010 dichas actividades de aeropuertos y autopistas caen de forma brusca a causa de toda una serie de ventas que se llevan a cabo. Por un lado, las actividades aeroportuarias cayeron debido a venta forzada de la mayoría de sus activos concesionales ingleses, después de que la *Comisión de Competencia* del Reino Unido acusase el grupo de monopolista. Por otro lado, en la división de autopistas se llevaron a cabo las ventas de la filial *Cintra Chile* y del 10 % de la autopista 407 ETR<sup>90</sup>, lo que justifica la fuerte caída del *EBITDA*. Estas ventas se realizaron dentro de su estrategia de rotación de activos concesionales, la cual pasa por vender activos maduros para poder financiar nuevos proyectos.

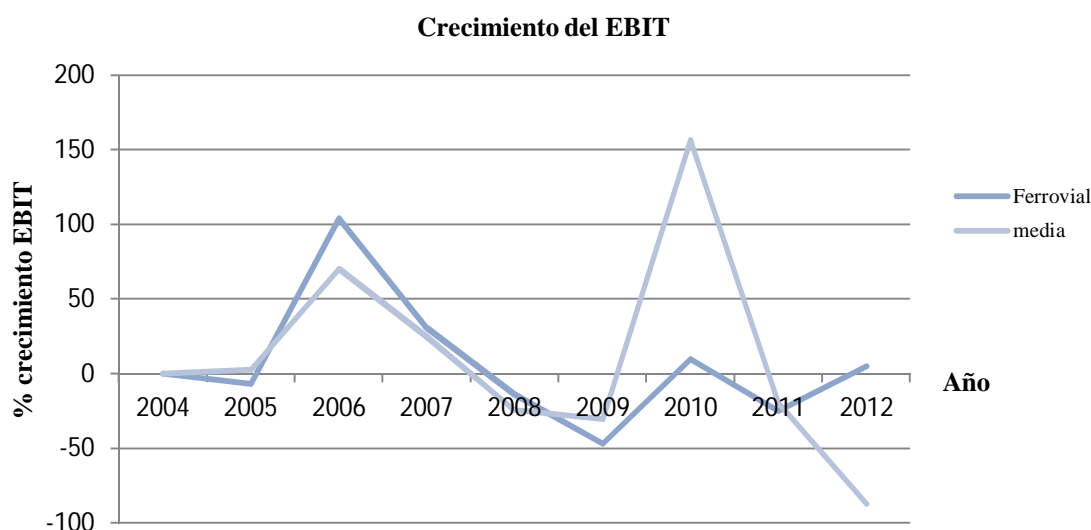
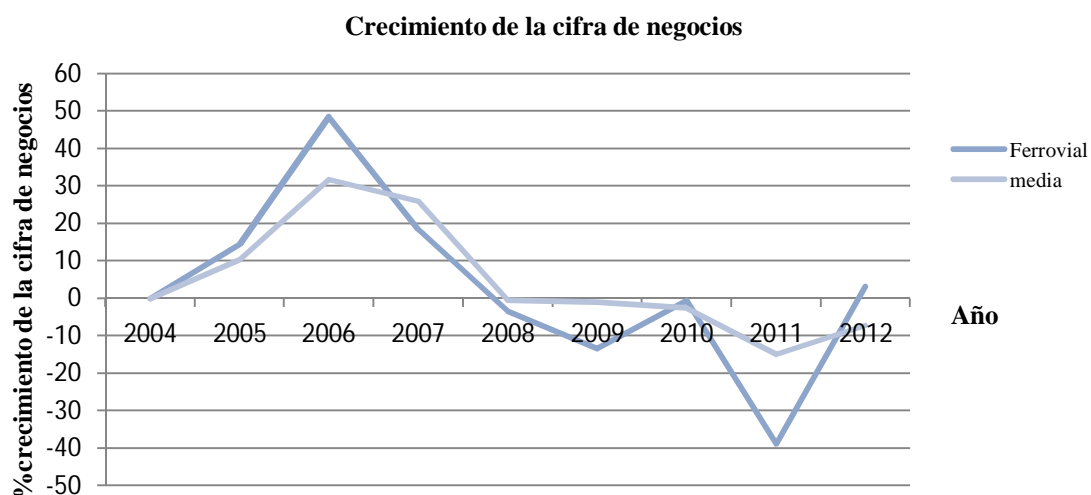
Con respecto a la rentabilidad, vemos que aunque la división de construcción representa la mayor cifra de negocios del grupo, las divisiones de autopistas y aeropuertos mantienen unos resultados brutos de explotación mucho mayores (sin contar el periodo 2010-2012). Esto se debe a la mayor rentabilidad de estas actividades, lo que ejemplifica su importancia estratégica para el grupo.

---

<sup>89</sup> Abreviación de *Earnings Before Interests and Taxes*. Este valor es una de las variables más útiles para conocer cuáles han sido los ingresos ordinarios del periodo.

<sup>90</sup> Es una de las mayores concesiones que posee el grupo. Al venderse el 10 % pasa a poseer el 43,25 % de la concesión, implicando que la autopista se empieza a consolidar por el método de la puesta en equivalencia (antes se hacía por integración global). Esto implica que los efectos negativos sobre las cuentas anuales de la venta de esta participación son mucho mayores que la reducción de un 10 % de sus actividades.

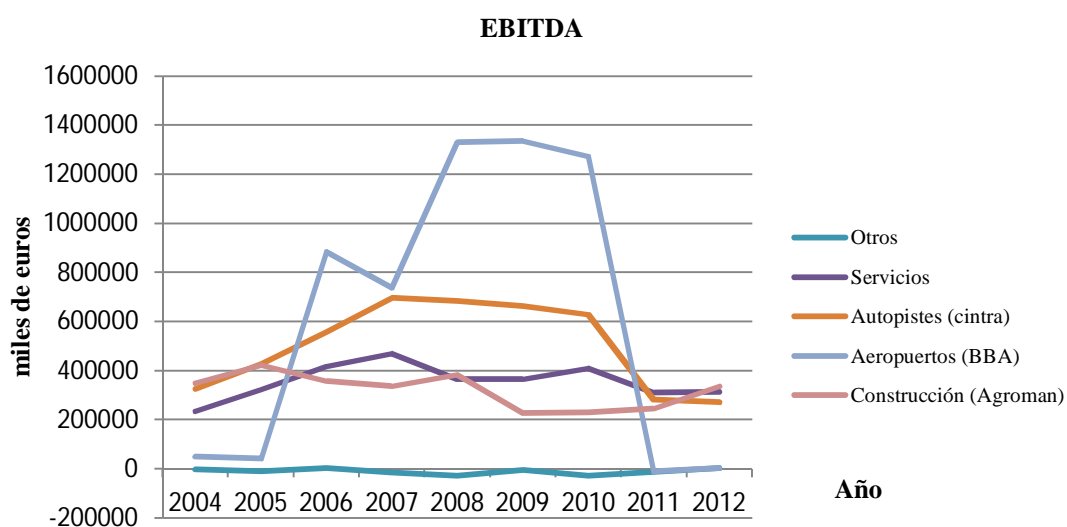
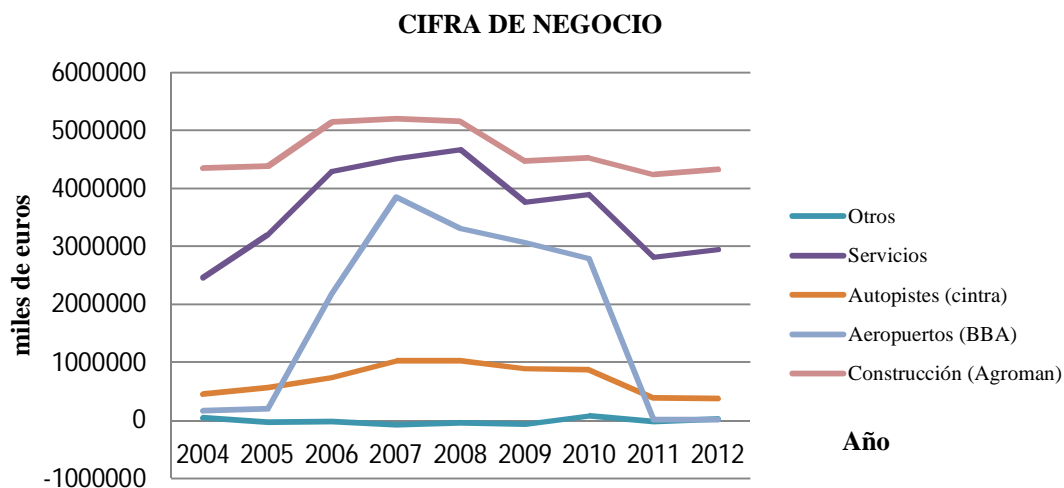
Desde el punto de vista de la internacionalización, vemos que *Ferrovial* era uno de los grupos más activos fuera del mercado nacional al empezar la crisis<sup>91</sup>. Además, destaca la fuerte concentración de sus actividades en Europa (especialmente el Reino Unido y Polonia) debida a la política de concentración de activos en las geografías más rentables<sup>92</sup> que sigue el grupo.



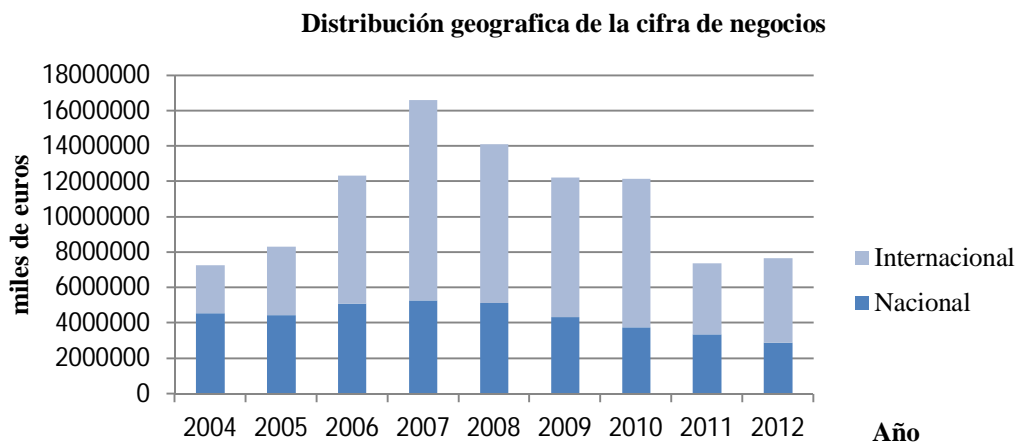
*Figuras 73 y 74: Crecimiento de la cifra de negocios y el EBIT de Ferrovial en comparación con la media del sector (se ha calculado como la media aritmética de las cuatro empresas que configuran nuestro caso de estudio). Fuente: Elaboración propia a partir de datos extraídos de las memorias anuales.*

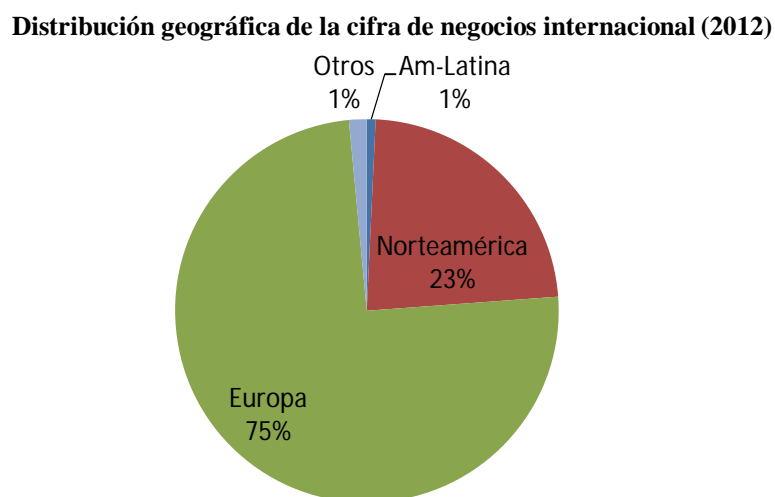
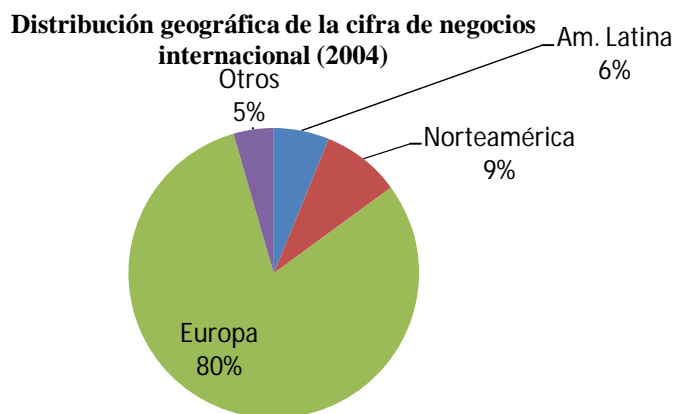
<sup>91</sup> El 68,14 % de su cifra de negocios correspondía a actividades Internacionales.

<sup>92</sup> A diferencia de la mayoría de otros grupos, *Ferrovial* no entra en todos los mercados donde tiene la oportunidad de operar, sino que selecciona cuidadosamente las geografías que ofrecen un perfil de rentabilidad-riesgo más atractivo y concentra sus inversiones en estos lugares.



Figuras 75 y 76: Cifra de negocios y EBITDA de Ferrovial por segmentos. Fuente: Elaboración propia a partir de datos extraídos de las memorias anuales.





Figuras 77, 78 y 79: Distribución geográfica de la cifra de negocios y del *EBIT* de *Ferrovial*. Fuente: *Elaboración propia* a partir de datos extraídos de las memorias anuales.

### *Flujos de caja*

Observamos que el grupo ha generado unos flujos de caja de operaciones positivos durante todo el periodo de estudio, lo que implica su capacidad de operar de forma rentable. Destacar también el aumento de los flujos de caja de financiación y la reducción de los flujos de caja de inversión en 2006 debidos a la adquisición del 61 % de *BAA*.

Por lo que concierne a la evolución del flujo de caja libre, vemos que este ha seguido mayormente la tendencia marcada por el *EBIT*. Observamos también la fuerte caída del *FCF* en 2010, causada por la reducción del flujo de caja de operaciones al venderse la filial *Cintra Chile*, al reducir en un 10 % la

participación en la autopista 407 ETR y al empezar a vender ciertos aeropuertos ingleses al ser acusados de operar un monopolio.

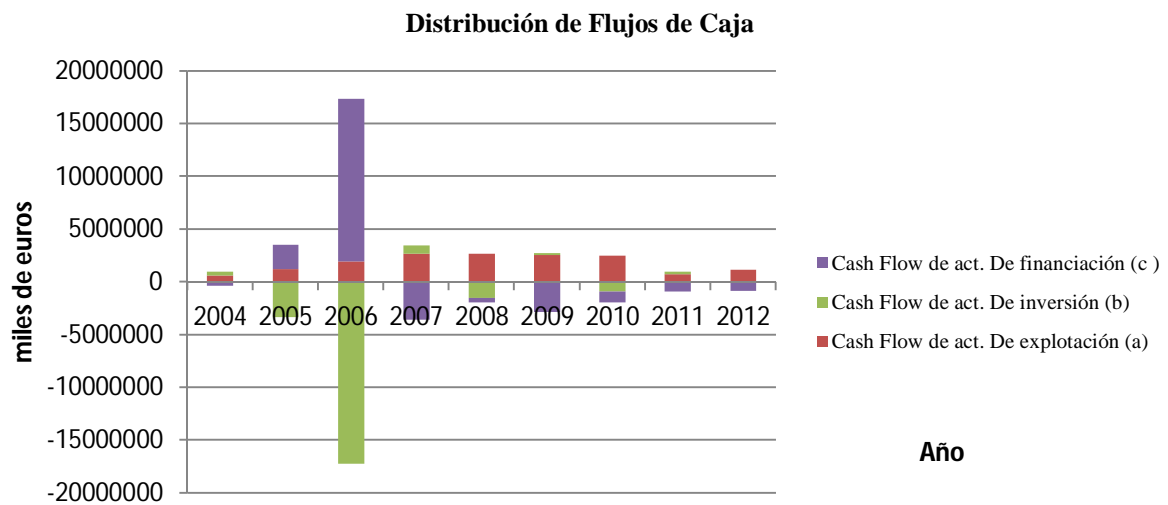


Figura 80: Evolución de los flujos de caja de *Ferrovial*. Fuente: *Elaboración propia* a partir de datos extraídos de las memorias anuales.

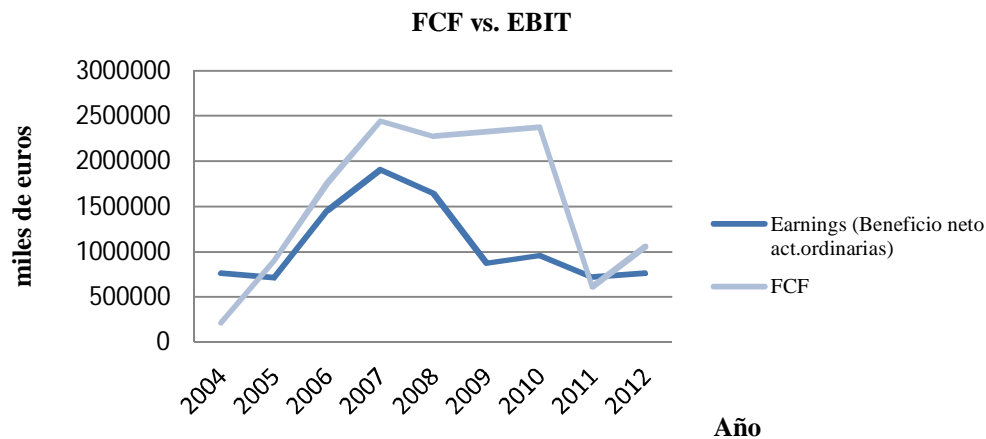
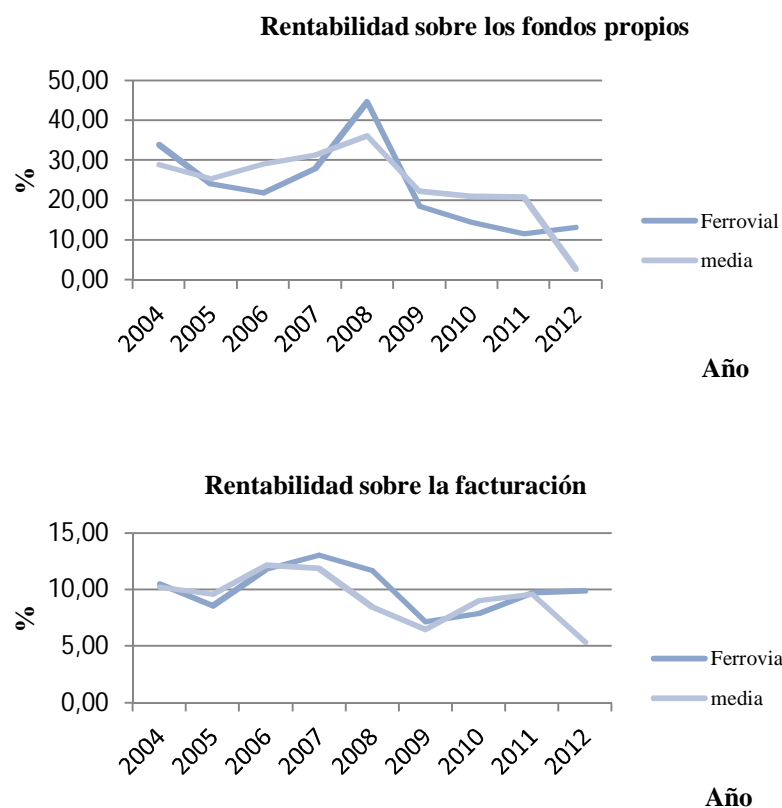


Figura 81: Evolución del flujo de caja libre y del *EBIT* de *Ferrovial*. Fuente: *Elaboración propia* a partir de datos extraídos de las memorias anuales.

### *Rentabilidad*

Vemos que *Ferrovial* tiene un rendimiento muy parecido al del sector. Se observa que debido a su mayor exposición a las actividades concesionales durante el periodo de recesión, el grupo ha experimentado una rentabilidad sobre la facturación algo superior a la media. Esto ha supuesto una ventaja para el grupo, pues no ha sufrido problemas a causa de un elevado endeudamiento

(vemos como otros grupos como *Sacyr* o *Fomento* que trabajaban demasiado apalancados están teniendo serios problemas al liquidar sus pasivos). Sin embargo, la rentabilidad sobre los fondos propios se ha mantenido por debajo de la de los demás grupos.



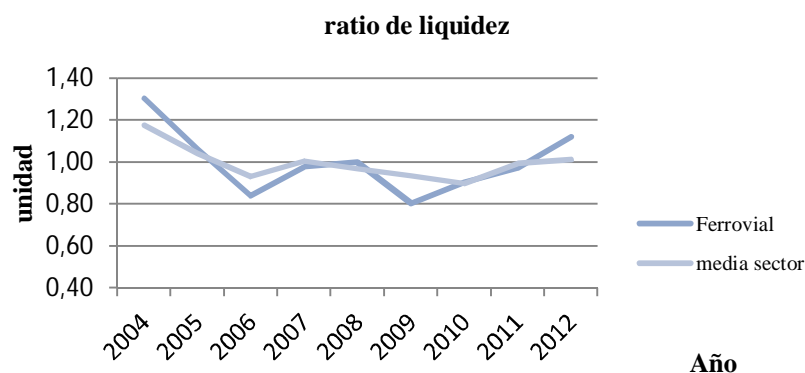
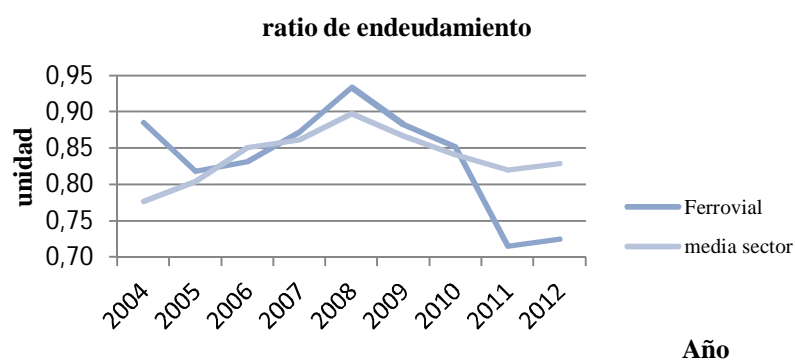
Figuras 82 y 83: Rentabilidad sobre los fondos propios ( $EBIT/ Patrimonio\ neto$ ) y sobre la facturación ( $EBIT/Cifra\ de\ negocios$ ) de *Ferrovial* y la media del sector. Fuente: *Elaboración propia* a partir de datos extraídos de las memorias anuales.

### Ratios principales

- Ratios de deuda: Vemos como el endeudamiento del *Grupo Ferrovial* empieza a crecer en 2006, dado la adquisición de *BAA* y como cae a partir de 2008 debido a las constantes ventas de activos aeroportuarios que ejecuta el grupo a *posteriori*<sup>93</sup>. Mencionar que el nivel óptimo de endeudamiento del grupo no se fija a nivel global, sino que cada infraestructura tiene el suyo

<sup>93</sup> Después de adquirir *BAA*, *Ferrovial* ya empezó a vender todos los activos aeroportuarios adquiridos que no consideraban estratégicos.

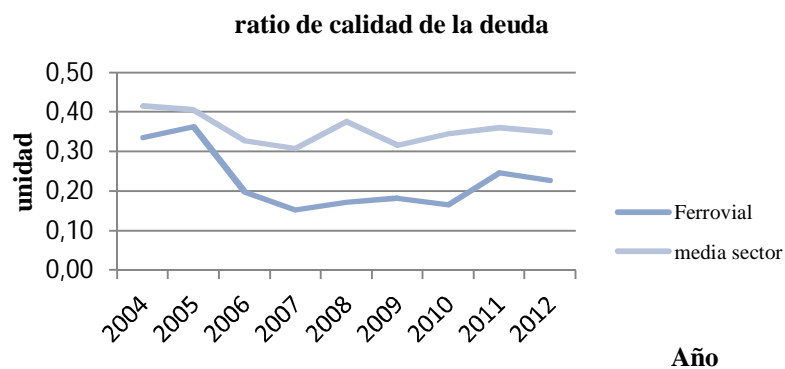
vinculado a sus variables operativas o sus perspectivas de flujos futuros<sup>94</sup>. Por lo que se refiere al ratio de liquidez, vemos que este ha sido inferior a uno la mayoría de años. Sin embargo, en el caso de *Ferrovial* esto no supone un problema, pues el grupo liquida los intereses que devengan de sus deudas corrientes a través de los ingresos que proporcionan sus activos concesionales no corrientes<sup>95</sup>. Esto queda ejemplificado a través del ratio de calidad de la deuda del grupo, donde se ve como *Ferrovial* se financia mayoritariamente con deuda a largo plazo.



<sup>94</sup> Un nivel alto de endeudamiento corresponde a Infraestructuras que se van a explotar durante muchos años y que tienen unos flujos muy recurrentes y previsibles.

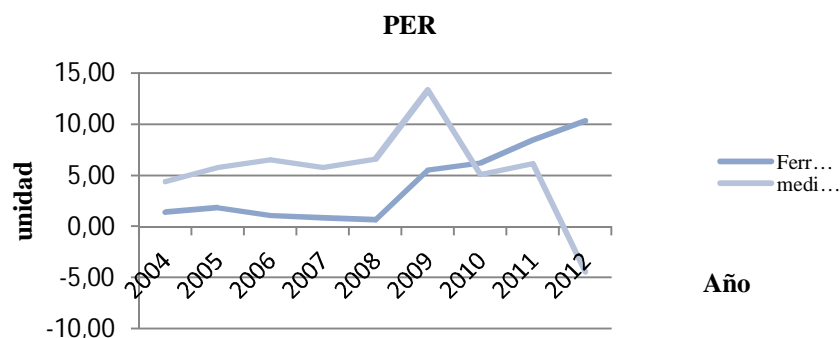
<sup>95</sup> *Ferrovial* financia sus concesiones mediante deuda que vence al mismo tiempo que el periodo de explotación. La idea es que de este modo se van a pagar los intereses que devenguen con los ingresos derivados de la explotación de la infraestructura.

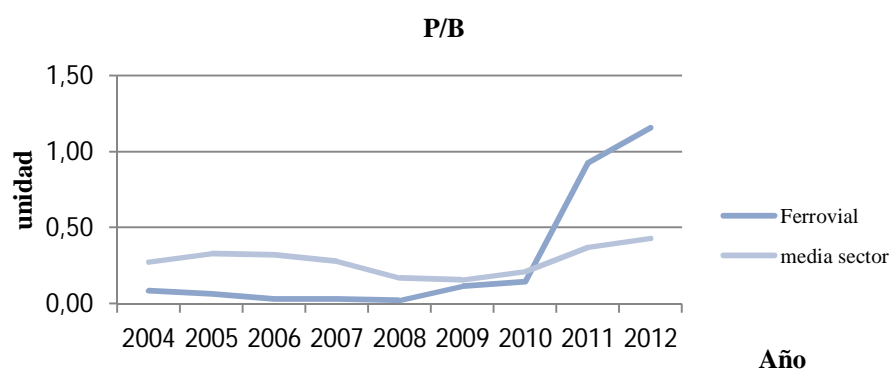
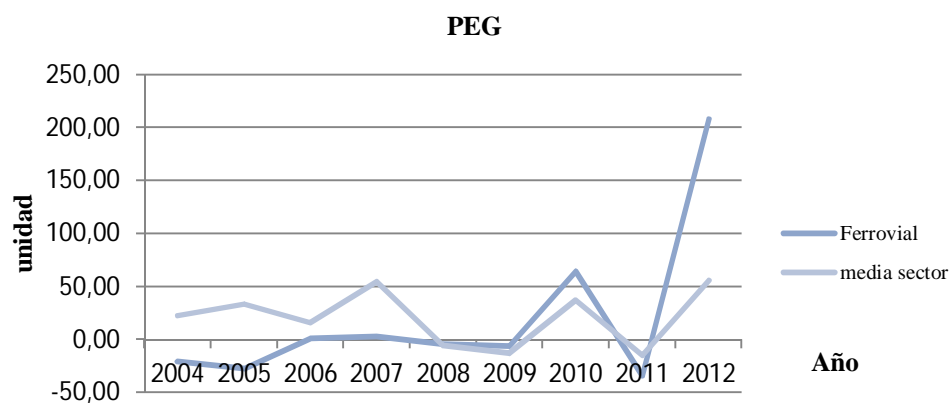




Figuras 84, 85 y 86: Ratio de endeudamiento (pasivo/activo), ratio de liquidez (activo corriente/pasivo corriente) y ratio de calidad de la deuda (pasivo corriente/pasivo) de Ferrovial y de la media del sector. Fuente: *Elaboración propia* a partir de datos extraídos de las memorias anuales.

- **Ratios bursátiles:** Se observa que *Ferrovial* tiene actualmente los mayores ratios *PER*, *PEG* y *P/B* del sector. Además, sorprende la evolución positiva del *PER* a lo largo de toda la recesión, causada por la fuerte revalorización que han experimentado sus acciones. Destacar que a causa de la evolución negativa de los beneficios de la empresa durante los últimos años, el *PEG* de *Ferrovial* se ha situado a unos niveles astronómicos, solo adquiridos por *Sacyr* justo antes de la crisis. Esto puede indicar que la empresa se encuentra sobrevalorada, pudiéndose esperar una corrección del precio de las acciones en el futuro próximo.





Figuras 87, 88 y 89: Ratio Price to Earnings (Capitalización bursátil/EBIT), ratio Price Earnings to Growth (Capitalización bursátil/EBIT\*crecimiento del EBIT) y ratio Price to book value (Capitalización bursátil/Activo total-Activo intangible) de Ferrovial y de la media del sector. Fuente: *Elaboración propia* a partir de datos extraídos de las memorias anuales y los datos extraídos de *Morningstar*.

- Ratios operacionales: Vemos que el margen bruto de *Ferrovial* ha sido mayor al del sector durante la mayoría de años de crisis. La división con una menor rentabilidad es la de Construcción (8 % en 2012), mientras que la más rentable ha sido la de Autopistas (71 % en 2012). La división de Aeropuertos se sitúa entre las dos, con una rentabilidad del 25 % en 2012.

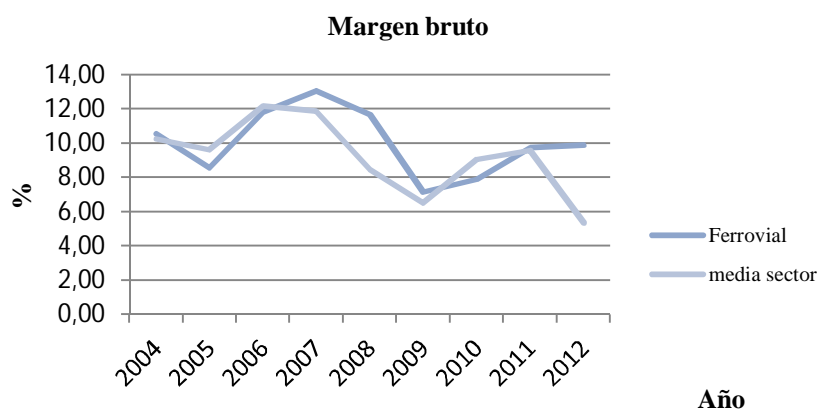
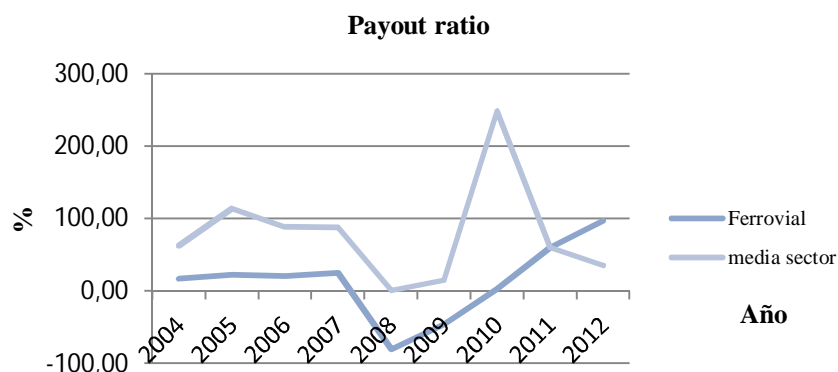


Figura 90: Margen bruto (EBIT/Cifra de negocios) de Ferrovial y de la media del sector. Fuente: *Elaboración propia* a partir de datos extraídos de las memorias anuales.

### Distribución de resultados

Vemos que *Ferrovial* tiene un *ratio Payout* muy bajo, lo que implica que el grupo sigue una política de reparto de dividendos bastante pobre. Además, dada su elevada exposición a actividades recurrentes como son las concesiones el bajo importe devengado no queda justificado<sup>96</sup>.



<sup>96</sup> Vemos que los grupos concesionales se caracterizan por pagar elevados y constantes dividendos a lo largo del tiempo, pues sus actividades generan ingresos muy recurrentes y con amplios márgenes de beneficio. Dos ejemplos claros de ello son *Abertis* i *OHL*.



Figura 91 y 92: Payout ratio (Dividendo/Beneficio por acción) y dividendos pagados de Ferrovial. Fuente: *Elaboración propia* a partir de datos extraídos de las memorias anuales.

\* \* \* \* \*

**ESTRATEGIAS EMPRESARIALES DEL SECTOR DE LA CONSTRUCCIÓN**  
**Parte III**  
**ESTUDIO COMPARATIVO DE LAS ESTRATEGIAS EMPRESARIALES SEGUIDAS POR**  
**LOS CUATRO CASOS DE ESTUDIO**  
**desde 2004 hasta 2012**

ESTUDIO COMPARATIVO DE LOS CUATRO GRUPOS CONSTRUCTORES

A continuación, se ha realizado un estudio comparativo de los dos pares de estudio<sup>97</sup>, viendo que estrategias empresariales habían adoptado las empresas que han superado la crisis<sup>98</sup> que no hubiesen adoptado las otras. El objetivo ha sido identificar aquellas prácticas empresariales que garantizan una buena marcha para los grupos que las aplican.

Por cada uno de los siguientes puntos, se ha empezado describiendo las conclusiones llegadas mediante nuestro estudio comparativo, ejemplificándolas acto seguido con nuestros cuatro casos de estudio.

**Concentración de las actividades**

*“Deberíamos vivir tantas veces como los árboles, que pasado un año malo echan nuevas hojas y vuelven a empezar.”*

*- José Luis Sampedro*

Este punto resulta una de las conclusiones más controvertidas de nuestro estudio, pues destruye el tópico de la diversificación como medida para paliar la recesión económica actual.

Se ve como a diferencia de lo que dicen la mayoría de expertos del sector, sobre diversificar el portafolio de un grupo queriendo entrar a muchas actividades y sectores distintos para cazar nuevas oportunidades o crear una cierta contraciclicidad no es una buena estrategia. Todo lo contrario, se ve como los grupos constructores que mejor han afrontado la crisis son aquellos que decidieron centrarse en una o pocas actividades estratégicas, volcando todos sus recursos y esfuerzos en esta dirección. Además, se ha

---

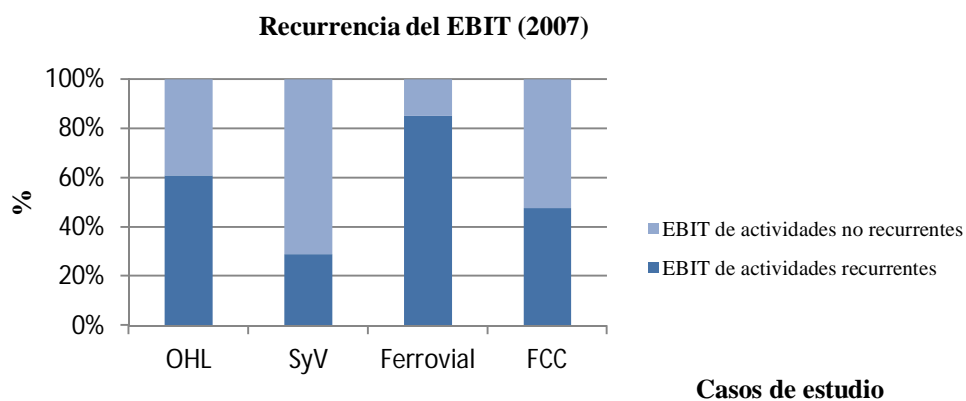
<sup>97</sup> *Obrascon Huarte Lain (OHL) - Sacyr Vallehermoso y Ferrovial - Fomento de Construcciones y Contratas.*

<sup>98</sup> *Obrascon Huarte Lain (OHL) y Ferrovial.*

visto a través del estudio de estos grupos que dichas actividades escogidas comparten todas ellas unas características en común:

(1) *Recurrencia*: Vemos como los grupos que han superado la crisis, adoptaron en su momento una fuerte visión a largo plazo de sus negocios, apostando por actividades que generasen ingresos recurrentes a lo largo del tiempo. De este modo, quedaban protegidos de la fuerte ciclicidad del sector sin tener la necesidad de entrar en otras industrias o nuevas actividades. Entre estos negocios recurrentes destacar las concesiones y los servicios de mantenimiento, los cuales permitieron a *OHL* y *Ferrovial* dar este salto estratégico sin abandonar su círculo de competencias<sup>99</sup>.

Contrariamente, los grupos que peor han reaccionado frente la crisis son aquellos que mantenían una visión cortoplacista de sus negocios, apostando por una fuerte diversificación (muchas veces en actividades no relacionadas) y basando su estrategia en potenciar una u otra de sus divisiones según la fase del ciclo económico en la que nos encontrásemos. El ejemplo más claro es *Sacyr Vallehermoso*, quien poseía un *EBIT* de tan solo un 29 % proveniente de actividades recurrentes y quien ha practicado hasta día de hoy una política basada en sobre diversificarse, entrando en toda una serie de industrias y actividades que ni entendían cómo funcionaban ni existían sinergias claras<sup>100</sup>.



<sup>99</sup> Vemos que ambas eran empresas de construcción civil, lo cual les permitió entrar en el mundo de las concesiones y servicios de mantenimientos sin demasiado esfuerzo dadas las sinergias que existen entre dichas actividades.

<sup>100</sup> Tal y como se estudiará en el apartado de Fusiones y Adquisiciones (pág. 96), esto causó que sea uno de los grupos con un historial de *divorsifications* (adquisiciones que haces para diversificar tu portafolio y en las que acabas perdiendo dinero) más acusado.

Figura 93: Recurrencia del *EBIT* de los cuatro casos de estudio al inicio de la crisis (2007). Fuente: *Elaboración propia* a partir de datos extraídos de las memorias anuales.

(2) *Sinergias claras*: Se ve que los grupos que han superado las crisis han dado mucha importancia a las sinergias en el momento de entrar en nuevos campos de actividad. Tanto *OHL* como *Ferrovial* tienen una visión global de sus negocios, refutando entrar en todas aquellas oportunidades que no encajen o beneficien sus actividades estratégicas. El caso de *OHL* es uno de los más claros, rechazando entrar en todas aquellas actividades que no ofrezcan una ventaja competitiva para el negocio central del grupo, las concesiones<sup>101</sup>. Destacar además que nunca entró en el negocio de las energías o las *telecom*, una tentación a la que ningún otro grupo pudo resistirse<sup>102</sup>. El caso de *Ferrovial* es muy similar, siendo uno de los pilares de su política de concentración en activos estratégicos la correcta articulación de sinergias. El grupo no solo ha sabido crear un portafolio muy bien cohesionado, sino que ha llevado las sinergias a otras dimensiones del grupo. Destacar en este contexto la creación del *Grupo Global de Innovación*, máxima autoridad de *Ferrovial* en materia de I+D+i dedicada a reunir profesionales de todas las divisiones para garantizar un proceso de Innovación rico en sinergias entre los distintos niveles del grupo.

Por el contrario, tanto *Sacyr* como *FCC* se han caracterizado por hacer constantes irrupciones en nuevas actividades e industrias donde no existían sinergias algunas. *Sacyr* ha llevado a cabo inversiones en sectores tan diversos como son el financiero<sup>103</sup>, el energético<sup>104</sup> o las *telecom*<sup>105</sup>. Destacar la participación que mantiene actualmente en *Repsol*, la cual utilizan

---

<sup>101</sup> Vemos que *OHL* mantiene la división de construcción para ejecutar las obras que después explotará el grupo de concesiones. Del mismo modo, posee una división de servicios que únicamente está presente en aquellas actividades que mejoran y complementan sus activos concesionales.

<sup>102</sup> En la gran mayoría de los casos con un final infeliz.

<sup>103</sup> En el año 2004 adquirió el 3,1 del *BBVA*, liquidando su participación en el grupo al año siguiente.

<sup>104</sup> En el año 2006 adquirió el 20 % de *Repsol YPF*. A lo largo de los años ha ido reduciendo su participación en el grupo hasta poseer un 9,53 % en la actualidad.

<sup>105</sup> Tenía diversas participaciones a través *Vallehermoso Telecom*. Mencionar que la división perdió dinero casi todos los años.

únicamente como carta de presentación a la hora de moverse por América Latina<sup>106</sup>.

(3) *Rentabilidad, no crecimiento*: Aunque evidentemente todos los grupos quieren crecer, observamos que las constructoras que han reaccionado favorablemente frente la crisis se centran principalmente en mejorar la rentabilidad de sus negocios actuales más que no en crecer en tamaño. Este punto va en gran parte de la mano con el primero (recurrencia), pues es al tener un portafolio “inmune” a los efectos de las recesiones económicas que uno puede centrarse en mejorar sus actividades desde dentro independientemente de lo que pase al exterior. Tanto *OHL* como *Ferrovial* tienen una visión de dentro a fuera de sus negocios, prestando poca sino ninguna importancia a la evolución del contexto económico. Esto se debe a que en un momento dado entendieron que si entraban en actividades recurrentes basadas en contratos de explotación a largo plazo, podían centrar todos sus esfuerzos a mejorar la rentabilidad de sus operaciones y actividades, en vez de preocuparse por cuál iba a ser el siguiente sector caliente del mercado. Con el tiempo, el hecho de volcar todos sus recursos y esfuerzos en unos pocos sectores estratégicos y querer mejorar internamente en ellos les ha permitido desarrollar un fuerte nicho de mercado y posicionarse como los líderes en la mayoría de los mercados en que operan, tanto a nivel de geografías como de actividades. En el caso de *OHL*, vemos que el grupo hizo un cambio estratégico el año 2002 cuando decidió apostar por el negocio de las concesiones. Desde entonces, este ha sido consistente con su visión, avanzando en esta única dirección y no distrayéndose con lo que pasaba a su alrededor<sup>107</sup>. El hecho de haber concentrado todos sus recursos en esta actividad ha creado una cierta inercia, permitiéndole aumentar sus márgenes de beneficio año tras año<sup>108</sup>. El caso de *Ferrovial* es muy parecido, pues el grupo decidió también apostar por las actividades concesionales. En este caso, su creciente concentración en activos

---

<sup>106</sup> La participación en *Repsol* constituye la principal deuda del grupo (5.000 millones), lo cual sorprende dados los problemas que ha acarreado a *Sacyr* su elevada deuda y vistas las escasas si no nulas sinergias existentes con *Repsol*.

<sup>107</sup> Sorprende como *OHL* fue el único grupo constructor español que no entró en el negocio inmobiliario durante todo el periodo de expansión, pues aunque ofrecía unos suculentos beneficios no mejoraba o complementaba su actividad principal, las concesiones.

<sup>108</sup> Actualmente, *OHL* ocupa la posición número 23 entre los mayores contratistas internacionales, según el ranking 2013 de *ENR*.



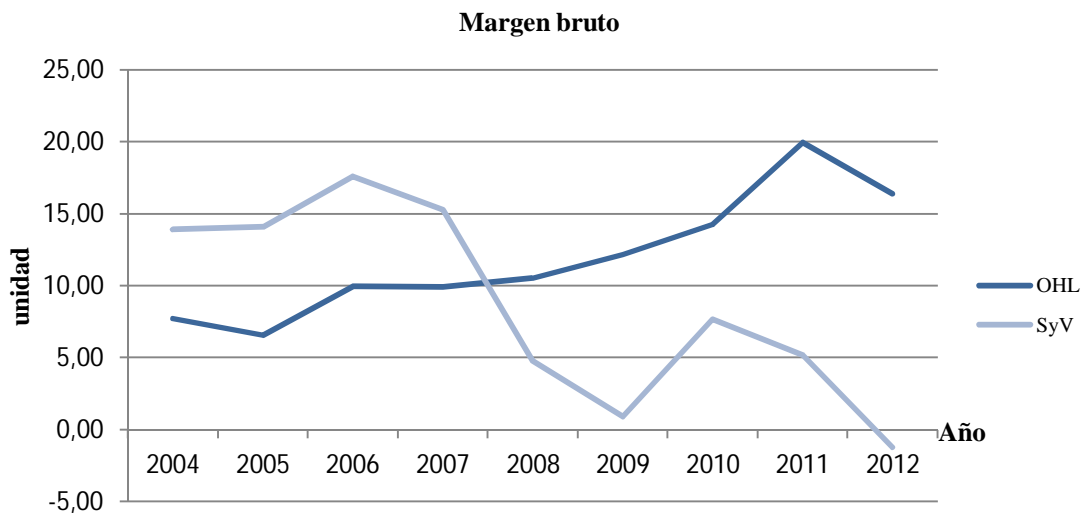
estratégicos junto con su voluntad de mejorar los resultados internos de sus infraestructuras han sido los motores principales del grupo. Por un lado, se ve que después de todas sus adquisiciones (especialmente la de *BAA* en 2007) el grupo ha llevado a cabo unos fuertes planes de desinversión de activos no estratégicos con el objetivo de quedarse únicamente con aquellas infraestructuras que ofrecían unos márgenes mejores. Se observa como el grupo ha ido vendiendo a lo largo del tiempo el aeropuerto de Sídney, el de Budapest, el de Belfast, el de Gatwick, el de Nápoles, el de Edimburgo así como el *BAA World Duty Free*, *Cintra Aparcamientos*, *Swissport* y otros. Por otro lado, el grupo apuesta por una mejora constante de sus infraestructuras en explotación para incrementar los resultados y rentabilidad de ellas. En el caso de *Ferrovial* todas sus actuaciones van enfocadas a mejorar un parámetro clave: la satisfacción del usuario. Esta forma de operar les permite concentrar todos los recursos en una variable fundamental, de la cual derivan todos los demás resultados del grupo: vemos que si el cliente está satisfecho este va a utilizar más la infraestructura, lo que se traduce en un aumento del tráfico y con ello de los ingresos.

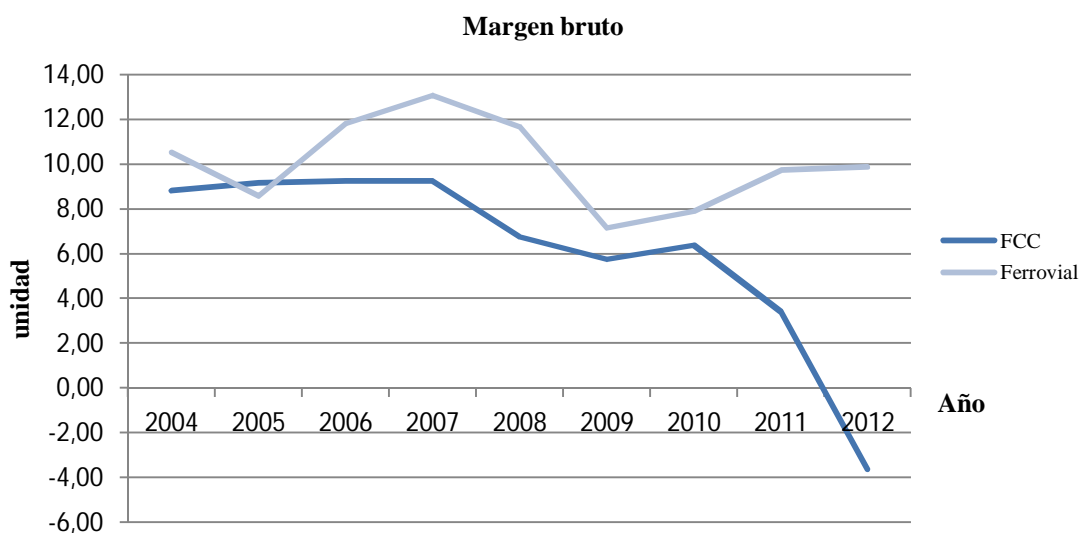
Por el contrario, los grupos que no han superado la crisis tienen la visión opuesta, es decir, de fuera a dentro. Su estrategia se basa en observar la evolución del mercado muy de cerca, adoptando posiciones reaccionarias: entrar en mercados de fuerte crecimiento o salir de aquellos que empiezan a ralentizar. Sin embargo, aunque muy de moda actualmente, esta estrategia ha demostrado ser nefasta por distintos motivos:

- Existencia de un periodo de adaptación: Cuando el mercado entra en un nuevo ciclo económico, necesitas un periodo de adaptación para ajustar tus actividades a él. Por ejemplo: Si estabas potenciando la actividad inmobiliaria y ahora quieres saltar a los servicios porque ha explotado la burbuja inmobiliaria, vas a necesitar unos años para adaptar tu estructura empresarial a esta nueva división (pues hasta ahora no era tu negocio central) y poder amortiguar los malos resultados de la otra. Con el tiempo que vas a necesitar para hacer crecer esta nueva división la economía puede entrar un nuevo ciclo, donde existan otros sectores más atractivos o aún peor, tu nueva

división de Servicios empiece a perder dinero. Vemos pues que el querer predecir la evolución de los mercados es un negocio muy arriesgado, en el cual la mayoría de expertos se equivocan repetidamente. Es mucho más fácil para una empresa apostar por actividades con unos prospectos atractivos a largo plazo e intentar mejorarlas internamente con independencia de hacia donde se muevan los mercados.

- No se generan inercias: Dado que las empresas tienen unos recursos limitados, es muy importante su correcta distribución. Vemos que los grupos excesivamente diversificados no son consistentes con sus inversiones, pues esparcen excesivamente sus recursos sin llegar a ser ninguno de ellos suficiente para desarrollar un conocimiento superior en algo y establecer sus propios nichos de mercado. Es mucho mejor hacer una cosa pero ser el mejor en ella que no a la inversa. Además, tal y como se comentará posteriormente en el apartado de *Fusiones y Adquisiciones*, las empresas sobre diversificadas se caracterizan por tener unos índices de inversiones desastrosas muy superiores a la media, pues no existe una dirección clara de en qué invertir los recursos.





*Figuras 94 y 95: Margen bruto (EBIT/Cifra de negocios) de los dos pares de estudio. Vemos que en ambos casos, los márgenes de OHL y Ferrovial son mucho mayores que los de Sacyr Vallermoso (SyV) y FCC. En el caso de OHL vemos como el grupo ha sido capaz de aumentar la cifra todos los ejercicios debido a un creciente efecto inercia (desarrollo de nichos de mercado al ser consistente con sus inversiones). En el caso de Ferrovial destacar la evolución positiva del grupo, a excepción del periodo 2006-2009 donde el grupo tuvo que llevar a cabo la desinversión de los activos no estratégicos adquiridos con BAA (era debido a la presencia en su portafolio de dichos activos no estratégicos que caía el margen bruto) Fuente: *Elaboración propia* a partir de datos extraídos de las memorias anuales.*

### **Concentración geográfica internacional**

*“La tierra que no es labrada llevará abrojos y espinas aunque sea fértil”*

*-Santa Teresa de Jesús*

Apostar por una creciente internacionalización de las actividades ha sido la segunda forma más usada a la hora de paliar los efectos negativos de la recesión actual. Aunque siendo una de las estrategias empresariales más alabadas por los expertos del sector y practicadas por los grupos constructores, con el presente estudio se ha descubierto que existen ciertas limitaciones al aplicar este concepto. Si bien es cierto que la apertura a nuevos mercados menos maduros puede paliar los efectos de la recesión nacional, sobre diversificarse geográficamente no resulta la estrategia adecuada. Por el contrario, son aquellos grupos que han llevado a cabo una política de concentración internacional, solo entrando en aquellos países que representaban enclaves estratégicos para sus modelos de negocio, los que mejor han reaccionado

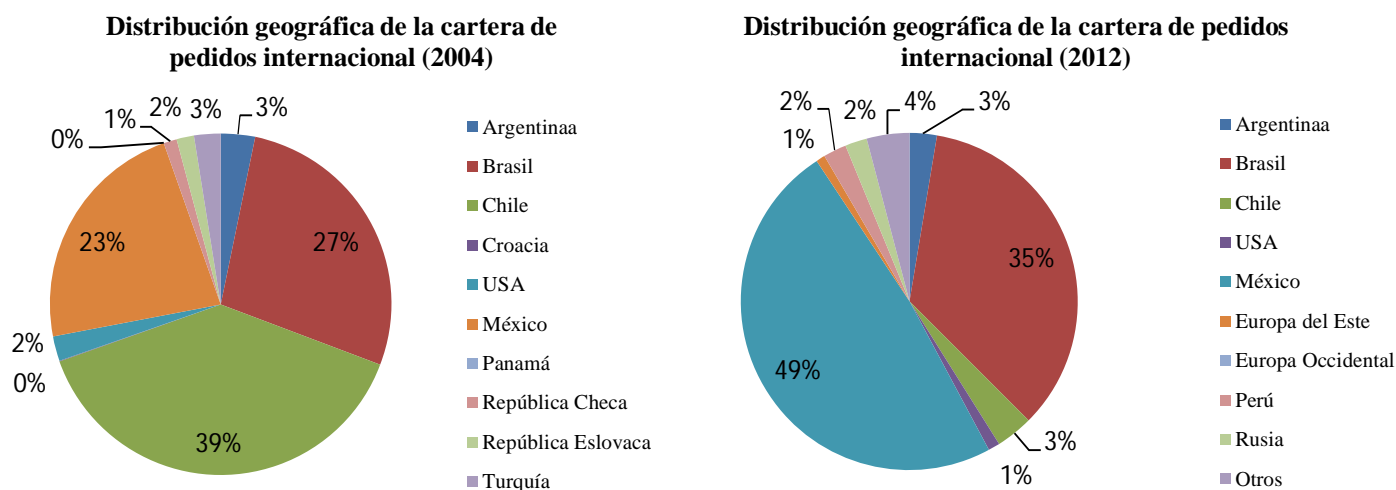
frente la coyuntura actual. Vemos como los grupos ganadores han entrado en países que ofrecían las tres ventajas siguientes:

- *Rentabilidad sostenida:* De nuevo vemos como los grupos ganadores priorizan la rentabilidad por encima del crecimiento. Son grupos que no buscan entrar en todas las geografías que puedan para aumentar su cifra de negocios, sino que se centran únicamente en la rentabilidad, estudiando todas las opciones meticulosamente y entrando únicamente en aquellos países donde los márgenes de beneficio a largo plazo son mayores.

Un ejemplo muy claro es el par de estudio *OHL - Sacyr Vallehermoso*. Por un lado, vemos como *OHL* ha venido ejerciendo una política de concentración geográfica en aquellos países de América Latina que ofrecen unos prospectos de rentabilidad a largo plazo más atractivos. Se observa que en el año 2004, el 89 % de su cartera de negocios internacional<sup>109</sup> estaba concentrada en únicamente tres países: Chile (39 %), Brasil (27 %) y México (23 %). Como es de esperar, esta selección no fue cuestión de azar, pues el grupo empleó en su momento grandes recursos y esfuerzos en ejercer dicha tría. Además, vemos como a lo largo del periodo de estudio *OHL* ha acentuado aún más sus preferencias geográficas, llegando a concentrar el 84 % de su cartera en únicamente Brasil (35 %) y México (49 %). El hecho de que *OHL* dejase de financiar infraestructuras chilenas se debió principalmente a la ralentización del crecimiento de este mercado, el cual ofrece actualmente un atractivo inferior al de Brasil o México.

---

<sup>109</sup> Al ser las Concesiones el negocio central de *OHL*, no tiene sentido hablar de cifra de negocios, sino de cartera de pedidos, pues el valor actual de la empresa viene determinado por los ingresos recurrentes que será capaz de cosechar a largo plazo. A continuación se ejemplifica dicha situación para comprenderla mejor: imaginemos que este ejercicio *OHL* declarará unas ventas por valor de 1 millón de euros, pero que por el contrario todos sus activos concesionales vencen este año. En este caso *OHL* valdría prácticamente nada, pues sus ingresos en el futuro serán cero. Sin embargo, imaginemos ahora que *OHL* no va a tener ingresos en este ejercicio, pero que a partir del año siguiente va a empezar a explotar durante 20 años toda una serie de concesiones por valor de 1 millón de euros. En este caso, *OHL* pasaría a ser muy valiosa, pues actualmente posee unos activos que van a producir ingresos en los años próximos.



Figuras 96 y 97: Cartera de pedidos internacional de OHL en los años 2004 y 2012. Mencionar que la cartera de 2012 no incluye los efectos derivados de las ventas de OHL Brasil y OHL Chile a Abertis. Fuente: Elaboración propia a partir de datos extraídos de las memorias anuales.

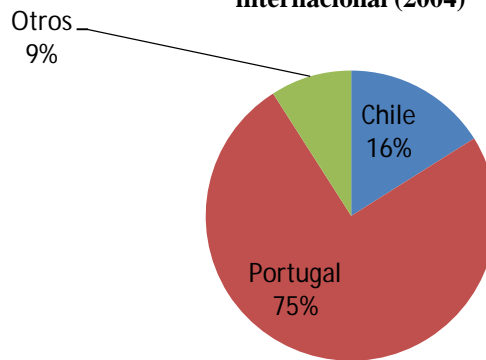
Por otro lado, vemos como *Sacyr Vallehermoso* se ha caracterizado por poseer una estrategia de internacionalización muy pobre. En primer lugar, al empezar la crisis vemos que el grupo estaba excesivamente expuesto al mercado portugués, representando este un 75 % de la cifra de negocios<sup>110</sup> internacional. Esta es una práctica que se ha dado mucho entre las empresas del sector, pues la mayoría de ellas no entendieron el papel de la internacionalización a la hora de protegerles frente a una recesión: la principal protección que ofrece el internacionalizarse es que si uno de los países donde estas presente sufre problemas (ej. Corralito, en Argentina), el efecto negativo derivado de ello se diluye entre los resultados positivos que presentan las otras geografías. Sin embargo, para que esto sea así, es de mayor importancia que los países en los que operas estén poco correlacionados<sup>111</sup>. Sin embargo, Portugal se caracteriza por ser uno de los mercados más correlacionados con España, sino el que más, lo que implica que operar en Portugal no ejerce una buena protección frente a una recesión nacional. Evidentemente, al estallar la burbuja

<sup>110</sup> En este caso nos fijamos en la cifra de negocios, pues los negocios centrales de OHL son actividades a corto plazo.

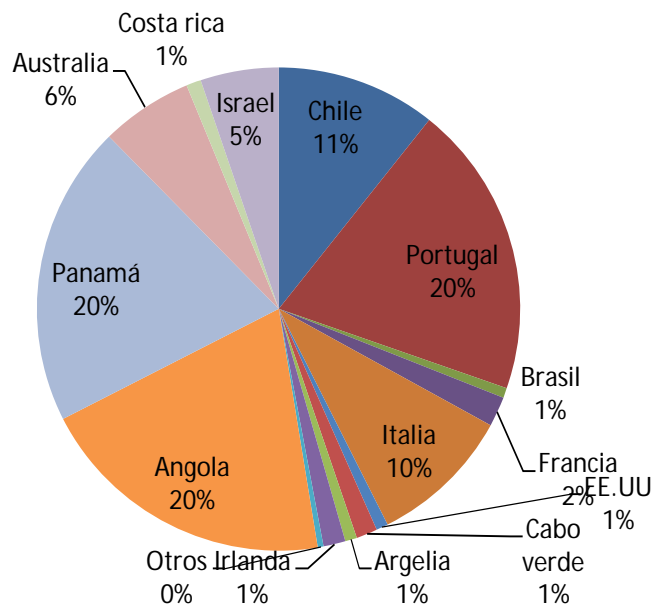
<sup>111</sup> Se dice que dos países o economías están correlacionadas si lo que sucede en una afecta a la otra.

inmobiliaria en 2007, Portugal se desplomó también con España, dejando al grupo muy tocado. En segundo lugar, vemos como desde entonces en grupo ha seguido una política de sobre diversificación geográfica, entrando en todos aquellos países donde tenía la oportunidad de operar y sin seguir ningún criterio claro. El hecho de no cribar las geografías en las que está presente por criterios de máxima rentabilidad ha provocado que las actividades internacionales del grupo tengan los márgenes más bajos del sector. Además, tal y como se mostrará en el apartado siguiente, el hecho de querer repartir sus inversiones entre demasiados territorios no le ha permitido posicionarse como el líder en ninguno de ellos.

**Distribución geográfica de la cifra de negocios internacional (2004)**



**Distribución geográfica de la cifra de negocios internacional (2012)**



Figuras 98 y 99: Cifra de negocios internacional de *Sacyr Vallehermoso* en los años 2004 y 2012. Fuente: *Elaboración propia* a partir de datos extraídos de las memorias anuales.

- *Líderes en sus mercados*: Se ve como los grupos que han superado la crisis son los líderes en la mayoría de mercados internacionales donde operan. Este punto está estrechamente relacionado con el anterior, pues es al centrarse en unas pocas geografías que estas empresas han podido concentrar toda su inversión, desarrollando un conocimiento superior a los demás y estableciendo fuertes nichos de mercado locales. Esto se ha traducido en la acumulación de una cierta inercia (cada vez son mejores en lo que hacen y el *gap* entre ellos y la competencia se acentúa más) y en un aumento constante de la rentabilidad de sus operaciones internacionales.

Un buen ejemplo es *Ferrovial*, quien ha concentrado sus actividades internacionales en solo tres países: Polonia<sup>112</sup>, Reino Unido<sup>113</sup> y USA<sup>114</sup>. Dada su elevada voluntad de mejorar en estos mercados y su compromiso de permanencia a largo plazo, el grupo se ha convertido en el primer operador en todos ellos<sup>115</sup>. En el caso de Polonia, el grupo se ha consolidado como la primera constructora nacional<sup>116</sup>. Además, *Budimex* ganó el premio “*The Best Construction Company 2011*” por *The Builder Magazine*. En el caso de UK, *Ferrovial* se ha consolidado como el primer gestor aeroportuario a través de su participación en *Heathrow Airport Holdings Limited (HAH)*<sup>117</sup>. Esto ha sido en gran parte posible gracias al proceso de desinversión en activos no estratégicos que el grupo realizó tras la adquisición de *BAA*, liquidando todas sus participaciones en infraestructuras no inglesas<sup>118</sup>. Tal y como se aprecia en la tabla de abajo, con esta operación *Ferrovial* pudo centrarse únicamente en los aeropuertos más rentables de este país,

---

<sup>112</sup> 30% de la cifra de negocios internacional en 2012.

<sup>113</sup> 40% de la cifra de negocios internacional en 2012.

<sup>114</sup> 23% de la cifra de negocios internacional en 2012.

<sup>115</sup> En distintas divisiones.

<sup>116</sup> A través de su filial *Budimex*.

<sup>117</sup> Antigua *BAA*.

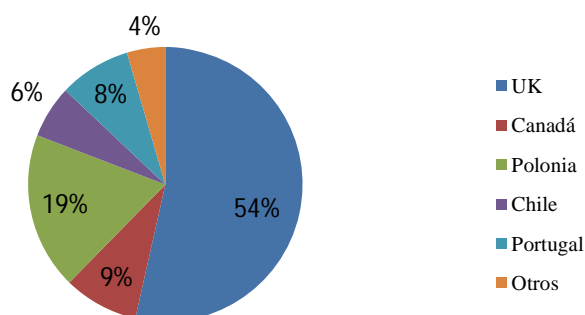
<sup>118</sup> Se vendió los aeropuertos de Nápoles, Belfast, Sídney y otros.

gestionando actualmente únicamente cuatro de los ocho que poseía<sup>119</sup>. Por último, se observa que el grupo es también la primera constructora del estado de Texas, donde opera a través de su filial *Webber*. En este caso, podemos ver de nuevo en la tabla siguiente como los activos concesionales americanos gozan de unos márgenes superiores a los de las demás geografías.

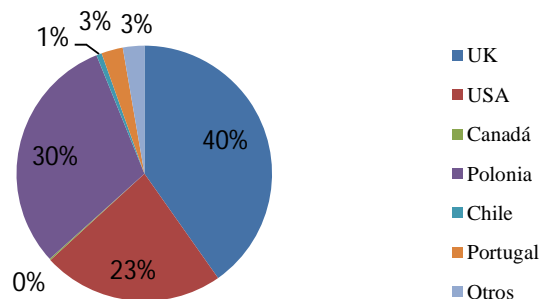
<u>Reino Unido (2012)</u>		<u>Rentabilidad</u> <sup>120</sup>
<u>Aeropuertos</u>		
London Heathrow Airport .....		52,3%
Aberdeen Airport .....		36,1%
Glasgow Airport .....		36,5%
Southampton .....		31,5%
Media de los aeropuertos vendidos <sup>121</sup> .....		24,3%
<u>USA y Polonia (2012)</u>		<u>Rentabilidad</u>
<u>Concesiones de Autopistas (USA)</u>		
Chicago Skyway .....		86,5%
SH-130 .....		53,7%
Indiana toll road .....		82,9%
Media de las otras geografías .....		56,3%
<u>Construcción</u>		
Webber – USA .....		3,9%
Budimex – Polonia .....		4%
Media de las otras geografías .....		6,9%

Tabla 7: Márgenes brutos de *Ferrovial* por geografías y actividades. Fuente: *Elaboración propia* a partir de datos extraídos de las memorias anuales.

**Distribución geográfica de la cifra de negocios internacional de Ferrovial (2004)**



**Distribución geográfica de la cifra de negocios internacional de Ferrovial (2012)**



<sup>119</sup> London Heathrow, Aberdeen, Glasgow y Southampton.

<sup>120</sup> *EBIT/Cifra de negocios*.

<sup>121</sup> Stansed, Gatwick, Budapest y Nápoles.



*Figuras 100 y 101: Cifra de negocios internacional de Ferrovial en los años 2004 y 2012. Fuente: Elaboración propia a partir de datos extraídos de las memorias anuales.*

Por el contrario, se observa que ni *FCC* ni *Sacyr* no son líderes en ninguno de sus mercados internacionales.

El caso de *FCC* es de especial interés, pues se observa como una de las principales medidas adoptadas en el momento de reestructurar el grupo (*Plan de reestructuración 2013*) ha sido la desinversión de todos aquellos activos internacionales no estratégicos. Concretamente, este plan de desinversiones pasa por salir de todas aquellas geografías en las que el grupo no podrá posicionarse como el operador principal. El objetivo es concentrar las actividades internacionales en aquellos enclaves que ofrezcan la mejor rentabilidad y la posibilidad de establecerse como líderes. En particular, las actuaciones adoptadas pasan por:

- (1) *España*: Posicionarse como el primer operador de servicios ciudadanos.
- (2) *Reino Unido*: Reposicionarse estratégicamente para establecerse como líderes en la gestión y tratamiento de residuos.
- (3) *Expansión internacional*: Pasa únicamente por el crecimiento de su división de aguas (*Aqualia*), la cual ya es actualmente líder en el mercado español<sup>122</sup>.

Así pues, vemos que el grupo ha apostado por centrarse únicamente en unas ciertas geografías y actividades, siguiendo los pasos que tomaron en su momento *OHL* y *Ferrovial*. Mencionar la respuesta favorable que ha tenido la comunidad inversora, caracterizada por una fuerte revalorización de las acciones del grupo.

---

<sup>122</sup> Posee el 30 % de la cuota de mercado.

- *Claves para sus actividades:* Otra de las características de los grupos que han superado la crisis es que seleccionan geografías estratégicas para sus actividades. En vez de entrar en todos aquellos países que ofrecen elevadas rentabilidades, estos grupos criban aquellos que también ofrecen las mejores ventajas competitivas para sus negocios.

Un buen ejemplo es *Ferrovial*, quien ejerce actividades distintas en todas sus geografías. Por un lado, su actividad en el Reino Unido se centra en las concesiones de aeropuertos, mercado en el que entró con la privatización de *BAA*. El hecho de poder entrar en un mercado muy estable y consolidado fue una gran oportunidad para *Ferrovial*, pues le permitió diversificar sus actividades internacionales manteniendo una elevada rentabilidad y un bajo nivel de riesgo. Además, las infraestructuras aeroportuarias inglesas ofrecían ciertas ventajas competitivas para el grupo dado que todas ellas poseían periodos concesionales ilimitados. Esto les permitía aplicar su modelo de negocio basado en una mejora interna de la rentabilidad, pues sabían que mantendrían las infraestructuras suficiente tiempo como para cosechar los beneficios derivados de ello. Además, mencionar que Londres es uno de los principales *hubs* aeroportuarios de Europa, lo que permitió a *Ferrovial* posicionarse en un punto geográfico estratégico dado el crecimiento que están experimentando de los vuelos internacionales. Por otro lado, su actividad en el estado de Texas se centra en las concesiones de autopistas. De nuevo, la irrupción en este mercado se debió a la buena combinación que representaban los activos concesionales con periodos de explotación muy largos (mientras que las concesiones de autopistas suelen ser de 20-30 años, las del estado de Texas son prácticamente todas de 99), la elevada rentabilidad de dichas infraestructuras debido al tráfico de mercancías entre América Latina y USA y el bajo nivel de riesgo que supone el mercado americano.

Por otro lado, se observa que tanto *Sacyr* como *FCC* han querido entrar en nuevos mercados haciendo un poco de todo pero sin ser fuertes en nada. En vez de seleccionar geografías estratégicas por

alguna de sus divisiones, se han dedicado a ejecutar obras y proyectos de todo tipo en nuevos mercados emergentes. Sin embargo, notar de nuevo que uno de las estrategias seguidas al reestructurar FCC (*Plan de reestructuración 2013*) ha sido la desinversión de todas aquellas actividades geográficas que no ofrecían unas perspectivas de rentabilidad y liderazgo atractivas. Tal y como se ha expuesto en el apartado anterior, el grupo ha decidido centrarse en la gestión de residuos en el Reino Unido y en los servicios ciudadanos a nivel nacional.

Hemos visto pues que aun siendo los grupos más internacionalizados los que mejor han superado la crisis, el camino hacia la excelencia operacional no pasa por sobre diversificarse geográficamente sino más bien por concentrarse en unos pocos enclaves estratégicos en posición de rentabilidad, seguridad, sinergias con alguna de las actividades del grupo y la posibilidad de establecerse como el operador principal.

### **Fusiones y adquisiciones en actividades relacionadas**

*“No entiendes realmente algo a menos que seas capaz de explicárselo a tu abuela.”*

*- Albert Einstein*

Los grupos constructores españoles siempre se han caracterizado por ser muy activos en materia de fusiones y adquisiciones. En épocas de expansión económicas estas se llevaban a cabo para ganar sinergias tales como reducir los costes de estructura o ganar fortaleza financiera, mientras que últimamente se han empezado a usar como medio para entrar en nuevos sectores o geografías. Sin embargo, a partir del análisis de nuestros cuatro casos de estudio se ha visto que estas adquisiciones pueden llegar a traducirse también en pérdidas, especialmente cuando se realizan sin un objetivo claro. Es por esta razón que en nuestro estudio se han querido identificar las características compartidas por las adquisiciones que generan valor, así como aquellas prácticas que se deben evitar:

- (1) *No salir del círculo de competencias propio/sector*: Se ha observado que el incumplir con este principio ha supuesto aproximadamente el 90 % de los fracasos con respecto a las fusiones y a las adquisiciones.

A partir del estudio de los diferentes grupos, vemos que cuando estos han querido entrar en otros sectores o actividades que escapaban su círculo de competencias, casi siempre han perdido dinero. El caso de *Sacyr Vallehermoso* es uno de los más claros, además de representar perfectamente cómo funcionan estas operaciones desastrosas. Normalmente, se caracterizan por una entrada inicial en otro sector emergente, el cual crece a gran velocidad y ofrece una rentabilidad mucho mayor a la del sector de la construcción. Sin embargo, estas adquisiciones no suelen presentar sinergias algunas con las actividades ordinarias del grupo, no existiendo por ellas un interés más allá del puramente especulativo. Dado el bajo nivel de conocimiento que el grupo tiene por el sector en el que ha entrado y sus limitadas capacidades de crecer en él, llega un momento que se liquida la inversión. Este punto de salida suele coincidir con una ralentización de dicho mercado, lo cual causa una ola de pánico y venta precipitada, implicando prácticamente siempre pérdidas. Este patrón se puede observar tanto en la entrada dentro del sector de las *telecom*, como en la mayoría de adquisiciones en actividades de energías renovables e incluso en ciertas participaciones en el sector bancario y financiero. *Sacyr* constituye un ejemplo privilegiado por haber entrado en todos estos sectores: primero adquirió diversas participaciones en el sector de las *telecom* tales como *Comunicaciones Avirón*, división en la que perdió dinero todos los años. A continuación, el año 2004 lanzó un plan para hacerse con el 3,1 % del *BBVA* pero como evidentemente no existían sinergias algunas se vio forzado a liquidar su participación solo un año después. Por último, en 2006 adquirió el 20 % de *Repsol YPF* con la única razón de usarlo como carta de presentación cuando quisiera operar en América Latina<sup>123</sup>. Evidentemente, *Sacyr* ha reducido su participación en este grupo año tras año, hasta poseer actualmente un 9,7 %.

---

<sup>123</sup> Esto denota la pobre política en materia de *M&A* que tiene el grupo, pues mientras todas las demás constructoras están entrando en los mercados internacionales a través de participaciones en promotoras de infraestructuras locales, *Sacyr* decidió adquirir el 20 % de una petrolera con el que no existen sinergias

Por otro lado, se observa que los grupos que han superado la crisis han seguido la política de *M&A*<sup>124</sup> inversa, es decir, no entrar en actividades que escapen a su conocimiento o que no presentan ventajas competitivas claras. El ejemplo más claro de ello es *OHL*, siendo la única constructora española que no entro en las *telecom* y actividades relacionadas. Vemos que todas sus adquisiciones comparten los dos puntos siguientes:

- Existen sinergias claras: El grupo sigue la estrategia inversa a *Sacyr*, pues en vez de querer mejorar sus resultados a partir de “adquirir” rentabilidad externa (entrar en sectores de fuerte crecimiento) lo que hace es tratar de mejorar su rentabilidad interna, entrando en negocios que complementen sus actividades y aporten nuevas ventajas competitivas.
- No se puede crear desde dentro: Las adquisiciones únicamente se realizan cuando no se puede desarrollar el mismo conocimiento o capacidades internamente (o cuando el adquirirlas afuera presenta una serie de ventajas atractivas tales como ahorro de tiempo, recursos, etc.)

Además, tal y como se comentará en el siguiente apartado, las empresas exitosas no solo concentran sus adquisiciones en grupos del sector, sino que estos deben también mejorar el negocio central de la empresa.

A título de conclusión, vemos pues como existe una estrecha correlación entre el número de *diversifications*<sup>125</sup> y el grado de diversificación de las actividades de los grupos, pues son aquellos que siguen políticas de sobre diversificación los que acostumbran a sufrir pérdidas derivadas de entrar en sectores y actividades que no

---

algunas y que no aporta *know-how* local. Además, con esta inversión el grupo asumió la deuda más grande hasta el momento, la cual les ha llevado a serios problemas durante la crisis actual.

<sup>124</sup> Anglicismo referido a fusiones y adquisiciones (*Mergers and Acquisitions*).

<sup>125</sup> Adquisiciones que se hacen para reducir el riesgo del grupo a través de una estrategia de diversificación pero en las que acabas empeorando los resultados globales por tener dichas inversiones grandes pérdidas.

entienden o que no presentan ventajas competitivas claras para sus actividades.

Principales *diversifications*

<u>Adquisiciones dentro del sector</u>	<u>Grupo</u>
Eiffage .....	SyV
 <u>Adquisiciones en otros sectores</u>	
Vallehermoso telecom .....	SyV
BBVA .....	SyV
Repsol YPF .....	SyV
Venditelecom .....	FCC
División de energías renovables .....	FCC
ONO, UNI2, Wanadoo .....	Ferrovial

Tabla 8: Principales *diversifications* de los cuatro casos de estudio entre 2004 y 2012.

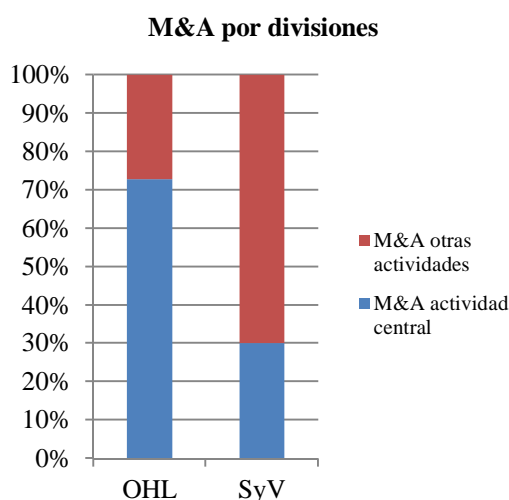
Fuente: *Elaboración propia* a partir de datos extraídos de las memorias anuales.

(2) *Las políticas de M&A giran alrededor de la actividad central del grupo:* Se observa como las empresas que han superado la crisis se caracterizan por adquirir únicamente grupos que puedan mejorar su actividad central<sup>126</sup>, sin ser demasiado activos a nivel de *M&A* en sus otras divisiones. De este modo, en vez de dispersar sus recursos entre muchos sectores, industrias y empresas diversas lo que hacen es concentrarlos en unas pocas adquisiciones de elevada relevancia e importancia estratégica para sus *core businesses*. Esto les permite ser cada vez mejores en él, desarrollando fuertes ventajas competitivas y ayudando a consolidarse como líderes del subsector. Un buen ejemplo es *Ferrovial*, quien ha concentrado prácticamente todas sus inversiones en tres operaciones clave: la adquisición de *Budimex*, la compra del grupo *Webber* y la toma de control de *BAA*. Cada una de estas operaciones ha ayudado al grupo a consolidarse como líder en los mercados concesionales de Polonia, USA y UK respectivamente. Además, acto seguido a sus adquisiciones, el grupo realiza múltiples desinversiones, desprendiéndose de todos aquellos activos adquiridos que no presenten sinergias claras o una verdadera ventaja competitiva para su negocio central.

<sup>126</sup> Se vio anteriormente que tanto *OHL* como *Ferrovial* se caracterizan por haber concentrado todas sus actividades en un *core business*, las concesiones. Además, se vio también como prestan mucha atención a la rentabilidad de sus infraestructuras e intentan mejorar internamente en sus operaciones.

*OHL* también sigue el mismo criterio, aunque algo más estricto. En su caso, el grupo apuesta por el desarrollo interno de sus capacidades, realizando adquisiciones únicamente cuando es imperativamente necesario. Normalmente, las principales tomas de control realizadas por el grupo se dan cuando este quiere empezar a operar en un nuevo mercado, adquiriendo operadores locales para ganar *know-how* geográfico y facilitar su entrada. Además, al igual que *Ferrovial*, su actividad en *M&A* gira principalmente alrededor de su división central, las concesiones, siendo poco activo en las demás.

Por el contrario, vemos como tanto *Sacyr* como *FCC* tienen una actividad en *M&A* muy similar en todas sus divisiones, sin enfatizar la de la principal (*Construcción e Inmobiliaria* en el caso de *Sacyr Vallehermoso* y *Servicios* en el caso de *FCC*). A causa de esto, dichos grupos no han sido capaces de implantarse como líderes en ninguna de sus actividades o geografías, pues han dispersado excesivamente sus inversiones y dificultado la creación de una cierta inercia.



*Figura 102:* Fusiones y adquisiciones de *OHL* y *Sacyr Vallehermoso* entre 2004 y 2012. Las actividades centrales son: *Concesiones* por *OHL* y *Construcción e Inmobiliaria* por *Sacyr Vallehermoso*. Fuente: *Elaboración propia* a partir de datos extraídos de las memorias anuales.

Además, en sintonía con lo explicado en apartados anteriores, los grupos que han superado la crisis son aquellos que han concentrado sus adquisiciones en actividades recurrentes. Reiterando lo ya comentado en puntos anteriores, esto se debe a la

estabilidad de los ingresos de estas actividades, las cuales se ven mucho menos afectadas por las recesiones.

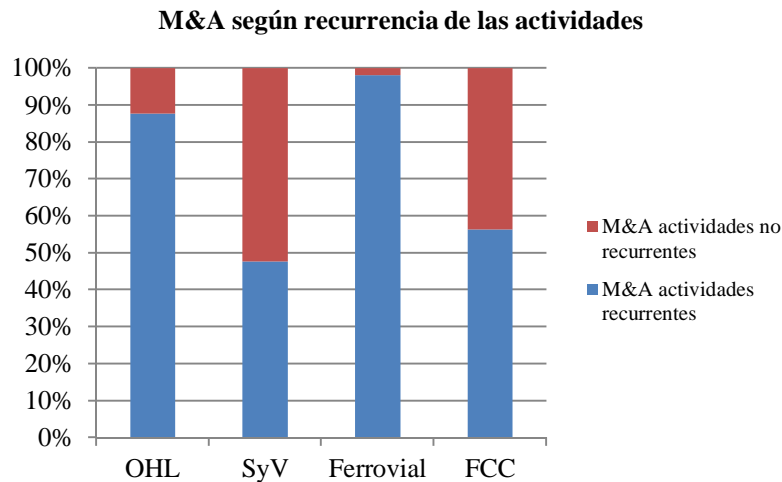


Figura 103: Fusiones y adquisiciones de los cuatro grupos en función de la recurrencia de los ingresos de los activos adquiridos. Fuente: *Elaboración propia* a partir de datos extraídos de las memorias anuales.

### **Innovación y Desarrollo (I+D+i) como pilar básico de la estrategia empresarial**

*“El progreso no es un accidente, es una necesidad, una parte de la naturaleza.”*

- Herbert Spencer

Del estudio comparativo de nuestros cuatro casos de estudio se demuestra que son aquellos grupos que tienen unas políticas de I+D+i más fuertes y avanzadas los que han superado la crisis. Además, estas empresas conciben la Innovación y el Desarrollo como uno de los pilares básicos de sus estrategias empresariales, siendo esta una de las principales fuentes de sus ventajas competitivas. Se observa como ambos grupos han utilizado sus centros de innovación para mejorar en sus diversas actividades, consiguiendo de este modo operar de forma más eficiente que la competencia y ofrecer soluciones más completas a sus clientes. Es así que dichos grupos se han ido consolidando como los líderes en los mercados y sectores en los que están presentes, pues el *gap* entre su conocimiento y el de las demás empresas se ha hecho cada vez mayor. A continuación se exponen los tres puntos que se ha visto que comparten las políticas de I+D+i de los grupos que han superado la crisis:



- (1) *Centradas pero globales*: Los grupos ganadores se caracterizan por tener unas políticas de I+D+i muy enfocadas a mejorar sus actividades centrales, pero a la vez mantienen un enfoque global.

El caso de *Ferrovial* constituye un buen ejemplo de lo expuesto. El grupo tiene un *Plan director I+D+i* que busca maximizar los rendimientos de su actividad central, las concesiones. Sin embargo, para ello no se prevén únicamente actuaciones en esta división, sino que se ha diseñado un sistema global de innovación de tal forma que todos los desarrollos llevados a cabo en sus diferentes actividades refuercen o ayuden a mejorar su *core business*. Para ello se pone especial atención a las sinergias que se crean entre las actividades de I+D+i de los diferentes departamentos.

Se ha visto como el hecho de centrarse en mejorar en sus actividades centrales y principales geografías les ha permitido ser cada vez mejores en ellas, lo que ha comportado que se establezcan finalmente como los operadores líderes.

- (2) *Planificadas y medibles*: Para poder estructurar dichas políticas de I+D+i y asegurarse que realmente tienen un impacto en sus actividades centrales, los grupos que han superado la crisis poseen comités especiales de Innovación y Desarrollo. Estos suelen estar formados por representantes de las diferentes actividades del grupo, los cuales se reúnen periódicamente para establecer las necesidades de sus negocios y definir un plan de acción. A continuación, dichas políticas son aplicadas localmente en las diferentes divisiones.

Actualmente, vemos como una de las principales actuaciones consideradas dentro del *Plan de Reestructuración 2013* de *FCC* ha sido la creación del llamado *Comité de Innovación*, demostrándose así la importancia de dicha actividad a la hora de operar rentablemente. Concretamente, este comité se va a ocupar de planificar todas las actividades en materia de I+D+i, enfocándolas hacia maximizar la rentabilidad de su negocio central, los servicios.

Se observa también que una de las tareas principales de los *Comités de Innovación* es medir los resultados, pues no solamente es importante la suma monetaria invertida en I+D+i, sino también la efectividad de dichas inversiones.

Vemos que tener unas políticas de I+D+i fuertes no es una opción que podemos o no tomar, sino que constituye un elemento clave para subsistir en la industria. Una empresa que no desarrolle el conocimiento necesario para ofrecer en el futuro unas soluciones a la altura de su competencia estará condenada a verse progresivamente desplazada fuera del mercado, pues no podrá competir ni en calidad ni en costes.

### **Política de dividendos estable**

*“Buscando las cosas inciertas, perdemos las ciertas.”*

- Plauto

Se observa como los dos grupos que han superado la crisis (*OHL* y *Ferrovial*) han sido los únicos capaces de pagar dividendos de forma ininterrumpida durante todo el periodo de estudio. Este hecho es de especial relevancia, pues implica dos conclusiones básicas para sus actividades:

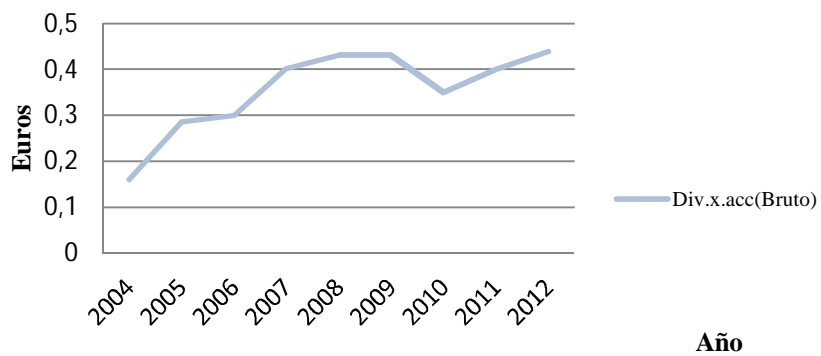
(1) *Atractivo inversor*: Vemos como los inversores institucionales buscan entrar en empresas maduras que sean capaces de generar dividendos de forma estable (en el caso de sectores emergentes o empresas en crecimiento no sería así). Esto se debe a la política de diversificación y rotación de activos seguidas por estos colectivos, pues buscan mantener una parte de sus portafolios en empresas grandes, las cuales sean fuertes generadoras de efectivo que después ellos reinvertirán en otros sectores y actividades emergentes que representan nuevas oportunidades. Así pues, de las empresas ya maduras y bien establecidas como son las del sector de la construcción, la comunidad inversora lo que suele buscar en ellas es seguridad e ingresos recurrentes, más bien que no un fuerte crecimiento. Es por esta razón, que tanto *OHL* como *Ferrovial* no han tenido problemas de financiación, pues han podido ofrecer a los inversores lo que buscaban en ellas. Por el contrario, vemos como *Sacyr Vallehermoso* ha sufrido una masiva fuga de inversiones

a lo largo de toda la crisis, lo que ha puesto al grupo en grave peligro al tener problemas para refinanciar su deuda.

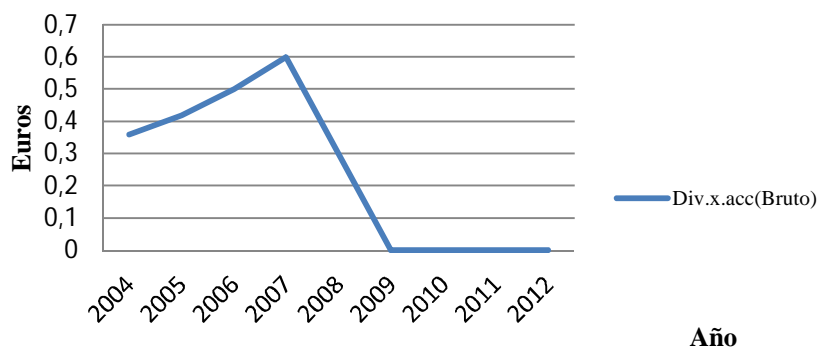
Relacionado con este punto, se ve como los principales problemas de financiación de *Sacyr* y *FCC* han tenido lugar porque estos grupos han querido actuar como inversores sin realmente serlos. Se observa como en épocas de expansión, en vez de reinvertir sus beneficios en desarrollar sus negocios internos o repartir abundantes dividendos lo que hicieron fue emplearlos en realizar toda una serie de inversiones en otros sectores emergentes y actividades no relacionadas (*ej. telecoms, energías, banca, etc.*). Esto causó el recelo de la comunidad inversora, pues lo último que quieren estos grupos es invertir en firmas que hagan lo mismo que ellos. Lo que *Sacyr* y *FCC* no entendieron es que la mayoría de inversores actúan según la máxima “Los beneficios generados por mis negocios se me han de distribuir en forma de dividendos, a menos que se me demuestre que el hecho de reinvertirlos en el negocio constituye un atractivo mayor al que me ofrecen las participaciones en otras empresas que podría adquirir actualmente con dichos flujos de capital”.

- (2) *Demuestra una correcta gestión de sus beneficios*: El hecho de que *OHL* y *Ferrovial* hayan sido capaces de repartir dividendos tanto en buenas como en malas épocas deriva de su compromiso con el largo plazo. En vez de aprovechar las distintas olas especulativas que se han ido presentado, estos grupos apostaron por realizar en épocas de expansión todas aquellas inversiones necesarias para garantizar la viabilidad de sus negocios a largo plazo. El caso más claro de ello es *OHL*, quien utilizó gran parte de sus beneficios para promocionar nuevos proyectos concesionales, de tal modo que estos garantizaran los ingresos futuros del grupo. Se demuestra que su estrategia empresarial ha resultado ser la más exitosa del sector, pues no únicamente ha sido capaz de pagar dividendos durante todo el periodo, sino que además ha incrementado el montante todos los años a excepción del 2010.

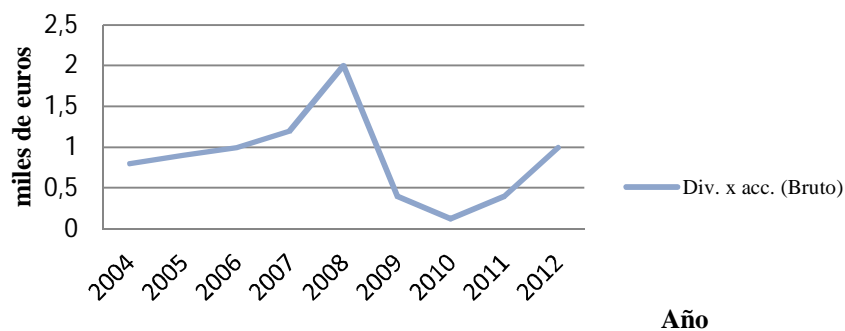
**Dividendo por acción ordinario (Bruto) de OHL**



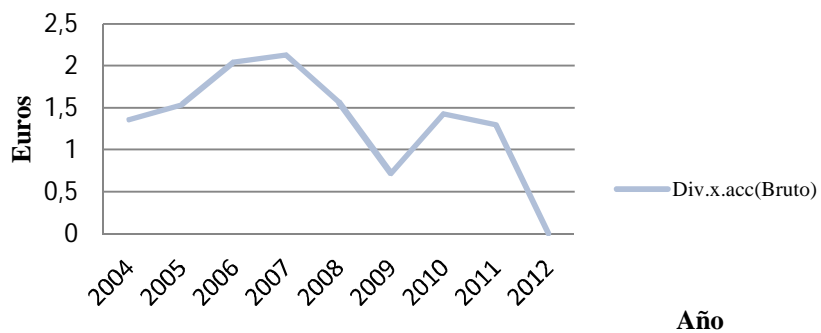
**Dividendo por acción ordinario (Bruto) de SyV**



**Dividendo por acción (Bruto) de Ferrovial**



**Dividendo por acción ordinario (Bruto) de FCC**



Figuras 104, 105, 106 y 107: Dividendo por acción bruto repartido por los cuatro grupos entre los años 2004 y 2012. Fuente: *Elaboración propia* a partir de datos extraídos de las memorias anuales.

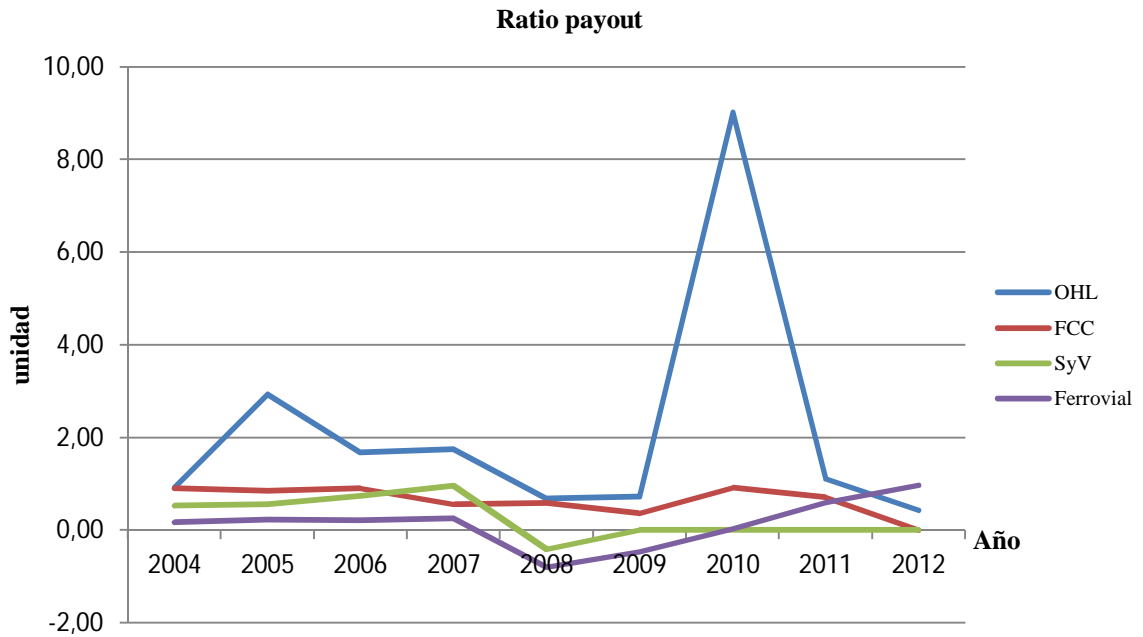


Figura 108: Ratio payout (Dividendo/Resultado) de los cuatro grupos entre los años 2004 y 2012. Fuente: *Elaboración propia* a partir de datos extraídos de las memorias anuales.

\*\*\*\*\*

#### ESTUDIO COMPARATIVO CON OTROS SECTORES

En este apartado se han querido comparar algunas de las prácticas empresariales seguidas en el sector de la construcción con aquellas generalmente aceptadas como buenas en el conjunto de las otras industrias. El objetivo ha sido identificar otros elementos estratégicos en los que nuestros cuatro casos de estudio podrían mejorar.

Por cada uno de los siguientes puntos, se ha empezado describiendo cuales son las estrategias generalmente aceptadas, comparándolas acto seguido con las seguidas por nuestros cuatro casos de estudio.

## Recursos Humanos

*“Aceptar nuestra vulnerabilidad en lugar de tratar de ocultarla es la mejor manera de adaptarse a la realidad.”*

- David Viscott

Vemos que las empresas más exitosas son aquellas que consideran las personas como una dimensión fundamental, sino la más importante. De hecho, cada vez hay más estudios<sup>127</sup> que convergen en la idea de que el camino hacia el éxito empresarial siempre empieza por rodearse de la gente adecuada, siendo todo lo demás un aspecto secundario. Esta idea, ampliamente conocida a través de la expresión *“Have the right people in the right seats”*, se basa en el principio de que si consigues atraer a la gente correcta, podrás hacer que ellos mismos encuentren la forma de convertir la empresa en una líder. Un buen ejemplo de ello es el banco comercial americano *Wells Fargo*. “Vemos que a partir de 1970, su CEO Dick Cooley empezó a construir uno de los equipos con más talento de la historia de la industria. Él se dio cuenta de que la industria bancaria iba a cambiar, aunque en vez de tratar de predecir como lo iba a hacer (lo cual es imposible) se dedicó a contratar al mejor talento que encontró (muchas veces sin un puesto en mente) siguiendo su principio: “Si no soy suficientemente inteligente para ver los cambios que van a venir, ellos lo harán. Además, serán lo suficientemente flexibles para adaptarse a ellos”. Cuando los cambios derivados de la desregulación de la industria bancaria llegaron, nadie los superó tan bien como *Wells Fargo*. Por aquel entonces, mientras el sector caía un 59 % con respecto al mercado general, *Wells Fargo* lo superó por tres veces.”<sup>128</sup> Para mejor ejemplificar la necesidad de empezar por rodearse del mejor talento, a continuación se exponen tres de sus justificaciones básicas:

- (1) *Si empiezas por el “quien” y no por el “que” vas a poder adaptarte mejor al mundo cambiante en el que vivimos:* Tal y como hemos visto con la crisis actual del sector de la construcción, no existen negocios ni actividades para siempre, pues las necesidades cambian y evolucionan constantemente. Mientras que hace unos años el sector inmobiliario era el que ofrecía más

---

<sup>127</sup> Un buen ejemplo es el estudio que llevo a cabo el analista de McKinsey&Co. Jim Collins en su libro *“Good to Great”*, donde presentó el concepto de *“First who, then what”*: después de estudiar toda una serie de reestructuraciones exitosas, el autor demostró como el factor clave de todas ellas fue rodearse inicialmente de nuevo talento, el cual aportó nueva energía e ideas a los grupos estudiados permitiéndoles definir una nueva dirección.

<sup>128</sup> Pg. 42-43, *Good to Great*, Jim Collins.

rentabilidad en España, actualmente es uno de los que tiene menos futuro. Del mismo modo, al igual que hace veinte años los proyectos de *CPP* nacionales eran prácticamente inexistentes, actualmente constituyen las mayores oportunidades de negocio del sector de la construcción. Es por esto por lo que observamos que el factor clave para poder superar los diferentes ciclos económicos siempre empieza por la adaptabilidad de tus capacidades, la cual viene promocionada por tus empleados. No importa cuántas ventajas competitivas hubiese desarrollado *Vallehermoso* en su sector Inmobiliario, pues al finalizar el *boom* su gente no estuvo preparada para afrontar el nuevo ciclo en el que se entraba.

(2) *Si tienes la gente correcta, no tendrás que motivarla ni manejarla:* Una de las características de un proceso de contratación exitoso es que consigues atraer todo aquel talento que está apasionado y auto motivado por lo que hace. Es por esto, que las empresas que tienen fuertes políticas de contratación no suelen supervisar a sus empleados excesivamente, sino que establecen únicamente objetivos y políticas de recompensación. Esto supone unos ahorros económicos muy importantes además de un fuerte incremento de la rentabilidad de los trabajadores, pues estos se sienten como los propietarios de su trabajo.

(3) *Si te rodeas de la gente equivocada, no importa como de buena sea tu idea pues no vas a ser capaz de desarrollarla.*

En el caso de nuestros casos de estudio, vemos que ninguno de ellos ha dado aún este paso, pues todos centran mucha más atención en lo que hacen que no en quien lo hace. Tanto *OHL*, *FCC* como en *Ferrovial* poseen estrategias empresariales diseñadas por un equipo directivo extraordinario (a menudo capitaneado por un genio carismático), pero nunca han prestado la misma atención a quien las iba a aplicar. Esto ha causado que aquellos grupos que han acertado con su estrategia empresarial (*OHL* y *Ferrovial*) no hayan acabado de desarrollar su completo potencial a causa de las limitaciones humanas que persisten en la compañía.

Para poder construir un equipo formado por el mejor capital humano disponible, normalmente, se sigue una política de *RH* compuesta por diferentes elementos. A

continuación, vamos a exponer cuales son y como pueden mejorar en ellos nuestros grupos constructores:

(1) *Reclutamiento y Promoción*: A diferencia de lo que hacen muchas empresas, el reclutamiento es una labor que ha de llevarse a cabo por los mismos trabajadores de la empresa, no por el equipo de Recursos Humanos. Estos se ocupan de la parte administrativa del proceso de selección (*ej.* fijar salarios, contratar a la gente, gestionar despidos, etc.), pero la selección en sí de los candidatos ha de llevarse a cabo por los propios profesionales de la empresa, pues son ellos quienes conocen las necesidades del puesto de trabajo y quienes tienen que comprobar si el nuevo candidato encaja con la cultura y ambiente de trabajo del grupo. En el caso del sector de la construcción, se ve que en la mayoría de casos aun es el mismo personal de Recursos Humanos quienes conducen las entrevistas de trabajo, comportando muchos errores de contratación. Además, existen otras razones por las que los procesos de contratación deben llevarse a cabo por los propios profesionales:

- *El talento se contrata de arriba abajo*: Cuando existe un profesional mediocre en una posición, siempre va a tender a contratar otros subordinados mediocres, pues tiene miedo de aquellos que podrían hacerle sombra. Es por esta razón que siempre se tiene que atraer talento de arriba abajo (primero el equipo directivo, después los cuadros intermedios y por último las posiciones técnicas), nunca saltando una división hasta que no esté completamente establecida. Vemos pues que una persona de *RH* difícilmente podrá conocer el trabajo de un alto o medio directivo, siendo difícil por ellos escoger correctamente.
- *Las políticas de contratación se basan en lo que no puedes cambiar*: Los procesos de selección exitosos se basan en todo aquello que la empresa no podrá cambiar en su candidato, básicamente aspectos de su carácter y actitud. Un buen ejemplo es la empresa de productos del consumo *Procter&Gamble*, uno de los grupos más importantes del *Dow Jones* 30. Destaca que el lema de la división de contratación de la empresa sea “*We hire de person, not the position*”, pues basan todo su proceso de selección en tus aptitudes y no tus conocimientos (es frecuente que



contraten a gente para posiciones donde su formación no tiene nada que ver, pues estas son habilidades en las que ellos podrán formarte). Por el contrario, en el sector de la construcción español nos encontramos a menudo el caso contrario, pues las aptitudes técnicas representan prácticamente la totalidad de tu *fit* en la compañía. Esto causa a menudo que se produzcan tensiones en el ambiente de trabajo, pues aunque todo el mundo está sobradamente capacitado muchas veces aparecen problemas en las relaciones personales.

- *La empresa también se vende*: El proceso de contratación es doble, pues no es únicamente la empresa quien evalúa el candidato sino que el proceso inverso también se aplica, especialmente cuando se quieren contratar los mejores candidatos. Normalmente, las empresas exitosas aprovechan los procesos de selección para resolver todas las dudas que el candidato pueda tener sobre sus tareas y aspectos relacionados con la empresa y el puesto por el que se está entrevistando. Sin embargo, una persona de *RH* normalmente no dispone de toda esta información, pues no trabaja con el mismo equipo que lo hará el candidato. El no dejar a un candidato convencido puede suponer que acepte otras ofertas de trabajo, perdiendo así la empresa una gran cantidad de recursos y tiempo.

(2) *Compensación*: Se ha demostrado en estudios recientes<sup>129</sup> que una elevada compensación no es eficaz a la hora de hacer trabajar más o mejor a la gente, sino que sirve únicamente para atraer inicialmente aquel nivel de talento que te interesaría contratar. Este representa uno de los puntos más conflictivos de la industria de la construcción española, pues aunque ya no solamente compiten entre ellas por atraer el mejor talento, estas siguen actuando como si así fuese. Mientras que algunos de los mejores profesionales del sector están optando cada vez más por trabajar en otros sectores más lucrativos como son el financiero, consultoría, etc. las empresas constructoras siguen disminuyendo los salarios y su atractivo profesional (*ej.* a menudo, hay que ir a otros países, salarios menos atractivos, etc.). De este modo, están dejando escapar la oportunidad de nutrirse de toda una serie de talento muy

---

<sup>129</sup> *Topgrading*, Bradford D. Smart PhD.

valioso y abundante (estudiantes, profesionales mayores que han perdido el trabajo con la crisis, etc.) que podría serles de gran necesidad en futuras etapas de expansión (pero que sin embargo les va a ser más difícil de encontrar después).

Sin embargo, sí que se observa que tanto *OHL* como *Ferrovial* poseen unos sistemas de recompensa de sus empleados muy modernos y eficaces. En ambos casos se intenta mantener unos niveles de motivación elevados a través de un % de sueldo variable, el cual depende de los objetivos alcanzados. Destacar en especial los diversos planes de opciones contratados para los diferentes directivos y cuadros medios así como los planes de acciones disponibles para los trabajadores de base.

(3) *Formación*: Esta parte representa una de las más importantes, tanto por el impacto que representa en la rentabilidad de los trabajadores como por la motivación que inspira en ellos el deseo de superación y crecimiento profesional. Normalmente, los planes de formación vienen definidos por un plan de desarrollo profesional, en el cual determinas con tu superior (quien te hace de *coacher*) en cuales de las necesidades de tu puesto no eres lo suficientemente fuerte como para poder ascender a una posición superior. Una vez definidas estas se suele diseñar un esquema de actuación, el cual puede incluir formas de aprendizaje tan variadas como cursos, libros, etc. La idea es que dichos planes se revisan periódicamente para actualizarlos y evaluar como se ha progresado. En el caso del sector constructor español mencionar que *Ferrovial* ya posee unos planes de formación y *coaching* muy modernos, así como que tanto *OHL* como *FCC* los han empezado a implantar. Sin embargo, *Sacyr* tiene mucho camino por recorrer en este sentido, limitándose actualmente su oferta de formación a cursos puramente técnicos o de seguridad en obra.

Como conclusión, queda claro pues que todos los cuatro casos de estudio pueden mejorar aún mucho en materia de *RH*, siendo *OHL* y *Ferrovial* los más avanzados y *Sacyr* y *FCC* los más atrasados.

“Ayer es sólo un recuerdo; mañana nunca es lo que se supone que es.”

- Bob Dylan

Los derivados son unos instrumentos financieros cuyo valor depende del precio de otro activo llamado subyacente. Por ejemplo, el valor de un futuro sobre acero dependerá de la evolución de los precios del acero.

Estos productos se han caracterizado por ser algo controvertidos y poco entendidos por el público en general, pues aunque pueden ser de gran ayuda a la hora de protegerse de las incertitudes de los mercados se ha tendido a usarlos con fines más bien especulativos.

Por un lado, existe un amplio recelo hacia el uso de estos productos, pues muchos ven a los derivados como la principal causa de la crisis financiera actual. Durante esta, la mayor parte de instituciones financieras utilizaron dichos productos con fines especulativos, principalmente a través de los *CDS*<sup>130</sup> y *ABS*<sup>131</sup>. Esto ha implicado que mucha gente les haya cogido miedo y los vean como unos instrumentos complicados y poco útiles.

Sin embargo, la verdad es otra, pues un uso correcto de los derivados puede protegernos frente a diferentes riesgos e incertidumbres tales como la evolución de los tipos de interés, la evolución de los tipos de cambio, la evolución de los precios de las materias primas o la evolución de los precios de la energía. En el caso del sector de la construcción español, vemos como todos los grupos han ido adoptando políticas de coberturas de este tipo a lo largo del periodo de estudio, dada las oportunidades que

---

<sup>130</sup> *Credit Default Swap*: Producto financiero derivado a través del cual la empresa que lo emite acepta cubrir las pérdidas sufridas por el comprador sobre un activo subyacente. Estos productos han demostrado ser ineficaces, pues cuando llega una recesión las compañías que los emiten no pueden hacer frente a todas las pérdidas que sufren de golpe y terminan quebrando. Este fue el caso de *AIG*.

<sup>131</sup> *Asset-Backed-Security*: Tipo de producto financiero derivado del que su valor depende de la evolución de una cesta de diferentes activos subyacentes. Estos activos subyacentes suelen ser activos muy pequeños, los cuales es difícil vender individualmente. Además, al desconocer que productos forman parte de esta cesta muchas veces es difícil evaluar su riesgo inherente, convirtiendo los *ABS* en unos productos altamente especulativos. Un caso particular de *ABS* son las *Mortgage-backed-securities (MBS)*, las cuales están compuestas por cestas de activos hipotecarios. Estas fueron una de las principales causas de la crisis económica inmobiliaria en los Estados Unidos, pues permitieron a los bancos dar hipotecas a personas con un perfil crediticio de alto riesgo, colocándolas posteriormente en los mercados financieros a través de las *MBS*. Evidentemente, cuando estas personas empezaron a impagar el valor de los *MBS* cayó y todas las sociedades financieras que los poseían quebraron o tuvieron que ser rescatadas.

ofrecen dichos instrumentos a una industria como la nuestra. Los principales instrumentos de cobertura utilizados han sido:

(1) *SWAP o permuta financiera*: Son contratos por medio de los cuales dos partes se comprometen a intercambiar una serie de cantidades de dinero en fechas futuras. Los tres tipos de *SWAPs* contratados por el sector de la construcción son:

- *Equity SWAP*: Estos contratos son muy usados por aquellos grupos que tienen contratados planes de opciones para sus empleados. A través de dichos *SWAPs*, se garantizan que en el momento de ejercer las opciones no se produzca un quebranto patrimonial (pues las acciones del grupo pueden haberse revalorizado y las reservas previstas inicialmente para ejecutar el plan sean insuficientes). Estos productos de permuta financiera nos garantizan que en el momento de ejercer dichas opciones vas a recibir el montante correspondiente a la diferencia entre el precio de las acciones cuando emitiste las opciones y el que tienen actualmente.
- *Interest Rate SWAP (IRS)*: Este es uno de los derivados más utilizados y útiles para el sector de la construcción. Dado que la industria de la construcción opera de forma muy apalancada la rentabilidad de sus actividades puede verse muy afectada por la evolución de los tipos de interés. Los contratos *IRS* lo que nos permiten es protegernos de un aumento de los tipos de interés, pues a través de ellos pasamos a pagar un tipo de interés fijo en aquellas deudas que antes era variable (de este modo si aumentasen los tipos de interés no tendríamos que pagar más intereses por nuestras deudas). Mencionar que son de especial utilidad en actividades concesionales, dado que estas se financian con deudas a muy largo plazo (normalmente tienen el mismo vencimiento que la concesión).
- *Cross Currency SWAP*: Este derivado es cada vez más utilizado a causa de la creciente internacionalización de los grupos constructores. Dado que muchos países poseen divisas diferentes al euro, es necesario protegerse de las evoluciones de los tipos de cambio, pues una

apreciación del euro con respecto a las demás monedas podría ser nefasta para la rentabilidad de los grupos españoles. Estos productos derivados nos permiten establecer un tipo de cambio fijo, haciéndonos invulnerables a la evolución de estos.

- *Index Linqued SWAP*: Estos productos de cobertura permiten establecer un índice de inflación fijo, de tal modo que los ingresos de tus actividades no se vean afectados por la evolución de este. Este derivado es muy útil para los negocios concesionales, pues los ingresos de dicha actividad se suelen actualizar con el *IPC* (las tasas cobradas en autopistas, aeropuertos, etc. se actualizan en función de la inflación).

(2) *Collar*: Son otra opción alternativa a los *IRS* para protegerse de la evolución de los tipos de interés. Aunque existen dos tipos de *Collars* (los *CAP* y los *FLOOR*), en el sector de la construcción únicamente se utilizan los *CAPs*. Estos nos garantizan que en el caso de que los tipos de interés superen un cierto límite superior se nos va a reembolsar el montante correspondiente a la suma que excede dicho nivel.

Derivados utilizados por los cuatro grupos constructores

	<u>OHL</u>	<u>SyV</u>	<u>Ferrovial</u>	<u>FCC</u>
<i>Equity SWAP</i>	Sí	-	Sí	-
<i>Interest Rate SWAP (IRS)</i>	Sí	Sí	Sí	Sí
<i>Cross Currency SWAP</i>	Sí	Sí	Sí	-
<i>Index Linqued SWAP</i>	-	-	Sí	Sí
<i>Collar CAP</i>	-	Sí	-	Sí

*Tabla 9*: Uso de productos derivados por grupo constructor. Fuente: *Elaboración propia* a partir de datos extraídos de las memorias anuales.

## CONCLUSIONES

A fecha de 2012, se podía observar como ciertos grupos constructores españoles habían superado favorablemente la recesión económica nacional mientras que otros aún se encontraban bien inmersos en ella. Este hecho me llevo a considerar la posibilidad de que existiesen diferencias entre las estrategias empresariales seguidas por dichos grupos, siendo unas más adecuadas que las otras a la hora de hacer frente a los problemas coyunturales de la economía.

Para poder verificar si esto era así, en la presente tesina se han estudiado las diferentes estrategias empresariales adoptadas por dos pares de estudio: *Obrascón Huarte Lain – Sacyr Vallehermoso* y *Ferrovial – Fomento de Construcciones y Contratas*. Por un lado, *OHL* y *Ferrovial* son empresas que han superado exitosamente la recesión económica mientras que por el otro lado, *Sacyr* y *FCC* aún experimentan resultados negativos.

Del estudio comparativo de las estrategias seguidas por cada uno de los integrantes de nuestros dos pares de estudio, se ha descubierto que existen siete prácticas empresariales estrechamente correlacionadas con la buena marcha de los grupos que las aplican.

En primer lugar, se ha visto que los grupos que han superado la crisis concentran sus actividades en una actividad clave, la cual se caracteriza por aportar a su vez ingresos recurrentes y sinergias claras con el resto del grupo. Además, dichas empresas priorizan la rentabilidad por encima del crecimiento, implicando que únicamente expanden sus operaciones si pueden mantener o aumentar el margen bruto de sus resultados. El hecho de centrarse en actividades recurrentes y estables a largo plazo les permite ser menos vulnerables a los ciclos económicos y prestar menos atención a la evolución de los mercados.

En segundo lugar, se observa como dichos grupos concentran sus actividades internacionales en unas pocas geografías clave para sus actividades. Esto les permite establecerse como los operadores líderes en dichos enclaves y aumentar la rentabilidad en ellos año tras año.

En tercer lugar, se ha observado como en materia de fusiones y adquisiciones, la mejor estrategia pasa por entrar únicamente en aquellas actividades que se encuentran dentro de tu círculo de competencias y en las que existen sinergias claras con el resto de tus negocios. Además, para las empresas que han superado la crisis, las actuaciones en materia de fusiones y adquisiciones giran alrededor de su actividad central, solo llevándose a cabo cuando mejoran la rentabilidad de esta o le permiten fortalecer su posición en un mercado.

En cuarto lugar, se observa como las mejores políticas en materia de Investigación y Desarrollo son aquellas que potencian una mejora continua de las actividades y geografías más importantes. En vez de repartir los fondos destinados a I+D+i entre todas las divisiones del grupo, dichas empresas concentran sus recursos en los negocios que son claves para ellos. Esto les permite operar de forma cada vez más rentable y hacer la competencia irrelevante.

En quinto lugar, se observa como dichos grupos poseen políticas de distribución de dividendos estables y generosos. Se ve como un dividendo atractivo facilita las operaciones de financiamiento, pues los inversores buscan invertir en grupos capaces de generar grandes excesos de efectivo que después podrán reinvertir en nuevas oportunidades.

En sexto lugar, se ha realizado un estudio paralelo con otros sectores en el área de las políticas de recursos humanos. Se observa como todos los casos de estudio aún tienen mucho que mejorar en este ámbito ya que dichas empresas aún prestan mucha más atención a lo que hacen que a quien lo hace. Particularmente, mencionar las áreas

de formación y compensación, las cuales no se ajustan a las necesidades y contextos actuales del sector.

Por último, se ha estudiado el papel de los productos financieros derivados como elementos de cobertura dentro del sector. Al operar internacionalmente y fuertemente apalancados, se ve como los grupos constructores españoles pueden beneficiarse ampliamente de un uso correcto y conservador de dichos instrumentos a la hora de protegerse de riesgos tales como la evolución de los tipos de cambio o de interés.

Del estudio llevado a cabo sorprende el hecho de que existen amplias divergencias entre las conclusiones a las que se ha llegado y las prácticas ampliamente aceptadas como buenas por los expertos del sector. Para validar la certeza de lo expuesto en la presente tesina sería interesante continuar el presente estudio en otros mercados y geografías para poder conocer mejor las limitaciones de los siete principios a los que se ha llegado. Sin embargo, mencionar que los resultados del presente trabajo coinciden con aquellos a los que diferentes expertos han llegado al estudiar independientemente otras industrias. De verificarse la validez de las siete estrategias mencionadas, podría indicar que aun siendo los principales grupos constructores españoles libres de actuar independientemente han terminado por imitarse entre ellos y entrar en un círculo vicioso edificado en toda una serie de axiomas falsos.



## BIBLIOGRAFIA

### Libros

Amat, Oriol. *Análisis de estados financieros: fundamentos y aplicaciones*. 9ª ed. Barcelona: Gestión 2000: Planeta, 2011.

Amat, Oriol. *Contabilidad y finanzas para no financieros*. 2ª ed. Barcelona: Deusto : Grupo Planeta, 2011.

Chan Kim, W; Mauborgne, Renée. *Blue ocean strategy: How to create uncontested market space and make the competition irrelevant*. Boston: Harvard Business School Publishing, 2005.

CFA Institute. *Ethical and professional standards and quantitative methods. CFA program curriculum, level I. Vol. 1*. New York: CFA Institute, 2011.

Collins, Jim C.; Porras, Jerry I. *Built to last: successful habits of visionary companies*. New York: HarperCollins Publishers Inc., 2001.

Collins, Jim C. *Good to great. Why some companies make the leap... and others don't*. New York: HarperCollins Publishers Inc., 2001.

Collins, Jim C.; Hansen, Morten T. *Great by choice. Uncertainty, chaos, and luck-why some thrive despite them all*. New York: HarperCollins Publishers Inc., 2011.

Cultiaux, John. *Organisation et ressources humaines*. Louvain-la-Neuve: Université Catholique de Louvain, 2012.

Deloitte. *Cuentas Anuales e informe de gestión del ejercicio 2010 de Ferrovial*. Año 2011.

Deloitte. *Cuentas Anuales e informe de gestión del ejercicio 2011 de Ferrovial*. Año 2012.

Deloitte. *Cuentas Anuales e informe de gestión del ejercicio 2012 de Ferrovial*. Año 2013.

Deloitte. *Cuentas Anuales e informe de gestión del ejercicio 2004 de FCC*. Año 2005.

Deloitte. *Cuentas Anuales e informe de gestión del ejercicio 2005 de FCC*. Año 2006.

Deloitte. *Cuentas Anuales e informe de gestión del ejercicio 2006 de FCC*. Año 2007.

Deloitte. *Cuentas Anuales e informe de gestión del ejercicio 2007 de FCC*. Año 2008.

Deloitte. *Cuentas Anuales e informe de gestión del ejercicio 2008 de FCC*. Año 2009.

Deloitte. *Cuentas Anuales e informe de gestión del ejercicio 2009 de FCC*. Año 2010.

Deloitte. *Cuentas Anuales e informe de gestión del ejercicio 2010 de FCC*. Año 2011.

Deloitte. *Cuentas Anuales e informe de gestión del ejercicio 2011 de FCC*. Año 2012.

Deloitte. *Cuentas Anuales e informe de gestión del ejercicio 2012 de FCC*. Año 2013.

Deloitte. *Cuentas Anuales e informe de gestión del ejercicio 2004 de OHL*. Año 2005.

Deloitte. *Cuentas Anuales e informe de gestión del ejercicio 2005 de OHL*. Año 2006.

Deloitte. *Cuentas Anuales e informe de gestión del ejercicio 2006 de OHL*. Año 2007.

Deloitte. *Cuentas Anuales e informe de gestión del ejercicio 2007 de OHL*. Año 2008.

Deloitte. *Cuentas Anuales e informe de gestión del ejercicio 2008 de OHL*. Año 2009.

- Deloitte. *Cuentas Anuales e informe de gestión del ejercicio 2009 de OHL*. Año 2010.
- Deloitte. *Cuentas Anuales e informe de gestión del ejercicio 2010 de OHL*. Año 2011.
- Deloitte. *Cuentas Anuales e informe de gestión del ejercicio 2011 de OHL*. Año 2012.
- Deloitte. *Cuentas Anuales e informe de gestión del ejercicio 2012 de OHL*. Año 2013.
- Ernst&Young. *Cuentas Anuales e informe de gestión del ejercicio 2004 de Sacyr Vallehermoso*. Año 2005.
- Ernst&Young. *Cuentas Anuales e informe de gestión del ejercicio 2005 de Sacyr Vallehermoso*. Año 2006.
- Ernst&Young. *Cuentas Anuales e informe de gestión del ejercicio 2006 de Sacyr Vallehermoso*. Año 2007.
- Ernst&Young. *Cuentas Anuales e informe de gestión del ejercicio 2007 de Sacyr Vallehermoso*. Año 2008.
- Ernst&Young. *Cuentas Anuales e informe de gestión del ejercicio 2008 de Sacyr Vallehermoso*. Año 2009.
- Ernst&Young. *Cuentas Anuales e informe de gestión del ejercicio 2009 de Sacyr Vallehermoso*. Año 2010.
- Ernst&Young. *Cuentas Anuales e informe de gestión del ejercicio 2010 de Sacyr Vallehermoso*. Año 2011.
- Ernst&Young. *Cuentas Anuales e informe de gestión del ejercicio 2011 de Sacyr Vallehermoso*. Año 2012.
- Ernst&Young. *Cuentas Anuales e informe de gestión del ejercicio 2012 de Sacyr Vallehermoso*. Año 2013.
- FCC. *Plan director de responsabilidad corporativa 2012-2014*. Año 2012.
- FCC. *Plan Estratégico 2013*. Año 2013.
- Ferrovial. *Investing for growth*. Año 2013.
- Ferrovial. *Shaping the future*. Año 2013.
- Fisher, Philip A. *Common stocks and uncommon profits and other writings*. Hoboken, N.J.: John Wiley & Sons, cop. 2003.
- Garola, Àlvar; Lleonart, Pere. *Estrategias empresariales en el sector de la construcción*. Barcelona: Gabinet d'Estudis Econòmics, S.A., 2007.
- Garola, Àlvar; Lleonart, Pere. *75 constructoras medianas: un análisis estratégico*. Barcelona: Gabinet d'Estudis Econòmics, S.A., 2003.
- Gerber, Michael E. *The E-Myth revisited: why most small businesses don't work and what to do about it*. New York: HarperCollins Publishers Inc., 1995..
- Graham, Benjamin. *El inversor inteligente. Un libro de asesoramiento práctico*. Barcelona: Deusto: Grupo Planeta, 2010.
- Graham, Benjamin; Dodd, David L. *Security Analysis: principios y técnica*. 6ª ed. Barcelona: Deusto, cop. 2009.
- Hess, Edward D. *Grow to greatness: smart growth for entrepreneurial businesses*. Palo Alto: Stanford Business Books, 2012.
- Instituto Nacional de Estadística (INE). *Contabilidad nacional trimestral de España. Base 2008. Cuarto trimestre de 2013*. Madrid: INE, 2013.
- Johnson, Steven. *Where good ideas come from. The natural history of innovation*. New York: Penguin Group, 2011.
- Lynch, Peter; Rothchild, John. *Beating the street: the best-selling author of "One up on wall street" shows you how to pick winning stocks and develop a strategy for mutual funds*. New York: Simon & Schuster, cop. 1994.

Lynch, Peter; Rothchild, John. *One up on Wall Street. How to use what you already know to make money in the market*. New York: Simon & Schuster, 2000.

Ministerio de Fomento. *Plan de Infraestructuras, Transporte y Vivienda 2012-2024*. Madrid: Ministerio de Fomento, 2013.

Murphy, John J. *Análisis técnico de los mercados financieros*. Barcelona: Gestión 2000, 2008.

Nanteuil, Matthieu. *Théorie des organisations*. Louvain-la-Neuve: Université Catholique de Louvain, 2010.

Oficemen. *Anuario del sector cementero español 2004*. Año 2004.

Oficemen. *Anuario del sector cementero español 2007*. Año 2007.

Oficemen. *Anuario del sector cementero español 2012*. Año 2012.

OHL. *De Obrascón a OHL: crónica de un centenario 1911-2011*. Año 2011.

OHL. *Monográfico del Grupo OHL*. 2013.

OHL. *Monográfico OHL Hospitales*. 2013.

OHL. *Monográfico OHL Industrial*. 2013.

OHL. *Monográfico OHL Infraestructuras Portuarias*. 2013.

Porter, Michael E. *Competitive advantage. Creating and sustaining superior performance*. New York: The Free Press, 1985.

Porter, Michael E. *Competitive Strategy. Techniques for analyzing industries and competitors*. New York: The Free Press, 1980.

Porter, Michael E. *On competition*. Boston, MA: Harvard Business School Press, 1998.

Price Waterhouse Coopers. *Cuentas Anuales e informe de gestión del ejercicio 2004 de Abertis*. Año 2005.

Price Waterhouse Coopers. *Cuentas Anuales e informe de gestión del ejercicio 2005 de Abertis*. Año 2006.

Price Waterhouse Coopers. *Cuentas Anuales e informe de gestión del ejercicio 2006 de Abertis*. Año 2007.

Price Waterhouse Coopers. *Cuentas Anuales e informe de gestión del ejercicio 2007 de Abertis*. Año 2008.

Price Waterhouse Coopers. *Cuentas Anuales e informe de gestión del ejercicio 2008 de Abertis*. Año 2009.

Price Waterhouse Coopers. *Cuentas Anuales e informe de gestión del ejercicio 2009 de Abertis*. Año 2010.

Price Waterhouse Coopers. *Cuentas Anuales e informe de gestión del ejercicio 2010 de Abertis*. Año 2011.

Price Waterhouse Coopers. *Cuentas Anuales e informe de gestión del ejercicio 2011 de Abertis*. Año 2012.

Price Waterhouse Coopers. *Cuentas Anuales e informe de gestión del ejercicio 2004 de Ferrovial*. Año 2005.

Price Waterhouse Coopers. *Cuentas Anuales e informe de gestión del ejercicio 2005 de Ferrovial*. Año 2006.

Price Waterhouse Coopers. *Cuentas Anuales e informe de gestión del ejercicio 2006 de Ferrovial*. Año 2007.

Price Waterhouse Coopers. *Cuentas Anuales e informe de gestión del ejercicio 2007 de Ferrovial*. Año 2008.

Price Waterhouse Coopers. *Cuentas Anuales e informe de gestión del ejercicio 2008 de Ferrovial*. Año 2009.

Price Waterhouse Coopers. *Cuentas Anuales e informe de gestión del ejercicio 2009 de Ferrovial*. Año 2010.

Sacyr. *Folleto Sacyr Vallehermoso*. Año 2012.

Sacyr. *Sacyr Concesiones*. Año 2013.

Sacyr. *Sacyr Construcción*. Año 2013.

Sacyr. *Valoriza*. Año 2013.

Sacyr. *Valoriza Agua*. Año 2013.

Schilit, Howard M.; Perler, Jeremy. *Financial shenanigans: how to detect accounting gimmicks & fraud in financial reports*. 3<sup>rd</sup> ed. New York: McGraw-Hill, 2010.

SEOPAN. *Evolución de la licitación de concesiones de obras por tipos de obra y CCAA*. Año 2012.

SEOPAN. *Informe económico 2012*. Año 2012.

SEOPAN. *Retorno fiscal y empleo generado por la inversión en infraestructuras*. Año 2012.

Smart, Bradford D. *Topgrading: how leading companies win by hiring, coaching, and keeping the best people*. New York: Penguin Group, 2005.

Someya, Satoshi. *The role of R+D in construction firms*. Massachusetts: Massachusetts Institute of Technology, 1992.

Train, John. *The money masters*. New York: HarperBusiness, 1994.

Train, John. *The new money masters. Winning investment strategies of Soros, Lynch, Steinhardt, Rogers, Neff, Wanger, Michaelis, Carret*. New York: HarperBusiness, 1990.

Wanger, Ralph; Mattlin, Everett. *A zebra in lion country: the "Dean" of small-cap stocks explains how to invest in small, rapidly growing companies whose stocks represent good values*. New York: Simon and Schuster, 1999.

### **Artículos de revista**

Andersson, Ulf; Johanson, Jan; Vahlne, Jan-Erik. Organic acquisitions in the internationalisation process of the business firm. *Management International Review*. Gabler Verlag, 1997, vol. 37, p. 67-84.

Céczy, Christopher; Minton, Bernadette A., Schrand, Catherine. Why firms use currency derivatives. *The Journal of Finance*. The American Finance Association, 1997, vol. 52, n° 4, p. 1323-1354.

Choi, Jongsoo; Russell, Jeffrey S. *Economic gains around mergers and acquisitions in the construction industry of the USA*. Seoul: Price NRC Research Press web, 2004.

Crouhy, Michel G.; Jarrow, Robert A.; Turnbull, Stuart M. The Subprime Credit Crisis of 2007. *The Journal of Derivatives*. Fall, 2008, vol. 16, n° 1, p. 81-110.

FCC. *Red de Comunicación*. Grupo FCC, 2014, n° 22, p. 1-82.

Ferrovial. *INFORVIAL*. Dirección de Comunicación y Responsabilidad Corporativa, 2013, Edición especial 60 aniversario, p. 1-44.

Ingirige, Bingunath; Sexton, Martin. Alliances in construction: Investigating initiatives and barriers for long-term collaboration. *Engineering, Construction and Architectural Management*. Emerald Group publishing limited, 1994, vol. 13, n° 5, p. 521-535.

Lecraw, D.J. Diversification strategy and performance. *The Journal of Industrial Economics*. 1984, n°33, p. 179-198.

Ofori, George. Construction in developing countries. *Construction management and economics*. 2007, vol. 251, n° 1, p. 1-6.

Ofori, George. Frameworks for analysing international construction. *Construction management and economics*. 2003, vol. 21, n° 4, p. 379-391.

OHL. *Mosaico*. Ippi comunicación, 2014, nº 160, p. 1-8.

OHL. *Tecno*. Dirección General Corporativa, 2013, nº 88, p. 1-32.

Sacyr. *Dimensión*. Comunicación Sacyr, 2013, nº 28, p. 1-13.

Stulz, René M. Credit Default Swaps and the credit crisis. *Journal of Economic Perspectives*. American Economic Association, vol. 24, nº 1, p.73-92.

Yee, C; Cheah, C. Fundamental analysis of Profitability of Large Engineering and Construction Firms. *Journal of Management in Engineering*. American Society of Civil Engineers, 2006, vol. 22, nº4, p. 203-210.

## **Partes de Libros e Informes**

Banco de España (BDE). La economía española. *Informe anual 2012* [en línea]. 2012, p. 103-134. [Consulta: 13 Julio 2013]. Disponible en:

<http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesAnuales/InformesAnuales/12/Fich/cap5.pdf>

Banco Central Europeo (BCE). *Informe Anual 2013*. [en línea]. 2013, p. 21-83. [Consulta: 26 Febrero 2014]. Disponible en:

<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2013es.pdf>

Haspleslagh, P.C; Jemison, D.B. Acquisitions-myths and reality. *Sloan Management review*. [en línea]. 1987, p.53-58. [Consulta: 12 Julio 2013]. Disponible en:

<http://sloanreview.mit.edu/article/acquisitions-myths-and-reality/>

KPMG. The great global infraestructura opportunity. *Global Construction Survey 2012*. [en línea]. 2012, p. 6-40. [Consulta: 23 Julio 2013]. Disponible en:

<http://www.kpmg.com/PE/es/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Documents/Global-Construction-Survey-2012.pdf>

Mora Sanguinetti, Juan S. The effect of institutions on european housing markets: An economic analysi. *Estudios económicos*. [en línea]. 2010, nº 77, p. 69-105. [Consulta: 24 Febrero 2014]. Disponible en:

<http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSeriasdas/EstudiosEconomicos/Fic/azul77.pdf>

See Sew, Gue; Chee Meng, Chow. Bridging the gap between R&D and Construction Industry. *Master Builders*. [en línea]. 2007, First quarter, p. 54-68. [Consulta: 26 Julio 2013]. Disponible en:

[http://www.mbam.org.my/mbam/images/MBJ1Q07/@CIDBKeynote-Bridging\(54\).pdf](http://www.mbam.org.my/mbam/images/MBJ1Q07/@CIDBKeynote-Bridging(54).pdf)

## **Páginas de sitios web**

Abertis. *Página Web de Abertis Infraestructuras*. [en línea]. Barcelona. [Consulta: 8 Octubre 2013]. Disponible en:

<http://www.abertis.com/>

Amey. *Página Web del Grupo Amey*. [en línea]. Oxford. [Consulta: 19 Febrero 2014]. Disponible en:

<http://www.amey.co.uk/>

Antonson, Erik A.. *Industry Analysis: Heavy Construction* [en línea]. New York: Value Line. [Consulta: 10 Julio 2013]. Disponible en:

[http://www.valueline.com/Stocks/Industries/Industry\\_Analysis\\_Heavy\\_Construction.aspx](http://www.valueline.com/Stocks/Industries/Industry_Analysis_Heavy_Construction.aspx)

Aqualia. *Página Web del Grupo Aqualia*. [en línea]. Madrid. [Consulta: 19 Noviembre 2013]. Disponible en:

<http://www.aqualia.es/>

Autostrade. *Página Web del Grupo Autostrade*. [en línea]. Roma. [Consulta: 13 Octubre 2013]. Disponible en:

<http://www.autostrade.it/>

Banco de España (BDE). *Boletín Estadístico 2014* [en línea]. Madrid, BDE. [Consulta: 15 Marzo 2014]. Disponible en:

[http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEstadistico/14/Fich/be\\_marzo2014\\_es.pdf](http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEstadistico/14/Fich/be_marzo2014_es.pdf)

Bloomberg. *Repsol compra a Sacyr un 10% de su participación en la petrolera*. [en línea]. Madrid: Cinco Días, 2011. [Consulta: 24 Septiembre 2013]. Disponible en:  
[http://cincodias.com/cincodias/2011/12/20/empresas/1324551535\\_850215.html](http://cincodias.com/cincodias/2011/12/20/empresas/1324551535_850215.html)

Bolsas y Mercados Españoles (BME). *Ficha de Valor: Abertis Infraestructuras, S.A* [en línea]. Madrid: BME Market Data. [Consulta: 23 Julio 2013]. Disponible en:  
<http://www.bolsamadrid.es/esp/asp/empresas/FichaValor.aspx?ISIN=ES0111845014>

Bolsas y Mercados Españoles (BME). *Ficha de Valor: Enagás, S.A* [en línea]. Madrid: BME Market Data. [Consulta: 25 Julio 2013]. Disponible en:  
<http://www.bolsamadrid.es/esp/asp/empresas/FichaValor.aspx?ISIN=ES0130960018>

Bolsas y Mercados Españoles (BME). *Ficha de Valor: Ferrovial, S.A* [en línea]. Madrid: BME Market Data. [Consulta: 24 Julio 2013]. Disponible en:  
<http://www.bolsamadrid.es/esp/asp/empresas/FichaValor.aspx?ISIN=ES0118900010>

Bolsas y Mercados Españoles (BME). *Ficha de Valor: Fomento de Construcciones y Contratas, S.A* [en línea]. Madrid: BME Market Data. [Consulta: 24 Julio 2013]. Disponible en:  
<http://www.bolsamadrid.es/esp/asp/empresas/FichaValor.aspx?ISIN=ES0122060314>

Bolsas y Mercados Españoles (BME). *Ficha de Valor: Iberdrola, S.A* [en línea]. Madrid: BME Market Data. [Consulta: 25 Julio 2013]. Disponible en:  
<http://www.bolsamadrid.es/esp/asp/empresas/FichaValor.aspx?ISIN=ES0144580Y14>

Bolsas y Mercados Españoles (BME). *Ficha de Valor: Obrascón Huarte Lain, S.A* [en línea]. Madrid: BME Market Data. [Consulta: 24 Julio 2013]. Disponible en:  
<http://www.bolsamadrid.es/esp/asp/empresas/FichaValor.aspx?ISIN=ES0142090317>

Bolsas y Mercados Españoles (BME). *Ficha de Valor: Sacyr, S.A* [en línea]. Madrid: BME Market Data. [Consulta: 25 Julio 2013]. Disponible en: <http://www.bolsamadrid.es/esp/asp/empresas/FichaValor.aspx?ISIN=ES0182870214>

Bolsas y Mercados Españoles (BME). *Ficha de Valor: Red Eléctrica Corporación, S.A* [en línea]. Madrid: BME Market Data. [Consulta: 26 Julio 2013]. Disponible en:  
<http://www.bolsamadrid.es/esp/asp/empresas/FichaValor.aspx?ISIN=ES0173093115>

Bolsas y Mercados Españoles (BME). *Ficha de Valor: Repsol, S.A* [en línea]. Madrid: BME Market Data. [Consulta: 26 Julio 2013]. Disponible en: <http://www.bolsamadrid.es/esp/asp/empresas/FichaValor.aspx?ISIN=ES0173516115>

Budimex. *Página Web del Grupo Budimex*. [en línea]. Warsaw. [Consulta: 17 Febrero 2014]. Disponible en:  
<http://www.budimex.com.pl/>

The Builder Magazine. *The Builder Magazine online*. [en línea]. Londres. [Consulta: 26 Abril 2014]. Disponible en:  
<http://www.builderonline.com/>

Cementos Portland Valderrivas. *Página Web del Grupo Cementos Portland Valderrivas*. [en línea]. Madrid. [Consulta: 18 Noviembre 2013]. Disponible en: <http://www.valderrivas.es/>

Cemusa. *Página Web del Grupo Cemusa*. [en línea]. Madrid. [Consulta: 19 Noviembre 2013]. Disponible en:  
<http://www.cemusa.com/>

Cinco Días. *Ferrovial vende el 8,65% de Heathrow por 463 millones*. [en línea]. Madrid: noticias.com, 2013. [Consulta: 13 Noviembre 2013]. Disponible en: <http://www.noticias.com/ferrovial-vende-el-8-65-de-heathrow-por-463-millones.2190258>

Cintra. *Página Web del Grupo Cintra Infraestructuras*. [en línea]. Madrid. [Consulta: 13 Febrero 2014]. Disponible en: <https://www.cintra.es>

Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). *Consultas a los registros oficiales: búsqueda por entidades*. [en línea]. Madrid. [Consulta: 23 Junio 2013]. Disponible en:  
<http://www.cnmv.es/portal/Consultas/BusquedaPorEntidad.aspx>

COAAT. *Portan Web del Colegio Oficial de Aparejadores y Arquitectos Técnicos*. [en línea]. Madrid. [Consulta: 5 Enero 2014]. Disponible en: <http://www.coaat.es/>

D. B.; C.M.; M.L. V. *FCC logra el apoyo del 99,98% de la banca a su refinanciación*. [en línea]. Madrid: Expansión, 2014. [Consulta: 13 Marzo 2014]. Disponible en:  
<http://www.expansion.com/2014/04/01/empresas/inmobiliario/1396334708.html>

Dun&Bradstreet. *Página Web de Dun&Bradstreet*. [en línea]. Short Hills. [Consulta: 3 Julio 2013]. Disponible en:  
<http://www.dnb.com/>

EFE. *Competencia de Reino Unido cuestiona el monopolio de BAA en la gestión de aeropuertos*. [en línea]. Londres: EL PAÍS, 2008. [Consulta: 13 Noviembre 2013]. Disponible en:  
[http://economia.elpais.com/economia/2008/04/22/actualidad/1208849577\\_850215.html](http://economia.elpais.com/economia/2008/04/22/actualidad/1208849577_850215.html)

EFE Economía. *FCC pierde 1.506,3 millones, el 46% más, y da por concluidos los saneamientos*. [en línea]. Madrid: EL PAÍS, 2014. [Consulta: 9 Abril 2014]. Disponible en: [http://economia.elpais.com/economia/2014/02/28/agencias/1393577107\\_558178.html](http://economia.elpais.com/economia/2014/02/28/agencias/1393577107_558178.html)

EFE. *FCC completa su nueva estructura directiva con el director general de Aqualia*. [en línea]. Madrid: Expansión, 2013. [Consulta: 22 Octubre 2013]. Disponible en: <http://www.expansion.com/2013/10/09/empresas/inmobiliario/1381315682.html>

EFE. *Ferrovial adquiere una de las mayores constructoras de Texas, Webber Group*. [en línea]. Madrid: el Mundo, 2005. [Consulta: 13 Noviembre 2013]. Disponible en: <http://www.elmundo.es/mundodiner/2005/08/09/empresas/1123572829.html>

EFE. *Ferrovial cierra la venta del 10,62% de BAA a Qatar por 587 millones*. [en línea]. Madrid: Expansión, 2012. [Consulta: 13 Noviembre 2013]. Disponible en: <http://www.expansion.com/accesible/2012/12/21/empresas/inmobiliario/1356098585.html>

EFE. *Portland reduce sus pérdidas un 99%, hasta los 0,6 millones de euros*. [en línea]. Madrid: Expansión, 2013. [Consulta: 2 Agosto 2013]. Disponible en: <http://www.expansion.com/2013/07/24/empresas/industria/1374652556.html>

EFE. *Sacyr cierra la refinanciación de su crédito en Repsol y pone fin al acuerdo con Pemex*. [en línea]. Madrid: 20 minutos, 2011. [Consulta: 24 Septiembre 2013]. Disponible en: <http://www.20minutos.es/noticia/1254807/0/suspension/sacyr/repsol/>

EFE. *Sacyr sale del capital de Eiffage y pone fin a las disputas legales*. [en línea]. Madrid: el Mundo, 2008. [Consulta: 24 Septiembre 2013]. Disponible en: <http://www.elmundo.es/mundodiner/2008/04/17/economia/1208448235.html>

EFE. *Sacyr vende Itínere a Citi y reduce su abultada deuda en un 37%*. [en línea]. Madrid: el Mundo, 2008. [Consulta: 24 Septiembre 2013]. Disponible en: <http://www.elmundo.es/mundodiner/2008/12/01/economia/1228117198.html>

Eiffage. *Página Web del Grupo Eiffage*. [en línea]. Asnières-sur-Seine. [Consulta: 17 Setiembre 2013]. Disponible en: <http://www.eiffage.com/>

Engineering News Record (ENR). *Top International Contractors*. [en línea]. New York. [Consulta: 24 Abril 2014]. Disponible en: <http://enr.construction.com/toplists/>

E.P. *Ferrovial vende el 5,9% de BAA por 325 millones*. [en línea]. Madrid: EL PAÍS, 2011. [Consulta: 13 Noviembre 2013]. Disponible en: [http://economia.elpais.com/economia/2011/10/10/actualidad/1318231974\\_850215.html](http://economia.elpais.com/economia/2011/10/10/actualidad/1318231974_850215.html)

E. P. *Las seis grandes constructoras españolas ya tienen el 81,2% de su negocio fuera de España*. [en línea]. Madrid: ABC, 2012. [Consulta: 22 Julio 2013]. Disponible en: <http://www.abc.es/economia/20121116/abci-constructoras-negocio-exterior-201211151743.html>

Europa Press. *Bill Gates compra un 6% de FCC por 113,5 millones*. [en línea]. Madrid: Europa Press, 2013. [Consulta: 24 Octubre 2013]. Disponible en: <http://www.europapress.es/economia/noticia-bill-gates-compra-fcc-1135-millones-20131021215644.html>

Europa Press. *FCC vende Cemusa a JC Decaux por 80 millones de euros*. [en línea]. Madrid: elEconomista, 2014. [Consulta: 10 Abril 2014]. Disponible en: [http://www.eleconomista.es/empresas-finanzas/noticias/5628371/03/14/FCC-vende-Cemusa-a-JC-Decaux-por-80-millones-de-euros.html?utm\\_source=crosslink&utm\\_medium=flash#.Kku8fNi0PgOLZDd](http://www.eleconomista.es/empresas-finanzas/noticias/5628371/03/14/FCC-vende-Cemusa-a-JC-Decaux-por-80-millones-de-euros.html?utm_source=crosslink&utm_medium=flash#.Kku8fNi0PgOLZDd)

Europa Press. *FCC vende el 51% de su división de Energía a Plenium Partners y recorta 763 millones en deuda financiera*. [en línea]. Madrid: Europa Press, 2013. [Consulta: 12 Enero 2014]. Disponible en: <http://www.europapress.es/economia/noticia-economia-fcc-vende-51-division-energia-plenium-partners-recorta-763-millones-deuda-financiera-20131230085117.html>

Europa Press. *Ferrovial concluye la venta de Swissport al fondo PAI Partners*. [en línea]. Madrid: finanzas.com, 2011. [Consulta: 13 Noviembre 2013]. Disponible en: [http://www.finanzas.com/noticias/minuto/2011-02-17/432288\\_ferrovial-concluye-venta-swissport-fondo.html](http://www.finanzas.com/noticias/minuto/2011-02-17/432288_ferrovial-concluye-venta-swissport-fondo.html)

Europa Press. *Ferrovial se hace con el 83% de BAA con su opa*. [en línea]. Madrid: el Mundo, 2006. [Consulta: 13 Noviembre 2013]. Disponible en: <http://www.elmundo.es/mundodiner/2006/06/26/economia/1151341196.html>

Eutelsat. *Página Web de Eutelsat*. [en línea]. Paris. [Consulta: 15 Octubre 2013]. Disponible en: <http://www.eutelsat.com/>

Expansión. *Asalto al BBVA*. [en línea]. Madrid: Expansión, 2006. [Consulta: 24 Septiembre 2013]. Disponible en: <http://www.expansion.com/especiales/bbvasacyr/cronologia.html>

FCC. *Página Web de Fomento de Construcciones y Contratas*. [en línea]. Barcelona. [Consulta: 16 Noviembre 2013]. Disponible en: <http://www.fcc.es/>

Ferguson, William G. *Industry Analysis: Homebuilding* [en línea]. New York: Value Line. [Consulta: 10 Julio 2013]. Disponible en: [http://www.valueline.com/Stocks/Industries/Industry\\_Analysis\\_Homebuilding.aspx](http://www.valueline.com/Stocks/Industries/Industry_Analysis_Homebuilding.aspx)

Ferrovial. *Top Employers Institute reconoce nuestra política de Recursos Humanos*. [en línea]. Madrid: Ferrovial, 2014. [Consulta: 18 Marzo 2014]. Disponible en: <http://newsroom.ferrovial.com/es/prensa/noticias/top-employers-reconoce-politica-recursos-humanos/>

Ferrovial. *Página Web del Grupo Ferrovial*. [en línea]. Madrid. [Consulta: 12 Febrero 2014]. Disponible en: <https://www.ferrovial.com/>

Galindo, Cristina. *Abertis cierra la compra del 60% de OHL Brasil y lanzará una OPA por el resto*. [en línea]. Madrid: EL PAÍS, 2012. [Consulta: 7 Agosto 2013]. Disponible en: [http://economia.elpais.com/economia/2012/12/04/actualidad/1354610432\\_401719.html](http://economia.elpais.com/economia/2012/12/04/actualidad/1354610432_401719.html)

Globalvia. *Página Web del Grupo Globalvia*. [en línea]. Madrid. [Consulta: 18 Noviembre 2013]. Disponible en: <http://www.globalvia.com/>

Heathrow Airport Holdings. *Página Web del Grupo Heathrow Airport Holdings*. [en línea]. Londres. [Consulta: 15 Febrero 2014]. Disponible en: <http://www.heathrowairport.com/>

Instituto Nacional de Estadística (INE). *Crecimiento del PIB*. [en línea]. Madrid. [Consulta: 2 Setiembre 2013]. Disponible en: [http://www.ine.es/prensa/pib\\_tabla\\_cne.htm](http://www.ine.es/prensa/pib_tabla_cne.htm)

Itínere. *Página Web del Grupo Itínere*. [en línea]. Madrid. [Consulta: 16 Setiembre 2013]. Disponible en: <http://www.grupoitinerere.com/>

J.D. Ferrovial vende un 5,72% de Heathrow Airport a la china Stable por 319 millones de euros. [en línea]. Madrid: Expansión, 2012. [Consulta: 13 Noviembre 2013]. Disponible en: <http://www.expansion.com/2012/10/31/empresas/transporte/1351696615.html>

Mesones, Javier. *Las constructoras españolas ganan contratos por más de 6.100 millones en el año*. [en línea]. Madrid: Invertia, 2013. [Consulta: 22 Julio 2013]. Disponible en: <http://www.invertia.com/noticias/articulo-final.asp?idNoticia=2854493&strGoo=constructoras-espanolas-ganan-contratos&>

Ministerio de Fomento. *Encuesta coyuntural de la industria de la construcción*. [en línea]. Madrid. [Consulta: 12 enero 2014]. Disponible en: [http://www.fomento.gob.es/MFOM/LANG\\_CASTELLANO/ATENCION\\_CIUDADANO/INFORMACION\\_ESTADISTICA/DatosHistoricos/ECIC.htm](http://www.fomento.gob.es/MFOM/LANG_CASTELLANO/ATENCION_CIUDADANO/INFORMACION_ESTADISTICA/DatosHistoricos/ECIC.htm)

Morán, C. *Sacyr pacta la liquidación ordenada de Vallehermoso con la gran banca*. [en línea]. Madrid: Expansión, 2013. [Consulta: 20 Diciembre 2013]. Disponible en: <http://www.expansion.com/2013/12/11/empresas/inmobiliario/1386762052.html>

Morningstar. *Morningstar Acciones: Abertis Infraestructuras, S.A* [en línea]. Chicago: Morningstar, Inc. [Consulta: 20 Julio 2013]. Disponible en: [http://tools.morningstar.es/2nhcdckzon/stockreport/default.aspx?id=0P0000A5RY&SecurityToken=0P0000A5RY%5d3%5d0%5dE0EXG\\$XMCE&ClientFund=0&LanguageId=es-ES&CurrencyId=EUR&UniverseId=E0EXG\\$XMCE&BaseCurrencyId=EUR](http://tools.morningstar.es/2nhcdckzon/stockreport/default.aspx?id=0P0000A5RY&SecurityToken=0P0000A5RY%5d3%5d0%5dE0EXG$XMCE&ClientFund=0&LanguageId=es-ES&CurrencyId=EUR&UniverseId=E0EXG$XMCE&BaseCurrencyId=EUR)

Morningstar. *Morningstar Acciones: Acciona, S.A* [en línea]. Chicago: Morningstar, Inc. [Consulta: 21 Julio 2013]. Disponible en: [http://tools.morningstar.es/2nhcdckzon/stockreport/default.aspx?id=0P0000A5S6&SecurityToken=0P0000A5S613101E0EXG\\$XMCE&ClientFund=0&LanguageId=es-ES&CurrencyId=EUR&UniverseId=E0EXG\\$XMCE&BaseCurrencyId=EUR](http://tools.morningstar.es/2nhcdckzon/stockreport/default.aspx?id=0P0000A5S6&SecurityToken=0P0000A5S613101E0EXG$XMCE&ClientFund=0&LanguageId=es-ES&CurrencyId=EUR&UniverseId=E0EXG$XMCE&BaseCurrencyId=EUR)

Morningstar. *Morningstar Acciones: ACS Actividades de Construcción y Servicios, S.A* [en línea]. Chicago: Morningstar, Inc. [Consulta: 20 Julio 2013]. Disponible en: [http://tools.morningstar.es/2nhcdckzon/stockreport/default.aspx?id=0P0000A5SO&SecurityToken=0P0000A5SO13101E0EXG\\$XMCE&ClientFund=0&LanguageId=es-ES&CurrencyId=EUR&UniverseId=E0EXG\\$XMCE&BaseCurrencyId=EUR](http://tools.morningstar.es/2nhcdckzon/stockreport/default.aspx?id=0P0000A5SO&SecurityToken=0P0000A5SO13101E0EXG$XMCE&ClientFund=0&LanguageId=es-ES&CurrencyId=EUR&UniverseId=E0EXG$XMCE&BaseCurrencyId=EUR)

Morningstar. *Morningstar Acciones: Enagás, S.A* [en línea]. Chicago: Morningstar, Inc. [Consulta: 22 Julio 2013]. Disponible en: [http://tools.morningstar.es/2nhcdckzon/stockreport/default.aspx?id=0P0000A5UX&SecurityToken=0P0000A5UX%5d3%5d0%5dE0EXG\\$XMCE&ClientFund=0&LanguageId=es-ES&CurrencyId=EUR&UniverseId=E0EXG\\$XMCE&BaseCurrencyId=EUR](http://tools.morningstar.es/2nhcdckzon/stockreport/default.aspx?id=0P0000A5UX&SecurityToken=0P0000A5UX%5d3%5d0%5dE0EXG$XMCE&ClientFund=0&LanguageId=es-ES&CurrencyId=EUR&UniverseId=E0EXG$XMCE&BaseCurrencyId=EUR)

Morningstar. *Morningstar Acciones: Endesa, S.A* [en línea]. Chicago: Morningstar, Inc. [Consulta: 22 Julio 2013]. Disponible en: [http://tools.morningstar.es/2nhcdckzon/stockreport/default.aspx?id=0P0000A5S7&SecurityToken=0P0000A5S7%5d3%5d0%5dE0EXG\\$XMCE&ClientFund=0&LanguageId=es-ES&CurrencyId=EUR&UniverseId=E0EXG\\$XMCE&BaseCurrencyId=EUR](http://tools.morningstar.es/2nhcdckzon/stockreport/default.aspx?id=0P0000A5S7&SecurityToken=0P0000A5S7%5d3%5d0%5dE0EXG$XMCE&ClientFund=0&LanguageId=es-ES&CurrencyId=EUR&UniverseId=E0EXG$XMCE&BaseCurrencyId=EUR)



Morningstar. *Morningstar Acciones: Ferrovial, S.A* [en línea]. Chicago: Morningstar, Inc. [Consulta: 19 Julio 2013]. Disponible en:

[http://tools.morningstar.es/2nhcdckzon/stockreport/default.aspx?id=0P0000A5VA&SecurityToken=0P0000A5VA%5d3%5d0%5dE0EXG\\$XMCE&ClientFund=0&LanguageId=es-ES&CurrencyId=EUR&UniverseId=E0EXG\\$XMCE&BaseCurrencyId=EUR](http://tools.morningstar.es/2nhcdckzon/stockreport/default.aspx?id=0P0000A5VA&SecurityToken=0P0000A5VA%5d3%5d0%5dE0EXG$XMCE&ClientFund=0&LanguageId=es-ES&CurrencyId=EUR&UniverseId=E0EXG$XMCE&BaseCurrencyId=EUR)

Morningstar. *Morningstar Acciones: Fomento de Construcciones y Contratas, S.A* [en línea]. Chicago: Morningstar, Inc. [Consulta: 19 Julio 2013]. Disponible en:

[http://tools.morningstar.es/2nhcdckzon/stockreport/default.aspx?id=0P0000A5S9&SecurityToken=0P0000A5S9%5d3%5d0%5dE0EXG\\$XMCE&ClientFund=0&LanguageId=es-ES&CurrencyId=EUR&UniverseId=E0EXG\\$XMCE&BaseCurrencyId=EUR](http://tools.morningstar.es/2nhcdckzon/stockreport/default.aspx?id=0P0000A5S9&SecurityToken=0P0000A5S9%5d3%5d0%5dE0EXG$XMCE&ClientFund=0&LanguageId=es-ES&CurrencyId=EUR&UniverseId=E0EXG$XMCE&BaseCurrencyId=EUR)

Morningstar. *Morningstar Acciones: Gas Natural SDG, S.A* [en línea]. Chicago: Morningstar, Inc. [Consulta: 22 Julio 2013]. Disponible en:

[http://tools.morningstar.es/2nhcdckzon/stockreport/default.aspx?id=0P0000A5SA&SecurityToken=0P0000A5SA%5d3%5d0%5dE0EXG\\$XMCE&ClientFund=0&LanguageId=es-ES&CurrencyId=EUR&UniverseId=E0EXG\\$XMCE&BaseCurrencyId=EUR](http://tools.morningstar.es/2nhcdckzon/stockreport/default.aspx?id=0P0000A5SA&SecurityToken=0P0000A5SA%5d3%5d0%5dE0EXG$XMCE&ClientFund=0&LanguageId=es-ES&CurrencyId=EUR&UniverseId=E0EXG$XMCE&BaseCurrencyId=EUR)

Morningstar. *Morningstar Acciones: Iberdrola, S.A* [en línea]. Chicago: Morningstar, Inc. [Consulta: 21 Julio 2013]. Disponible en:

[http://tools.morningstar.es/2nhcdckzon/stockreport/default.aspx?id=0P0000A4Z3&SecurityToken=0P0000A4Z3%5d3%5d0%5dE0EXG\\$XMCE&ClientFund=0&LanguageId=es-ES&CurrencyId=EUR&UniverseId=E0EXG\\$XMCE&BaseCurrencyId=EUR](http://tools.morningstar.es/2nhcdckzon/stockreport/default.aspx?id=0P0000A4Z3&SecurityToken=0P0000A4Z3%5d3%5d0%5dE0EXG$XMCE&ClientFund=0&LanguageId=es-ES&CurrencyId=EUR&UniverseId=E0EXG$XMCE&BaseCurrencyId=EUR)

Morningstar. *Morningstar Acciones: Obrascón Huarte Lain, S.A* [en línea]. Chicago: Morningstar, Inc. [Consulta: 18 Julio 2013]. Disponible en:

[http://tools.morningstar.es/2nhcdckzon/stockreport/default.aspx?id=0P0000A5UK&SecurityToken=0P0000A5UK%5d3%5d0%5dE0EXG\\$XMCE&ClientFund=0&LanguageId=es-ES&CurrencyId=EUR&UniverseId=E0EXG\\$XMCE&BaseCurrencyId=EUR](http://tools.morningstar.es/2nhcdckzon/stockreport/default.aspx?id=0P0000A5UK&SecurityToken=0P0000A5UK%5d3%5d0%5dE0EXG$XMCE&ClientFund=0&LanguageId=es-ES&CurrencyId=EUR&UniverseId=E0EXG$XMCE&BaseCurrencyId=EUR)

Morningstar. *Morningstar Acciones: Red Eléctrica de España, S.A* [en línea]. Chicago: Morningstar, Inc. [Consulta: 23 Julio 2013]. Disponible en:

[http://tools.morningstar.es/2nhcdckzon/stockreport/default.aspx?id=0P0000A5UI&SecurityToken=0P0000A5UI%5d3%5d0%5dE0EXG\\$XMCE&ClientFund=0&LanguageId=es-ES&CurrencyId=EUR&UniverseId=E0EXG\\$XMCE&BaseCurrencyId=EUR](http://tools.morningstar.es/2nhcdckzon/stockreport/default.aspx?id=0P0000A5UI&SecurityToken=0P0000A5UI%5d3%5d0%5dE0EXG$XMCE&ClientFund=0&LanguageId=es-ES&CurrencyId=EUR&UniverseId=E0EXG$XMCE&BaseCurrencyId=EUR)

Morningstar. *Morningstar Acciones: Repsol, S.A* [en línea]. Chicago: Morningstar, Inc. [Consulta: 21 Julio 2013]. Disponible en:

[http://tools.morningstar.es/2nhcdckzon/stockreport/default.aspx?id=0P0000A5SE&SecurityToken=0P0000A5SE%5d3%5d0%5dE0EXG\\$XMCE&ClientFund=0&LanguageId=es-ES&CurrencyId=EUR&UniverseId=E0EXG\\$XMCE&BaseCurrencyId=EUR](http://tools.morningstar.es/2nhcdckzon/stockreport/default.aspx?id=0P0000A5SE&SecurityToken=0P0000A5SE%5d3%5d0%5dE0EXG$XMCE&ClientFund=0&LanguageId=es-ES&CurrencyId=EUR&UniverseId=E0EXG$XMCE&BaseCurrencyId=EUR)

Morningstar. *Morningstar Acciones: Sacyr, S.A* [en línea]. Chicago: Morningstar, Inc. [Consulta: 18 Julio 2013]. Disponible en:

[http://tools.morningstar.es/2nhcdckzon/stockreport/default.aspx?id=0P0000A5SL&SecurityToken=0P0000A5SL%5d3%5d0%5dE0EXG\\$XMCE&ClientFund=0&LanguageId=es-ES&CurrencyId=EUR&UniverseId=E0EXG\\$XMCE&BaseCurrencyId=EUR](http://tools.morningstar.es/2nhcdckzon/stockreport/default.aspx?id=0P0000A5SL&SecurityToken=0P0000A5SL%5d3%5d0%5dE0EXG$XMCE&ClientFund=0&LanguageId=es-ES&CurrencyId=EUR&UniverseId=E0EXG$XMCE&BaseCurrencyId=EUR)

OHL. *El Grupo OHL, entre las empresas que más invierten en I+D de la UE*. [en línea]. Madrid: OHL, 2013. [Consulta: 2 Enero 2014]. Disponible en:

<http://www.ohl.es/plantillas/grid7detalle.aspx?IdF=290&IdL=281&IdC=3838&idM=595&nvl=1>

OHL. *OHL recibe el premio a la mejor expansión internacional otorgado por la AmChamSpain*. [en línea]. Madrid: OHL, 2012. [Consulta: 2 Enero 2014]. Disponible en:

<http://www.ohl.es/plantillas/grid7detalle.aspx?IdF=290&IdL=281&IdC=3662&idM=595&nvl=1>

OHL. *Página Web del Grupo Obrascón Huarte Lain*. [en línea]. Madrid. [Consulta: 2 Agosto 2013]. Disponible en:

<http://www.ohl.es/>

EL PAÍS. *Ferrovial compra el 36,6% de Budimex*. [en línea]. Madrid: EL PAÍS, 2000. [Consulta: 13 Noviembre 2013]. Disponible en:

[http://elpais.com/diario/2000/04/07/economia/955058427\\_850215.html](http://elpais.com/diario/2000/04/07/economia/955058427_850215.html)

Realia. *Página Web del Grupo Realia*. [en línea]. Madrid. [Consulta: 20 Noviembre 2013]. Disponible en:

<http://www.realia.es/>

Repsol. *Página Web del Grupo Repsol*. [en línea]. Madrid. [Consulta: 17 Setiembre 2013]. Disponible en:

<http://www.repsol.com/>

Sacyr. *Página Web del Grupo Sacyr*. [en línea]. Madrid. [Consulta: 12 Septiembre 2013]. Disponible en:

<http://www.sacyr.com/>

Sanef. *Página Web del Grupo Société des Autoroutes du Nord et de l'Est de la France (Sanef)*. [en línea]. Issy-les-Moulineaux. [Consulta: 12 Octubre 2013]. Disponible en:

<http://www.sanef.com/>

Somague. *Página Web de Somague*. [en línea]. Sintra. [Consulta: 14 Setiembre 2013]. Disponible en: <http://www.somague.pt/>

Swissport. *Página Web del Grupo Swissport*. [en línea]. Zürich. [Consulta: 20 Febrero 2014]. Disponible en: <http://www.swissport.com/>

Testa. *Página Web del Grupo Testa Inmuebles en Renta*. [en línea]. Madrid. [Consulta: 18 Setiembre 2013]. Disponible en: <http://www.testainmo.com/>

Valoriza agua. *Página Web de Varoliza división de Aguas*. [en línea]. Madrid. [Consulta: 16 Setiembre 2013]. Disponible en: <http://www.valoriza-agua.com/>

Webber. *Página Web del Grupo Webber*. [en línea]. The Woodlands. [Consulta: 16 Febrero 2014]. Disponible en: <http://wwebber.com/>

Goetjen, H. Kent; Hook, Jonathan. *Engineering growth: Fourth quarter 2013 engineering and construction industry mergers and acquisitions analysis*. New York: Price Waterhouse Coopers, 2013. Publicat a la web: [http://www.pwc.com/en\\_US/us/industrial-products/publications/assets/pwc-engineering-construction-industry-mergers-acquisitions-q4-2013.pdf](http://www.pwc.com/en_US/us/industrial-products/publications/assets/pwc-engineering-construction-industry-mergers-acquisitions-q4-2013.pdf)

## ÍNDICE DE TABLAS

	<b><u>Pg. Núm.</u></b>
<i>Tabla 1: TSR y CAGR sector construcción 01/01/04 - 01/01/2007 .....</i>	19
<i>Tabla 2: TSR y CAGR sector construcción 16/03/09 - 16/03/2013 .....</i>	20
<i>Tabla 3: TSR y CAGR sector energético 16/03/09 - 16/03/2013 .....</i>	21
<i>Tabla 4: TSR y CAGR sector construcción 16/03/09 - 16/03/2013 .....</i>	24
<i>Tabla 5: Cifra de negocios en euros a 31/12/2007 .....</i>	25
<i>Tabla 6: TSR y CAGR sector construcción 05/01/04 - 01/01/2007 .....</i>	26
<i>Tabla 7: Márgenes brutos de Ferrovial por geografías y actividades .....</i>	93
<i>Tabla 8: Principales divorsifications de los cuatro casos de estudio entre 2004 y 2012 .....</i>	99
<i>Tabla 9: Uso de productos derivados por grupo constructor .....</i>	114

## ÍNDICE DE FIGURAS

	<u>Pg. Núm.</u>
<i>Figura 1:</i> Valor Agregado Bruto del sector de la construcción en comparación al del PIB de España .....	6
<i>Figura 2:</i> Crecimiento anual de la producción del sector de la construcción en comparación con el crecimiento anual del PIB de España .....	7
<i>Figura 3:</i> Evolución de la cifra de negocios del conjunto de los grupos <i>OHL, Sacyr Vallehermoso, Ferrovial, Abertis y FCC</i> por subsectores de actividad .....	8
<i>Figura 4:</i> La licitación pública, el ciclo económico y el ciclo electoral en España (referenciado en 1996) .....	9
<i>Figura 5:</i> Evolución de las viviendas licenciadas, visadas e iniciadas en España .....	10
<i>Figura 6:</i> Distribución porcentual de las concesiones en España por tipo de infraestructuras	13
<i>Figura 7:</i> Crecimiento anual de la producción del sector de la construcción en comparación con el crecimiento anual del PIB de España y el crecimiento anual de la producción del subsector cementero .....	13
<i>Figura 8:</i> Cotización bursátil del <i>IBEX 35</i> y de los sectores energético y constructor para el periodo 16/03/09 - 16/03/2013 en base 100 .....	22
<i>Figura 9:</i> Evolución del <i>EBITDA</i> de <i>OHL</i> por segmentos .....	29
<i>Figura 10:</i> Evolución del <i>EBITDA</i> y de la cartera a largo plazo de <i>OHL</i> por segmentos .....	29
<i>Figura 11:</i> Evolución del presupuesto en I+D+i de <i>OHL</i> expresado como porcentaje de su cifra de negocios .....	30
<i>Figura 12:</i> Crecimiento de la cifra de negocios de <i>OHL</i> en comparación con la media del sector .....	32
<i>Figura 13:</i> Crecimiento del <i>EBIT</i> de <i>OHL</i> en comparación con la media del sector .....	32
<i>Figura 14:</i> Evolución de los flujos de caja de <i>OHL</i> .....	33
<i>Figura 15:</i> Evolución del flujo de caja libre y del <i>EBIT</i> de <i>OHL</i> .....	33
<i>Figura 16:</i> Rentabilidad sobre los fondos propios ( <i>EBIT</i> /Patrimonio neto) de <i>OHL</i> y la media del sector .....	34
<i>Figura 17:</i> Rentabilidad sobre la facturación ( <i>EBIT</i> /Cifra de negocios) de <i>OHL</i> y la media del sector .....	34
<i>Figura 18:</i> Ratio de endeudamiento ( <i>pasivo/activo</i> ) de <i>OHL</i> y de la media del sector .....	35
<i>Figura 19:</i> Ratio de liquidez ( <i>activo corriente/pasivo corriente</i> ) de <i>OHL</i> y de la media del sector .....	35
<i>Figura 20:</i> Ratio de calidad de la deuda ( <i>pasivo corriente/pasivo</i> ) de <i>OHL</i> y de la media del sector .....	36
<i>Figura 21:</i> Ratio <i>Price to Earnings</i> (Capitalización bursátil/ <i>EBIT</i> ) de <i>OHL</i> y de la media del sector .....	36

<i>Figura 22: Ratio Price Earnings to Growth (capitalización bursátil/EBIT*crecimiento del EBIT) de OHL y de la media del sector .....</i>	37
<i>Figura 23: Ratio Price to book value (capitalización bursátil/Activo total-Activo intangible) de OHL y de la media del sector .....</i>	37
<i>Figura 24: Margen bruto (EBIT/Cifra de negocios) de OHL y de la media del sector .....</i>	38
<i>Figura 25: Payout ratio (Dividendo/Beneficio por acción) de OHL .....</i>	38
<i>Figura 26: Dividendos pagados de OHL .....</i>	39
<i>Figura 27: Evolución del EBIT de Sacyr Vallehermoso por segmentos .....</i>	41
<i>Figura 28: Evolución de la cartera a largo plazo de Sacyr Vallehermoso por segmentos .....</i>	41
<i>Figura 29: Crecimiento de la cifra de negocios de Sacyr Vallehermoso en comparación con la media del sector .....</i>	43
<i>Figura 30: Crecimiento del EBIT de Sacyr Vallehermoso en comparación con la media del sector .....</i>	44
<i>Figura 31: Cifra de negocios de Sacyr Vallehermoso por segmentos .....</i>	44
<i>Figura 32: EBIT de Sacyr Vallehermoso por segmentos .....</i>	44
<i>Figura 33: Distribución geográfica de la cifra de negocios de Sacyr Vallehermoso 2004 ...</i>	45
<i>Figura 34: Distribución geográfica de la cifra de negocios de Sacyr Vallehermoso 2012 ....</i>	45
<i>Figura 35: EBIT de Sacyr Vallehermoso .....</i>	45
<i>Figura 36: Evolución de los flujos de caja de Sacyr Vallehermoso .....</i>	46
<i>Figura 37: Evolución del flujo de caja libre y el EBIT de Sacyr Vallehermoso.....</i>	46
<i>Figura 38: Rentabilidad sobre los fondos propios (EBIT/Patrimonio neto) de Sacyr y la media del sector .....</i>	47
<i>Figura 39: Rentabilidad sobre la facturación (EBIT/Cifra de negocios) de Sacyr y la media del sector .....</i>	47
<i>Figura 40: Ratio de endeudamiento (pasivo/activo) de SyV y de la media del sector .....</i>	48
<i>Figura 41: Ratio de liquidez (activo corriente/pasivo corriente) de SyV y de la media del sector .....</i>	48
<i>Figura 42: Ratio de calidad de la deuda (pasivo corriente/pasivo) de SyV y de la media del sector .....</i>	49
<i>Figura 43: Ratio Price to Earnings (Capitalización bursátil/EBIT) de Sacyr Vallehermoso y de la media del sector .....</i>	50
<i>Figura 44: Ratio Price Earnings to Growth (Capitalización bursátil/EBIT*crecimiento del EBIT) de Sacyr Vallehermoso y de la media del sector .....</i>	50
<i>Figura 45: Ratio Price to book value (Capitalización bursátil/Activo total-Activo intangible) de Sacyr Vallehermoso y de la media del sector .....</i>	50
<i>Figura 46: Margen bruto (EBIT/Cifra de negocios) de Sacyr Vallehermoso y de la media del sector .....</i>	51

<i>Figura 47: Payout ratio (Dividendo/Beneficio por acción) de Sacyr Vallehermoso .....</i>	52
<i>Figura 48: Dividendos pagados de Sacyr Vallehermoso .....</i>	52
<i>Figura 49: Evolución del EBITDA de FCC por segmentos .....</i>	54
<i>Figura 50: Evolución de la cartera a largo plazo de FCC por segmentos .....</i>	55
<i>Figura 51: Crecimiento de la cifra de negocios de FCC en comparación con la media estudio .....</i>	58
<i>Figura 52: Crecimiento del EBIT de FCC en comparación con la media estudio .....</i>	58
<i>Figura 53: Cifra de negocios de FCC por segmentos .....</i>	58
<i>Figura 54: EBIT de FCC por segmentos .....</i>	59
<i>Figura 55: Distribución geográfica de la cifra de negocios de FCC 2004 .....</i>	59
<i>Figura 56: Distribución geográfica de la cifra de negocios de FCC 2012 .....</i>	59
<i>Figura 57: EBIT de FCC.....</i>	59
<i>Figura 58: Evolución de los flujos de caja de FCC .....</i>	60
<i>Figura 59: Evolución del flujo de caja libre y el EBIT de FCC .....</i>	61
<i>Figura 60: Rentabilidad sobre los fondos propios (EBIT/Patrimonio neto) de FCC y la media del sector .....</i>	61
<i>Figura 61: Rentabilidad sobre la facturación (EBIT/Cifra de negocios) de FCC y la media del sector .....</i>	62
<i>Figura 62: Desinversiones por sectores que realizará FCC .....</i>	62
<i>Figura 63: Ratio de endeudamiento (pasivo/activo) de FCC y de la media del sector .....</i>	63
<i>Figura 64: Ratio de liquidez (activo corriente/pasivo corriente) de FCC y de la media del sector .....</i>	63
<i>Figura 65: Ratio de calidad de la deuda (pasivo corriente/pasivo) de FCC y de la media del sector .....</i>	63
<i>Figura 66: Ratio Price to Earnings (Capitalización bursátil/EBIT) de FCC y de la media del sector .....</i>	64
<i>Figura 67: Ratio Price Earnings to Growth (Capitalización bursátil/EBIT*crecimiento del EBIT) de FCC y de la media del sector .....</i>	64
<i>Figura 68: Ratio Price to book value (Capitalización bursátil/Activo total-Activo intangible) de FCC y de la media del sector .....</i>	64
<i>Figura 69: Margen bruto (EBIT/Cifra de negocios) de FCC y de la media del sector .....</i>	65
<i>Figura 70: Payout ratio (Dividendo/Beneficio por acción) de FCC .....</i>	66
<i>Figura 71: Dividendos pagados de FCC .....</i>	66
<i>Figura 72: Evolución del EBITDA de Ferrovial por segmentos .....</i>	68
<i>Figura 73: Crecimiento de la cifra de negocios de Ferrovial en comparación con la media del sector .....</i>	72

<i>Figura 74: Crecimiento del EBIT de Ferrovial en comparación con la media del sector .....</i>	72
<i>Figura 75: Cifra de negocios de Ferrovial por segmentos .....</i>	73
<i>Figura 76: EBITDA de Ferrovial por segmentos .....</i>	73
<i>Figura 77: Distribución geográfica de la cifra de negocios de Ferrovial 2004 .....</i>	73
<i>Figura 78: Distribución geográfica de la cifra de negocios de Ferrovial 2012 .....</i>	74
<i>Figura 79: EBIT de Ferrovial .....</i>	74
<i>Figura 80: Evolución de los flujos de caja de Ferrovial .....</i>	75
<i>Figura 81: Evolución del flujo de caja libre y del EBIT de Ferrovial .....</i>	75
<i>Figura 82: Rentabilidad sobre los fondos propios (EBIT/Patrimonio neto) de Ferrovial y la media del sector .....</i>	76
<i>Figura 83: Rentabilidad sobre la facturación (EBIT/Cifra de negocios) de Ferrovial y la media del sector .....</i>	76
<i>Figura 84: Ratio de endeudamiento (pasivo/activo) de Ferrovial y de la media del sector ...</i>	77
<i>Figura 85: Ratio de liquidez (activo corriente/pasivo corriente) de Ferrovial y de la media del sector .....</i>	77
<i>Figura 86: Ratio de calidad de la deuda (pasivo corriente/pasivo) de Ferrovial y de la media del sector .....</i>	78
<i>Figura 87: Ratio Price to Earnings (Capitalización bursátil/EBIT) de Ferrovial y de la media del sector .....</i>	78
<i>Figura 88: Ratio Price Earnings to Growth (Capitalización bursátil/EBIT*crecimiento del EBIT) de Ferrovial y de la media del sector .....</i>	79
<i>Figura 89: Ratio Price to book value (Capitalización bursátil/Activo total-Activo intangible) de Ferrovial y de la media del sector .....</i>	79
<i>Figura 90: Margen bruto (EBIT/Cifra de negocios) de Ferrovial y de la media del sector ....</i>	80
<i>Figura 91: Payout ratio (Dividendo/Beneficio por acción) de Ferrovial .....</i>	80
<i>Figura 92: Dividendos pagados de Ferrovial .....</i>	81
<i>Figura 93: Recurrencia del EBIT de los cuatro casos de estudio al inicio de la crisis (2007) .</i>	83
<i>Figura 94: Margen bruto (EBIT/Cifra de negocios) de OHL y SyV .....</i>	87
<i>Figura 95: Margen bruto (EBIT/Cifra de negocios) de Ferrovial y FCC .....</i>	88
<i>Figura 96: Cartera de pedidos internacional de OHL en 2004 .....</i>	90
<i>Figura 97: Cartera de pedidos internacional de OHL en 2012 .....</i>	90
<i>Figura 98: Cifra de negocios internacional de Sacyr Vallehermoso en 2004 .....</i>	91
<i>Figura 99: Cifra de negocios internacional de Sacyr Vallehermoso en 2012 .....</i>	91
<i>Figura 100: Cifra de negocios internacional de Ferrovial en 2004 .....</i>	93

<i>Figura 101: Cifra de negocios internacional de Ferrovial en 2012 .....</i>	93
<i>Figura 102: Fusiones y adquisiciones de OHL y Sacyr Vallehermoso entre 2004 y 2012 .....</i>	100
<i>Figura 103: Fusiones y adquisiciones de los cuatro grupos en función de la recurrencia de los ingresos de los activos adquiridos .....</i>	101
<i>Figura 104: Dividendo por acción bruto repartido por OHL .....</i>	105
<i>Figura 105: Dividendo por acción bruto repartido por SyV .....</i>	105
<i>Figura 106: Dividendo por acción bruto repartido por Ferrovial .....</i>	105
<i>Figura 107: Dividendo por acción bruto repartido por FCC .....</i>	105
<i>Figura 108: Ratio payout (Dividendo/Resultado) de los cuatro grupos entre los años 2004 y 2012 .....</i>	108