

CUADRO DE RATIOS FINANCIEROS DE OBRASCON						
		1993	1994	1995	1996	1997
RENTABILIDAD	ROA	0,0530	0,0384	0,0498	0,0436	0,0380
	ROE	0,1270	0,1220	0,1283	0,1144	0,1069
	MB	0,1017	0,0695	0,0802	0,0811	0,0520
	MC	0,0725	0,0636	0,0701	0,0617	0,0389
	MN	0,0384	0,0364	0,0423	0,0416	0,0368
	RT	4,0050	2,6850	3,2360	3,8260	2,6330
BURSÁTILES	BPA	163	182	194	178	68
	PER	9,5	9,8	7,6	—	12,2
	MCF	7,0770	7,6280	5,6950	—	8,5050
	RD	2,7400	2,5200	3,2200	—	0,0000
	PO	0,5234	0,5462	0,5127	0,5623	0,0000
	PVC	1,2065	1,3231	1,0212	—	2,4122
SOLVENCIA	AP	2,6950	2,8660	2,3310	2,6870	3,0700
	NP	0,2700	0,2580	0,3000	0,2710	0,2460
	REP	0,7280	0,7400	0,6980	0,7280	0,7540
	RECP	0,9720	0,9660	0,9700	0,9280	0,9350
	CCF	1,5715	3,7331	2,7277	1,9415	1,8294
LIQUIDEZ	RC	1,2678	1,2440	1,2880	1,2738	1,1363
	PA	1,1683	1,1494	1,1617	1,1091	1,0071
	LI	0,0406	0,0336	0,0443	0,0636	0,0283
	CCV	0,2122	0,2015	0,2149	0,2480	0,1347
EFICIENCIA	R.I.	13,0817	12,2652	10,5080	7,8693	7,4002
	PMMD	321,0680	308,3830	281,9000	285,5220	264,2630
	PMMA	288,4002	325,8040	318,9260	306,9650	342,3040
	RA	0,8933	0,8654	0,9077	0,7461	0,7138
	GFV	0,0320	0,0122	0,0193	0,0260	0,0253
	GPV	0,1481	0,1486	0,1597	0,1444	0,1346
	DV	0,0098	0,0091	0,0102	0,0090	0,0096

**CUADRO DE RATIOS FINANCIEROS DE OBRASCÓN (O) Y ACCIONA (A)**

		1993	1994	1995	1996	1997
RENTABILIDAD	ROA	O 0,0530	0,0384	0,0498	0,0436	0,0380
		A 0,0213	0,0198	0,0180	0,0151	0,0298
ROE	O	0,1270	0,1220	0,1283	0,1144	0,1069
		A 0,0906	0,0852	0,0769	0,0636	0,1282
MB	O	0,1017	0,0695	0,0802	0,0811	0,0520
		A 0,0351	0,0266	0,0220	0,0208	0,0313
MC	O	0,0725	0,0636	0,0701	0,0617	0,0389
		A 0,0338	0,0338	0,0284	0,0240	0,0317
MN	O	0,0384	0,0364	0,0423	0,0416	0,0368

		<b>A</b>	0,0218	0,0209	0,0181	0,0161	0,0293
	<b>RT</b>	<b>O</b>	4,0050	2,6850	3,2360	3,8260	2,6330
		<b>A</b>	1,0591	0,7986	0,5978	0,8379	0,9532
<b>BURSÁTILES</b>	<b>BPA</b>	<b>O</b>	163	182	194	178	68
		<b>A</b>	0,00079	0,00075	0,00072	0,00065	0,001
	<b>PER</b>	<b>O</b>	9,5	9,8	7,6	—	12,2
		<b>A</b>	8,6586	12,3019	9,3244	15,3305	24,5384
	<b>MCF</b>	<b>O</b>	7,0770	7,6280	5,6950	—	8,5050
		<b>A</b>	2,0571	2,5648	1,7121	2,2299	5,9784
	<b>RD</b>	<b>O</b>	2,7400	2,5200	3,2200	—	0,0000
		<b>A</b>	0,0321	0,0236	0,0327	0,0220	0,0133
	<b>PO</b>	<b>O</b>	0,5234	0,5462	0,5127	0,5623	0,0000
		<b>A</b>	0,2781	0,2912	0,3051	0,3371	0,3257
	<b>PVC</b>	<b>O</b>	1,2065	1,3231	1,0212	—	2,4122
		<b>A</b>					
<b>SOLVENCIA</b>	<b>AP</b>	<b>O</b>	2,6950	2,8660	2,3310	2,6870	3,0700
		<b>A</b>	3,2013	3,2465	3,1972	3,1524	3,1990
	<b>NP</b>	<b>O</b>	0,2700	0,2580	0,3000	0,2710	0,2460
		<b>A</b>	0,2462	0,2446	0,2532	0,2521	0,2548
	<b>REP</b>	<b>O</b>	0,7280	0,7400	0,6980	0,7280	0,7540
		<b>A</b>	0,7537	0,7553	0,7467	0,7478	0,7451
	<b>RECP</b>	<b>O</b>	0,9720	0,9660	0,9700	0,9280	0,9350
		<b>A</b>	0,8761	0,8694	0,8394	0,8360	0,8692
	<b>CCF</b>	<b>O</b>	1,5715	3,7331	2,7277	1,9415	1,8294
		<b>A</b>	1,8643	1,7122	2,1467	1,3377	1,8654

<b>LIQUIDEZ</b>	<b>RC</b>	<b>O</b>	1,2678	1,2440	1,2880	1,2738	1,1363
		<b>A</b>	1,2170	1,1981	1,2219	1,2495	1,2289
	<b>PA</b>	<b>O</b>	1,1683	1,1494	1,1617	1,1091	1,0071
		<b>A</b>	1,0647	1,0296	1,0386	1,0664	1,0646
	<b>LI</b>	<b>O</b>	0,0406	0,0336	0,0443	0,0636	0,0283
		<b>A</b>	0,0419	0,1123	0,1117	0,0682	0,0621
	<b>CCV</b>	<b>O</b>	0,2122	0,2015	0,2149	0,2480	0,1347
		<b>A</b>	0,1470	0,1370	0,1404	0,1666	0,1459
<b>EFICIENCIA</b>	<b>R.I.</b>	<b>O</b>	13,0817	12,2652	10,5080	7,8693	7,4002
		<b>A</b>	9,5018	9,3091	8,9981	8,4684	11,6872
	<b>PMMD</b>	<b>O</b>	321,0680	308,3830	281,9000	285,5220	264,2630
		<b>A</b>	159,7617	140,7873	122,5193	117,9662	78,5568
	<b>PMMA</b>	<b>O</b>	288,4002	325,8040	318,9260	306,9650	342,3040
		<b>A</b>	289,6226	294,1406	273,1959	287,5521	216,8780
	<b>RA</b>	<b>O</b>	0,8933	0,8654	0,9077	0,7461	0,7138
		<b>A</b>	0,9749	0,9492	0,9902	0,9364	1,0162
	<b>GFV</b>	<b>O</b>	0,0320	0,0122	0,0193	0,0260	0,0253

		<b>A</b>	0,0177	0,0164	0,0108	0,0159	0,0209
GPV		<b>O</b>	0,1481	0,1486	0,1597	0,1444	0,1346
		<b>A</b>	0,1637	0,1556	0,1527	0,1686	0,1628
DV		<b>O</b>	0,0098	0,0091	0,0102	0,0090	0,0096
		<b>A</b>	0,0145	0,0175	0,0179	0,0185	0,0214

## **INTRODUCCIÓN.**

### **LA ECONOMÍA INTERNACIONAL**

1993 fue un año de recesión económica, sobre todo para Europa, aunque EE.UU. y Gran Bretaña tuvieron un buen comportamiento.

Tras la recuperación de 1994, en 1995 se produce una desaceleración del ritmo de expansión económica de los países industrializados (medio punto de retroceso sobre la tasa alcanzada en 1994). Sin embargo, se producen la reducción de la inflación y el descenso generalizado de los tipos de interés, hechos muy favorables de cara al futuro.

En EE.UU. la expansión económica se prolonga por cuarto año consecutivo, con un crecimiento inferior al de 1994 pero baja tasa de inflación, bajos tipos de interés y reducido nivel de paro. Por el contrario, la recuperación económica esbozada por Japón en 1994 quedó interrumpida en 1995 por la apreciación de su moneda.

La UE tuvo un crecimiento similar al de 1994, si bien es preocupante el fuerte ritmo de desaceleración sufrido en la segunda parte del ejercicio, sobre todo en países clave como Francia y Alemania.

Tras esta desaceleración, en 1996 las principales economías industrializadas registraron crecimientos moderados y no inflacionarios. Así, continuó la expansión económica en EE.UU. y la economía japonesa entró en una fase de recuperación con un crecimiento superior al del año anterior.

En cambio, en la UE se registró una desaceleración en el crecimiento de sus economías, motivada principalmente por la debilidad de la demanda interna, especialmente en Alemania y Francia, mientras que la economía del Reino Unido continuó siendo una de las más dinámicas de las europeas.

El empleo no mostró avances significativos. Sin embargo, destacó el importante avance en el control de la inflación y en una reducción de los desequilibrios presupuestarios.

Esta situación de cierta debilidad en las tasas de actividad de los países comunitarios, estuvo provocada por un mayor rigor de los países para conseguir el cumplimiento de los criterios de convergencia establecidos en los acuerdos de Maastricht.

En 1997 tuvo lugar una evolución muy favorable de la economía mundial, que superó las tasas de crecimiento del año anterior, con una inflación a la baja y déficit público controlado. A ello contribuyó el fuerte grado de cooperación internacional desarrollado tras la caída del telón de acero, con una globalización cada vez más acusada de la economía, un enorme avance de las comunicaciones, un fuerte aumento de del comercio internacional y una oferta de liquidez como nunca antes había sido conocida. Todo ello, unido al control riguroso del déficit público, hizo posible crecimientos sostenidos con tasas de inflación controladas e históricamente bajas, que arrastraron a la baja los tipos de interés.

En Europa, el crecimiento se basó principalmente en el incremento de la demanda externa, lo que permitió mantener tasas de inflación bajas que hicieron posible una política monetaria relajada.

En EE.UU. la crisis de los mercados asiáticos propició perspectivas de una cierta deceleración del crecimiento, así como una caída de los precios energéticos y de materias primas, lo que permitió la reducción de la inflación y de los tipos de interés.

## LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

En 1993 la caída del Producto Interior Bruto provocó una profunda recesión. Dicha caída estuvo motivada por un fuerte descenso de la demanda interna, consecuencia de la contracción del consumo privado y la inversión. Gracias al comportamiento favorable del sector exterior (por la devaluación de la peseta y el retraimiento de las importaciones) el PIB no tuvo una caída mayor.

Respecto a 1992, bajó el IPC (aunque siguió siendo alto) y subió la inflación. También aumentó el número de parados (casi un 25%), con una tasa del 24% sobre la población activa (una de las más altas de la UE), así como el déficit de todas las Administraciones Públicas.

Con relación a los tipos de interés, si bien bajaron los nominales, los reales siguieron siendo altos respecto a otros países europeos.

Por otro lado, las devaluaciones de la peseta supusieron una importante depreciación con relación al dólar y al marco, lo que favoreció de forma notable al sector exterior. Fue 1993 uno de los mejores años bursátiles.

Esta evolución tan favorable estuvo motivada, además de por la importante reducción de los tipos de interés durante el año, por la mejora de expectativas en cuanto al final de la crisis económica e inicio de la recuperación previsto para el año siguiente.

La tasa de crecimiento del PIB español en 1995 fue 1 punto más que en 1994 y superior de la media europea. No obstante, al igual que en Europa, el ritmo de crecimiento fue desacelerando a medida que avanzaba el año.

La base de dicho crecimiento estuvo en la formación bruta de capital fijo. En cambio, el consumo privado tuvo un comportamiento débil, y el sector exterior, pese al buen comportamiento de las exportaciones, contribuyó a restar aproximadamente 0'5 puntos al crecimiento del PIB.

La inflación, al término del año, era la misma que en 1994 (4'3%), pese a ser 0'8 puntos más alta en junio. No obstante, esa tasa era 1'3 puntos más elevada de la media europea y 3'3 puntos superior a la de los países más estables de la Unión.

Por lo que se refiere a los tipos de interés, 1995 fue un año de tensiones, que ya hicieron su aparición al final de 1994.

El déficit público de todas las Administraciones experimentó una mejora relativa respecto al año anterior, aunque siguió siendo alto.

En relación al empleo, su evolución fue positiva. La población activa aumentó, así como la población ocupada. El paro se redujo, con una evolución favorable (aunque doble de la media europea) de la tasa de paro sobre población activa.

Como conclusión, el balance de la economía española en 1995 se puede calificar de bueno, por el ritmo de crecimiento, la evolución de la inflación, la creación de empleo y la reducción de los tipos de interés, si bien se produjo una desaceleración en la segunda parte del año, que se trasladará a los primeros meses de 1996. Las bajas tasas de inflación alcanzadas favorecen la continuación en el recorte de los tipos de interés, lo que redundará en beneficio de la inversión y el consumo, y en definitiva, de la actividad y el empleo.

En 1996, la tasa de crecimiento del Producto Interior Bruto fue seis décimas por debajo de la de 1995.

Destaca la contribución neta del sector exterior al crecimiento del PIB, gracias a la fuerte aceleración de las exportaciones y la favorable evolución del sector turístico.

La demanda interna creció a una tasa interanual del 1'5%, con una ligera pero constante recuperación del consumo privado.

La formación bruta de capital fijo registró un pobre crecimiento, motivado esencialmente por el mal comportamiento de la inversión en construcción.

Por el lado de la oferta, destaca la contribución de más de un tercio al crecimiento del PIB de los sectores agrario y pesquero.

Por otro lado, se contuvo la inflación, y el IPC fue del 3'2%, siendo este el mejor comportamiento desde los años 68/69.

El déficit fue notablemente inferior al registrado en 1995.

También los tipos de interés tuvieron un descenso continuado durante 1996, debido al buen comportamiento de la inflación y del déficit público.

Respecto al mercado laboral, creció el empleo, y el paro registrado continuó disminuyendo.

Por tanto, los resultados económicos del ejercicio 1996 pueden ser considerados muy favorables, no tanto en términos de crecimiento como por la corrección y control de la inflación y el déficit.

1997 fue un año brillante para la economía española, con un fuerte y amplio crecimiento económico, la convergencia en la tasa de inflación respecto a las medias europeas, la reducción del paro, la merma significativa en los diferenciales de tipos de interés respecto a Alemania y la fuerte reducción del déficit público.

En este año se produjo una notable aceleración de la actividad que culminó con un aumento del PIB del 3'4%. Al cierre del ejercicio la economía estaba creciendo a una tasa próxima al 4% (superior a la del conjunto de la UE).

El PIB español fue más de un 6% del total comunitario. Su expansión se vio impulsada principalmente por la demanda interna. La expansión de la demanda del consumo privado fue posible en buena parte gracias a la mejora del empleo y de las expectativas económicas de las familias. Y la demanda de inversión tuvo un fuerte crecimiento, destacando la pujanza del componente bienes de equipo así como la recuperación de la construcción.

Respecto al sector exterior, las exportaciones tuvieron un importante crecimiento (12'9%), con una aportación de 4'1 puntos al crecimiento del PIB. La contribución de las importaciones fue de -3'4 puntos. La sustitución del sector exterior por la demanda interna como motor de la actividad demuestra la madurez en la que ha entrado la fase de expansión económica española.

La menor contribución del sector exterior al crecimiento no significa que las exportaciones se hubieran debilitado, sino que su fuerte crecimiento fue en gran parte neutralizado por el crecimiento de las importaciones, consecuencia del aumento de la demanda interna.

Por el lado de la oferta, la industria tuvo un comportamiento excelente, favorecido por la mejora del clima de

confianza de los consumidores y de los empresarios, mientras que la agricultura experimentó una regresión. Así mismo, los servicios tuvieron un comportamiento expansivo.

El buen ritmo de crecimiento económico se consiguió con un descenso de la inflación hasta el 2%, que supuso la tasa más baja de la historia y el cumplimiento de las exigencias de Maastricht.

El déficit público de las Administraciones se situó al cierre del ejercicio en un 2'6% del PIB, cuatro décimas por debajo del objetivo de Maastricht, gracias a que la fuerte recuperación económica y el alto crecimiento de los ingresos se destinaron a reducir el déficit y no a un aumento de los gastos.

El nivel de deuda pública, aunque descendió al 68'3%, siguió estando por encima de los objetivos de Maastricht.

En cuanto al empleo, 1997 fue el tercer año consecutivo de aumento.

Respecto a los tipos de interés, continuó el descenso ininterrumpido iniciado en diciembre de 1995, siendo de un 4'75% al cierre del ejercicio. Los tipos de interés a largo plazo también continuaron descendiendo.

Las perspectivas económicas de España para 1998 fueron calificadas de excelentes por la mayoría de los organismos internacionales y de los especialistas, y por el Gobierno.

## **EL SECTOR DE LA CONSTRUCCIÓN EN EUROPA**

Durante 1993 la recesión económica originó una caída del PIB en la UE. Ello, unido a dificultades presupuestarias, originó una disminución de la demanda de construcción que dio lugar a una regresión en la actividad. Las caídas más importantes correspondieron a Italia y España.

La crisis del sector de 1993 afectó a todos los subsectores, excepto al de rehabilitación.

Tras la recuperación habida en 1994 en el sector europeo de la construcción, con un crecimiento del 2'1% frente a la caída de -1'6% en 1993, en 1995 tuvo un crecimiento bastante menor del esperado (en torno al 1'3%).

El motivo de tal giro se centra en la caída del mercado alemán de la construcción, debida básicamente a la contracción de la inversión en edificación residencial, el descenso de la inversión pública en la zona oeste y el menor crecimiento de la Alemania del Este, además de las malas perspectivas para otros países con peso específico importante como son Gran Bretaña, Francia, Italia y España, que representaban alrededor del 85% del mercado constructor de la UE. Por el contrario, en otros países de la Unión, como Portugal o Dinamarca, el sector tuvo un dinamismo importante en este año.

La política restrictiva adoptada en la mayor parte de los países europeos para el cumplimiento de los criterios establecidos para la Unión Monetaria Europea, tuvo un efecto negativo para las inversiones públicas y, en consecuencia, para la actividad del sector de la construcción. 1996 fue un año de crecimiento negativo.

El mercado de la obra civil entró en crisis a partir de 1992. La reducción de la actividad en 1996 se debió fundamentalmente el comportamiento negativo de Alemania, Francia y España.

Pese a las previsiones de que 1997 seguiría siendo un año no bueno para el sector europeo de la construcción, este experimentó en dicho año una recuperación ligada a la reactivación de la economía general.

## **EL SECTOR DE LA CONSTRUCCIÓN EN ESPAÑA**

En 1993, siguiendo con la tendencia de 1992, se repitió el crecimiento negativo en la actividad del sector.

Las principales causas de esta recesión, que afectó con carácter generalizado a prácticamente todas las Comunidades Autónomas, fueron la caída de la demanda de vivienda y la inversión privada (muy afectadas por la crisis económica, la falta de expectativas y los elevados tipos de interés durante gran parte del año), y el descenso de la actividad destinada al sector público (básicamente, obras civiles) debido a limitaciones presupuestarias.

Como consecuencia se produjo un incremento del paro en el sector, así como un endurecimiento continuo de la competencia en las licitaciones públicas.

Por otro lado, persistió el elevado endeudamiento de las Administraciones Públicas con las empresas constructoras.

No obstante, en 1993, se produjeron hechos relevantes muy favorables de cara al futuro. Así, el importante crecimiento de la licitación oficial, la reducción de los tipos de interés, y la aprobación por el Gobierno del Plan Director de Infraestructuras, que preveía una inversión de 18 billones de pesetas hasta el año 2007.

La actividad del sector durante 1995 tuvo un comportamiento mejor de lo esperado en un principio. La construcción siguió siendo un sector clave en la economía nacional, y su crecimiento se basó fundamentalmente en el subsector de Edificación.

La actividad en el sector tuvo un comportamiento desigual a lo largo del año, produciéndose una desaceleración a medida que avanzaba aquel. Y por Comunidades Autónomas, las de mayor crecimiento fueron Andalucía, Aragón, Canarias, Comunidad Valenciana, Castilla-La Mancha y Galicia, mientras que Castilla-León y Navarra registraron un retroceso.

La evolución del sector en 1995 estuvo influida, por un lado, por la mayor demanda de viviendas por un mayor equilibrio entre el coste de aquellas y la renta de los hogares, así como por la reducción de los tipos de interés; por otro, por el efecto favorable que en el subsector de Rehabilitación produjo la nueva Ley de Arrendamientos Urbanos, y el descenso de los tipos de interés; y, por último, el ajuste de dotaciones presupuestarias de todas las Administraciones impidió que la obra civil experimentase un mayor crecimiento.

La licitación oficial experimentó una evolución negativa por segundo año consecutivo. Los recortes presupuestarios y, sobre todo, la entrada en vigor de la Ley de Contratos de las Administraciones Públicas, paralizó prácticamente la licitación oficial del segundo semestre.

La contratación experimentó una reactivación en el segundo semestre del ejercicio, y los plazos de cobro da la obra pública aumentaron.

Finalmente, la población ocupada tuvo una evolución favorable durante el primer trimestre, pero experimentó una ralentización en la segunda parte del año, y el paro descendió un 18%.

El ejercicio de 1996 fue mediocre para la actividad constructora en España. Las condiciones climáticas, muy adversas en prácticamente todo el ámbito geográfico, especialmente durante el primer y cuarto trimestre, tuvieron una influencia decisiva en este mal comportamiento.

El volumen de actividad del sector en este año sufrió una ligera caída respecto a 1995. Así mismo, tuvo un comportamiento desigual durante el ejercicio, de forma que sólo creció en el tercer trimestre, disminuyendo en el resto.

La demanda del sector público descendió, mientras que la del sector privado creció.

Por Comunidades Autónomas los mayores crecimientos se dieron en Asturias, Baleares, Canarias y C. Valenciana, frente a Andalucía, Aragón, Castilla-La Mancha, Cantabria, Galicia, País Vasco, Murcia y, principalmente, Extremadura, donde la actividad se encontraba en franca regresión.

En 1996 la actividad exportadora del sector español de la construcción confirmó su tendencia ascendente.

La licitación oficial se recuperó notablemente durante los últimos meses del ejercicio. El incremento se concentró básicamente en la obra civil. Por otra parte, siguió desarrollándose el proceso de descentralización de la inversión pública.

El pendiente de cobro de las Administraciones Públicas experimentó un descenso a lo largo de este año.

Por último, la evolución de la población ocupada en 1996 mantuvo un perfil creciente.

En el ejercicio de 1997, el sector de la construcción en España tuvo una producción total de 10'4 billones de pesetas, que representó un 7'6% del PIB.

La actividad constructora experimentó una variación positiva respecto a 1996 y durante el transcurso del ejercicio fue mejorando progresivamente. La obra pública, con un peso del 26%, experimentó un retroceso de la actividad, y la privada, que suponía el 74%, un crecimiento.

Las Comunidades Autónomas que experimentaron mayores crecimientos en el sector durante 1997 fueron Asturias, Baleares, Canarias, Cataluña, Extremadura, Murcia y Navarra, mientras que Castilla-La Mancha, Castilla y León, Galicia y La Rioja experimentaron ligeros retrocesos.

En este ejercicio destacó la actividad exportadora. Así mismo, también creció la contratación.

De los tres indicadores más importantes de la actividad del sector, el consumo de cemento y la población ocupada aumentaron, mientras que la licitación oficial experimentó una disminución en términos constantes del 1%.

Esta noticia ha aparecido en la prensa nacional y nos ha parecido interesante resaltarla:

«El grupo constructor **Obrascón** ha multiplicado por diez sus beneficios netos en el primer trimestre del 1998 respecto al ejercicio anterior. La compañía ha ganado 1.742 millones de pesetas (10,3 millones de euros) en ese periodo, con una facturación de 14.759 millones de pesetas, un 16 por ciento más. La mejora de los resultados se debe, según la compañía, a la *consolidación de la nueva organización del grupo, a la disminución de los costes de estructura y a la repercusión de la venta de Ondagua*, filial especializada en la gestión de servicios de agua, a **Iberdrola** por unos 2.400 millones de pesetas». Esto nos da idea de lo importante que ha sido la fusión para el grupo.

## **II. COMENTARIOS DE LOS RATIOS**

El objetivo de este apartado es analizar los ratios de OBRASCON durante el periodo 1993–1997. Dichos ratios han sido calculados sobre la base de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias y el Balance de situación recogidos en las memorias del Grupo correspondientes al periodo referido.

Para efectuar el mencionado análisis hemos utilizado como referencia los datos de ACCIONA S.A., compañía que opera en el mismo sector, como representativa del mismo.

### **I. RATIOS DE RENTABILIDAD:**

### ROA (Return on assets): ROA= BAIT (1-t)

#### Activos Totales

		1993	1994	1995	1996	1997
<b>ROA</b>	<b>OBRASCON</b>	0,0530	0,0384	0,0498	0,0436	0,0380
	<b>ACCIONA</b>	0,0213	0,0198	0,0180	0,0151	0,0298

El ROA es el ratio que nos da idea de la rentabilidad ordinaria de la empresa. Se define como rentabilidad sobre activos.

En el caso de OBRASCON, este ratio se mueve en torno al 4%. Si bien en el primer año de estudio alcanza su valor más alto (5,3%), decrece ligeramente en 1994 para volver a despuntar en el año siguiente. A partir de 1995 decrece progresivamente, pero se mantiene en torno al 4%. Estos movimientos se explican debido a un crecimiento continuado de los activos totales, pero unos BAIT fluctuantes, que decrecen tanto en 1993 como en 1995. La inestabilidad de los beneficios durante 1994 se debe a la repercusión de la crisis que afectó a la economía en general en 1993, y que el sector de la construcción sufrió más de cerca. ACCIONA, sin embargo, se muestra más rígida a la hora de enfrentar la crisis, cosa que observamos en un ROA muy inferior al de OBRASCON para todo el periodo en general (alrededor del 2%) , y en la dificultad que muestra para recuperarse.

### ROE (Return on Equity) ROE= BN

#### FFPP

		1993	1994	1995	1996	1997
<b>ROE</b>	<b>O</b>	0,1270	0,1220	0,1283	0,1144	0,1069
	<b>A</b>	0,0906	0,0852	0,0769	0,0636	0,1282

Este ratio refleja la rentabilidad financiera de la empresa, es decir, la rentabilidad generada por el aprovechamiento de los recursos propios.

El ROE que refleja el Balance de OBRASCON se mueve en torno al 12%, pero con la ampliación de capital de 1996 aumentan también los fondos propios, lo que observamos en el comportamiento el ratio como un descenso hasta el 10% en 1997.

Obtenemos una buena impresión de la empresa al comparar su ROA con su ROE: el primero es mayor, lo que responde al principio general de que los fondos propios son mayores que el activo total de la empresa. La tendencia del ROE se entiende estudiando la evolución tanto del beneficio neto, que va aumentando progresivamente, como de los fondos propios, que en el 96 sufren un incremento sustancial y proporcionalmente superior al beneficio neto que hace descender el total del ratio. Esta situación se acusa también a lo largo el 97, donde se mantiene el beneficio neto y los fondos propios siguen subiendo:

		1993	1994	1995	1996	1997
<b>BN</b>	<b>O</b>	853.597	866.047	974.000	1.068.582	1.098.099
<b>FFPP</b>	<b>O</b>	6.713.930	7.091.328	7.592.140	9.340.004	10.274.611
<b>ROE</b>	<b>O</b>	0,1270	0,1220	0,1283	0,1144	0,1069

En cuanto a ACCIONA, se observa una rentabilidad financiera con tendencia a la baja durante el periodo entre 1993 y 1996, e inferior en cerca de 4 puntos (de media) a la de OBRASCON, aunque se recupera

bastante en el 97 hasta superar a esta última.

### **MB (Margen Bruto) MB= Resultado de Explotación**

#### **Ventas**

		<b>1993</b>	<b>1994</b>	<b>1995</b>	<b>1996</b>	<b>1997</b>
<b>MB</b>	<b>O</b>	0,1017	0,0695	0,0802	0,0811	0,0520
	<b>A</b>	0,0351	0,0266	0,0220	0,0208	0,0313

El margen bruto refleja el resultado de la explotación. OBRASCON ofrece un ratio que tiene una clara tendencia a la baja a lo largo de todos los periodos, ya que muestra un descenso desde el 10% en 1993 al 5% en 1997. Se debe principalmente a una recesión gradual de los resultados de la explotación, acompañados por un aumento sostenido de las ventas.

En ACCIONA, sin embargo, este ratio se comporta de una manera más estable, aunque con subidas y bajadas de poca relevancia. En su conjunto se presenta muy inferior a OBRASCON en este aspecto, con una diferencia media del 5–6%.

### **MC (Margen Comercial) MC= Resultado Ordinario**

#### **Ventas**

		<b>1993</b>	<b>1994</b>	<b>1995</b>	<b>1996</b>	<b>1997</b>
<b>MC</b>	<b>O</b>	0,0725	0,0636	0,0701	0,0617	0,0389
	<b>A</b>	0,0338	0,0338	0,0284	0,0240	0,0317

El margen comercial muestra también el resultado de la explotación, y se diferencia del margen bruto en que el comercial incluye los resultados financieros.

En el caso de OBRASCON, su ratio se mantiene más o menos estable alrededor del 6,5% durante los primeros cuatro años. En el 97 cae hasta el 3%, siendo fiel reflejo de la evolución paralela que sufren los resultados ordinarios.

La interpretación más interesante de los ratios de MB y MC la obtenemos al compararlos entre ellos. Ambos reflejan el resultado de la explotación, y la divergencia entre ellos muestra el resultado financiero obtenido por la empresa durante el ejercicio.

	<b>1993</b>	<b>1994</b>	<b>1995</b>	<b>1996</b>	<b>1997</b>
MB	0,1017	0,0695	0,0802	0,0811	0,0520
MC	0,0725	0,0636	0,0701	0,0617	0,0389
<b>MB – MC</b>	<b>0,0292</b>	<b>0,0058</b>	<b>0,0101</b>	<b>0,0194</b>	<b>0,0131</b>

La diferencia entre el MB y el MC está entre el 1 y el 2% (diferencia positiva), es decir, que el margen bruto es, en todos los periodos, mayor que el comercial, lo que confirma unos resultados financieros negativos. Nos inclinamos a pensar que estos resultados negativos de OBRASCON pueden deberse a una política inversionista llevada a cabo por la empresa en esta periodo. Lo mismo sucede para ACCIONA.

### **MN (Margen Neto): MN= Beneficio Neto**

## Ventas

		<b>1993</b>	<b>1994</b>	<b>1995</b>	<b>1996</b>	<b>1997</b>
<b>MN</b>	<b>O</b>	0,0384	0,0364	0,0423	0,0416	0,0368
	<b>A</b>	0,0218	0,0209	0,0181	0,0161	0,0293

Lo normal es que el Margen Comercial sea mayor al neto. Esto sucede tanto en OBRASCON como en ACCIONA, aunque esta última se comporta más establemente que OBRASCON, donde la diferencia entre ambos es mayor, aunque converge paulatinamente.

### OBRASCON:

<b>MC</b>	<b>O</b>	0,0725	0,0636	0,0701	0,0617	0,0389
<b>MN</b>	<b>O</b>	0,0384	0,0364	0,0423	0,0416	0,0368
<b>MC – MN</b>		0,0340	0,0272	0,0277	0,0201	0,0021

### ACCIONA:

<b>MC</b>	<b>A</b>	0,0338	0,0338	0,0284	0,0240	0,0317
<b>MN</b>	<b>A</b>	0,0218	0,0209	0,0181	0,0161	0,0293
<b>MC – MN</b>		0,0120	0,0129	0,0103	0,0079	0,0024

### RT (Rentabilidad por trabajador) RT= Resultados de Explotación

Nº de trabajadores

		<b>1993</b>	<b>1994</b>	<b>1995</b>	<b>1996</b>	<b>1997</b>
<b>RT</b>	<b>O</b>	4,0050	2,6850	3,2360	3,8260	2,6330
	<b>A</b>	1,0591	0,7986	0,5978	0,8379	0,9532

Indica el aprovechamiento de los recursos humanos de la empresa.

En el caso de OBRASCON, la rentabilidad por trabajador ofrece unas cifras muy altas, lo que indica el alto rendimiento de los empleados. Esta tasa ronda el 3%. Los años de rentabilidad más bajos se deben tanto a una reducción en los resultados de explotación como a la contratación de nuevos trabajadores.

En los ratios correspondientes a ACCIONA, la rentabilidad es bastante menor (cerca de tres puntos de diferencia).

## II.– RATIOS DE SOLVENCIA A LARGO PLAZO:

### AP (Apalancamiento Financiero) AP= Deuda

#### Fondos Propios

		<b>1993</b>	<b>1994</b>	<b>1995</b>	<b>1996</b>	<b>1997</b>
<b>AP</b>	<b>O</b>	2,6950	2,8660	2,3310	2,6870	3,0700
	<b>A</b>	3,2013	3,2465	3,1972	3,1524	3,1990

El ratio de Apalancamiento Financiero relaciona las deudas totales con los Fondos propios, es decir, el grado de endeudamiento de una empresa en relación a su patrimonio neto.

OBRASCON presenta unos niveles de apalancamiento positivo bastante altos, alcanzando su máximo nivel en 1997, con un apalancamiento del 3,07. Esto refleja una relación entre deuda y fondos propios que nos hace suponer que la mayor parte del pasivo está compuesto por deuda. Esto es normal en las empresas del sector de la construcción, ya que suelen tener unos niveles de apalancamiento cercanos al 3% debido a que se ven forzadas a invertir en materiales, etc., mientras se lleva a cabo la obra, y cobran al final.

ACCIONA nos ofrece apalancamientos ligeramente superiores a los de OBRASCON, pero también dentro de lo que cabe esperar para una empresa del sector.

### **NP (Neto sobre Pasivo) NP= Patrimonio Neto**

#### **Pasivo Total**

	<b>1993</b>	<b>1994</b>	<b>1995</b>	<b>1996</b>	<b>1997</b>
<b>NP</b>	<b>O</b>	0,2700	0,2580	0,3000	0,2710
	<b>A</b>	0,2462	0,2446	0,2532	0,2521

El ratio de Neto sobre pasivo nos da una idea acerca de la representación o el peso que tienen los fondos propios sobre el pasivo total de la empresa.

El ratio correspondiente a OBRASCON ofrece un ligero incremento hasta 1995 y descenso suave hasta 1997 donde alcanza su nivel mínimo y donde la participación del patrimonio neto de OBRASCON es menos relevante, porcentualmente, sobre el total del pasivo. Esto puede ponerse en relación con los resultados de otros ratios (ver, p.ej. los ratios de eficiencia).

En OBRASCON observamos una mayor fluctuación en el ratio de Neto sobre pasivo a lo largo del periodo a estudiar que en ACCIONA, que se muestra más estable, creciendo progresivamente. Ambas empresas se mueven en márgenes muy estrechos (alrededor del 25%).

### **REP (Ratio de Endeudamiento sobre Pasivo) REP= Deuda Total**

#### **Pasivo Total**

	<b>1993</b>	<b>1994</b>	<b>1995</b>	<b>1996</b>	<b>1997</b>
<b>REP</b>	<b>O</b>	0,7280	0,7400	0,6980	0,7280
	<b>A</b>	0,7537	0,7553	0,7467	0,7478

El ratio de endeudamiento sobre pasivo nos ofrece la misma información que el de NP (ya que el pasivo total se compone de Neto patrimonial o Fondos propios + Deuda total, luego  $RCP=1-NP$ ).

En OBRASCON el ratio aumenta lentamente hasta el 94 para luego caer un poco durante ese mismo año y volver a subir en el 96. Nos dice que, aproximadamente, el 72% del pasivo lo constituyen partidas de deuda. Ya hemos hecho mención a que es una situación normal en el sector de la construcción, como vemos también en ACCIONA, aunque quizás esta última se mantenga más estable.

### **RECP (ratio de Endeudamiento a Corto Plazo) RECP= Deudas a c/p**

#### **Deuda Total**

		<b>1993</b>	<b>1994</b>	<b>1995</b>	<b>1996</b>	<b>1997</b>
<b>RECP</b>	<b>O</b>	0,9720	0,9660	0,9700	0,9280	0,9350
	<b>A</b>	0,8761	0,8694	0,8394	0,8360	0,8692

Este ratio muestra la composición o estructuración de la deuda, especificando qué porcentaje de ésta es a corto plazo, que se tendrá que devolver en menos de un año.

El ratio de OBRASCON roza siempre el 100%, aunque la tendencia es a ir reduciéndose paulatinamente. Queda claro que casi toda la deuda es a corto plazo, también normal de las constructoras, ya que cuando cobran la obra devuelven la mayor parte de la misma.

En este caso ACCIONA presenta ratios un 10% menores (se mueve alrededor del 85%). Esto refleja que, probablemente, OBRASCON haga frente a su deuda en un plazo inferior a ACCIONA.

#### **CCF (Cobertura de la carga Financiera) CCF= Cash-flow**

##### **Intereses**

		<b>1993</b>	<b>1994</b>	<b>1995</b>	<b>1996</b>	<b>1997</b>
<b>CCF</b>	<b>O</b>	1,5715	3,7331	2,7277	1,9415	1,8294
	<b>A</b>	1,8643	1,7122	2,1467	1,3377	1,8654

El ratio de Cobertura de la Carga Financiera se centra en el estudio de la capacidad de la empresa para hacer frente a la deuda.

Se percibe en su evolución un ascenso sobresaliente hasta 1994, donde era capaz de cubrir casi hasta cuatro veces la deuda, para volver a decrecer, situándose en 1997 a niveles cercanos a los de 1993.

El ratio es superior a 1 en todos los periodos para ambas empresas, lo que demuestra que tanto OBRASCON como ACCIONA cubren suficientemente sus deudas.

Cuanto mayor es el ratio de CCF, mayor es el margen de seguridad de la empresa, y mayor el grado de confianza de los acreedores

### **III. RATIOS DE LIQUIDEZ:**

- **RC, Ratio de Circulante: Activo Circulante**

- **Pasivo Circulante**

- 

	• <b>1993</b>	• <b>1994</b>	• <b>1995</b>	• <b>1996</b>	• <b>1997</b>
• <b>RC</b>	• <b>O</b>	• 1,2678	• 1,2440	• 1,2880	• 1,2738
	• <b>A</b>	• 1,2170	• 1,1981	• 1,2219	• 1,2495

- Es siempre mayor que una, por lo que sabemos que el Activo Circulante siempre es mayor que el pasivo. Pero al tratarse de una empresa de construcción un ratio de circulante bajo no tiene demasiada incidencia.

- En el sector se mantiene más o menos constante cerca de 1.2 durante todo el periodo de estudio. La tendencia es relativamente parecida a la de OBRASCON, si bien la fluctuación porcentual es menor, sobre todo el último año, achacable a la operación de fusión de nuestra empresa con HUARTE.

- **♦ PA, Prueba del Ácido: PA= Disponible + Realizable**

- **Pasivo Cirulante**

- ♦

		♦ 1993	♦ 1994	♦ 1995	♦ 1996	♦ 1997
♦ PA	♦ O	1,1683	1,1494	1,1617	1,1091	1,0071
♦ A	♦	1,0647	1,0296	1,0386	1,0664	1,0646

- ♦ Nos hacemos a la idea con este ratio del peso de las existencias. Paulatinamente tiene una caída de 1.16 puntos al 1.007. Es menor por lo que nos da idea de que el activo es bastante realizable. En empresas de construcción, como veremos ahora con la comparación, se observan ratios con estos valores debido a su particular naturaleza.
- ♦ En el sector se mantiene constante durante el tiempo siempre cerca del 1.06. el periodo más bajo corresponde a los años 1994 y 1995. En este caso las cifras difieren en tendencia con las de OBRASCON, pero no en valor.

- ♦ LI, Liquidez inmediata: LI= Disponible

- ♦ **Pasivo Circulante**

- ◊

	◊ 1993	◊ 1994	◊ 1995	◊ 1996	◊ 1997	
◊ LI	◊ O	◊ 0,0406	◊ 0,0336	◊ 0,0443	◊ 0,0636	◊ 0,0283
◊ A	◊	◊ 0,0419	◊ 0,1123	◊ 0,1117	◊ 0,0682	◊ 0,0621

- ◊ Nos indica la capacidad de la empresa para atender pagos a muy corto plazo. Es fluctuante durante el período estudiado, y siempre en torno al 5%. Esto nos da idea de que la liquidez de la empresa es casi toda en realizable.

- ◊ En el sector hay una subida espectacular durante 1994 y se mantienen en 1995, si bien recupera los niveles anteriores durante los dos últimos años.

- ◊ CCV, Capital Circulante sobre Ventas: CCV= Capital Circulante

- **Ventas**

	1993	1994	1995	1996	1997	
CCV	O	0,2122	0,2015	0,2149	0,2480	0,1347
A	0,1470	0,1370	0,1404	0,1666	0,1459	

- El capital circulante sobre ventas se mueve entre el 0.2 y 0.25 pero en 1997 baja espectacularmente hasta 0.13. Se debe esta bajada según nuestro estudio a una importante subida del Pasivo Circulante en comparación con el activo circulante –concretamente el doble de incremento–.

- Refleja la liquidez de la empresa. Con altibajos a lo largo de estos cinco años se mantiene siempre en torno al 1.14. La misma tendencia refleja OBRASCON de subidas y bajadas para terminar con 1.13 en 1997.

- **IV. RATIOS DE EFICIENCIA:**

- RI, Rotación de inventario: Coste de ventas

- **Saldo medio de existencias**

	1993	1994	1995	1996	1997	
RI	O	13,0817	12,2652	10,5080	7,8693	7,4002
A	9.5	9.3	8.99	8.46	11.68	

- Este ratio señala la eficiencia de la empresa en la gestión de stocks de existencias, pero, a su vez, el coeficiente de rotación es también una medida de liquidez en cuanto constituye una medida de la velocidad con que las existencias pueden convertirse en efectivo (ver L. A. Bernstein).

- Para la sociedad matriz OBRASCON, el valor del ratio sufre un notable descenso desde 1993 a 1997, año este último en el que se alcanza el mínimo (7,4). Suponemos por tanto que la gestión y el control de OBRASCON sobre su stock de existencias ha empeorado, lo que redunda en una pérdida de eficiencia.

- A este respecto 1996 y 1997 son dos años donde se percibe más claramente el deterioro de la gestión de los inventarios, entre otras razones por un incremento de las existencias bastante importante y en especial de la partida productos inmobiliarios para la venta durante el último bienio considerado. Todo lo anterior denota la dificultad en la salida (venta) de las existencias y los altos costes de almacenaje que eso acarrea.
- En comparación con el sector, en FCC se duplica prácticamente el valor del ratio de rotación de inventarios de nuestra empresa en 1993, es casi el triple del valor en 1994 y 1995 y cercano al cuádruplo en los últimos dos años. No ocurre lo mismo con la RI de CUBIERTAS (antes de fusionarse y pasarse a denominarse ACCIONA) que de 1993 a 1996 mantiene niveles estables y próximos a los de OBRASCÓN, mientras que en 1997 la gestión de las existencias mejora en ACCIONA y toma el nivel máximo (11.687).
- Por tanto, la eficiencia en la gestión y control de los inventarios es peor en OBRASCON respecto al sector de la construcción y, especialmente, en el '96 y el '97.
- Un coeficiente de rotación inferior al registrado históricamente (el de 1997 para OBRASCÓN es el mínimo dentro del período considerado para el análisis) o inferior al normal de la industria, llevará a la conclusión preliminar de que entre las existencias hay partidas de lento movimiento por obsoletas, por tener una demanda muy débil o no poder venderse, lo que hace dudar de la posibilidad de recuperarse el costo de tales partidas (ver L.A. Bernstein).
- **PMMD, Período Medio de Maduración de deudores: Saldo Medio Clientes**
- Ventas Medias diarias
- |                 | • 1993   | • 1994   | • 1995   | • 1996   | • 1997   |
|-----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| • <b>PMMD</b> • | 321,0680 | 308,3830 | 281,9000 | 285,5220 | 264,2630 |
| • A •           | 159.76   | 140.78   | 122.51   | 117.9    | 78.556   |
- El valor de este ratio decrece sensiblemente desde 1993 a 1997, si bien se produce una estabilización durante 1996. Este descenso supone una mejora en la gestión de clientes, en la eficiencia de la empresa en el cobro a los deudores. Peses a ello, los valores son bastante elevados si comparamos con la media del sector (donde también se observa una tendencia decreciente en el nivel medio del ratio PMMD), lo que influye o provoca que el nivel de liquidez que muestra la sociedad OBRASCON no sea muy elevado (debemos comparar los valores del ratio de liquidez inmediata con respecto del sector). La gestión de los clientes de OBRASCON es menos eficiente que la realizada por otras empresas del sector.
- **PMMA, Período Medio de Maduración de Acreedores: Saldo Medio Acreedores**
- Compras Medias Diarias
- |                 | • 1993   | • 1994   | • 1995   | • 1996   | • 1997   |
|-----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| • <b>PMMA</b> • | 288,4002 | 325,8040 | 318,9260 | 306,9650 | 342,3040 |
| • A •           | 289.62   | 294.14   | 273.19   | 287.55   | 216.87   |
- Comparando y dejando de lado el año 1993, el valor de este ratio es superior al PMMD para el resto del período considerado para el análisis. Los valores de PMMA muestran una evolución irregular

aunque con una tendencia alcista (en 1997 alcanza su máximo valor, 342.304).

- Si comparamos este dato con el anterior se observa para todo el período que PMMA>PMMD. Ello indica que OBRASCON se está apoyando en lo que se denomina financiación gratuita, es decir, está haciendo uso de activos derivados de la diferencia entre ambos ratios para obtener una rentabilidad financiera o para hacer frente a sus deudas.
- En un segundo plano, la tendencia alcista del valor del PMMA puede también deberse a un incremento en la confianza de los acreedores comerciales hacia OBRASCON, quizás favorecida por las expectativas de crecimiento de la sociedad tras su anuncio de fusión con HUARTE (consolidada en 1998).
- Considerando la evolución del ratio en el sector, se observa, para FCC una ligera tendencia bajista que puede deberse a una mayor liquidez de la empresa pudiendo hacer frente con mayor solvencia a sus deudores (también utiliza la financiación gratuita), una peor gestión del pago a sus acreedores (aunque el valor del ratio es bastante elevado y, por tanto, genera una mayor holgura y seguridad a la empresa para el pago de sus deudas comerciales). En cuanto a CUBIERTAS (actualmente ACCIONA) su política de cobro es muy eficiente (recibe liquidez en períodos cortos de tiempo) y mejor que la de OBRASCON y lo mismo debe decirse de su política de pagos, ya que dispone de un margen de tiempo muy elevado para financiarse gratuitamente. La diferencia entre los ratios PMMD y PMMA es en ACCIONA la mayor del sector que comparamos en este estudio.

- **♦ RA, Rotación del Activo: Ventas**
  - ♦ **Activo Total**
  - ♦
  - ♦ 

	♦ 1993 ♦	1994 ♦	1995 ♦	1996 ♦	1997
♦ RA♦ O	0,893♦	0,865♦	0,907♦	0,746♦	0,7138
♦ A	0.97	0.95	0.99	0.93	1.01
  - ♦ Este ratio mide la eficiencia en la utilización de los activos en la empresa.
  - ♦ El nivel de RA sigue una tendencia constante y similar a la del sector entre 1993 y 1995. A partir de 1996 se produce un descenso en el valor del ratio y en 1997 éste alcanza su valor mínimo (0.7138), mientras que en el sector los papeles se invierten para ACCIONA, que observa en 1997 su máximo valor del ratio (1.0162) y FCC sigue con la tendencia a la baja apreciable en OBRASCON (en 1997 el valor de R.A. es 0.848). Con todo, en los últimos dos años, los valores de OBRASCON son menores que en el sector y, por ello, la eficiencia en la utilización del activo de PBRASCON desciende, ya que el valor de la cartera de ventas (para el último bienio) si bien aumenta, lo hace en menor grado que el nivel del activo total de la empresa.
- **♦ GFV, Gastos Financieros sobre Ventas: Gastos Financieros**
  - ♦ **Ventas**
  - ♦

	♦	1993	♦	1994	♦	1995	♦	1996	♦	1997			
♦	♦	GFV	O	♦	0,0320	♦	0,0120	♦	0,0193	♦	0,0260	♦	0,0253
♦	♦	A	♦	0,0170	♦	0,0160	♦	0,0100	♦	0,0150	♦	0,02	

♦ Indica cuánto necesita endeudarse la empresa para alcanzar un determinado volumen de ventas.

- ♦ En OBRASCON este ratio fluctúa bastante, siguiendo una tendencia irregular entre 1993 y 1995 y unos valores más elevados en 1996 y 1997. En el primer trienio y, excepto en 1993, el valor de este ratio se aproxima al de ACCIONA y es más bajo que el que se da en FCC. De 1996 a 1997 en ACCIONA y OBRASCON este ratio se eleva, lo cual puede deberse a los proyectos de fusión empresarial que llevaban a cabo ambas empresas para los que se necesitaron importantes inversiones y financiación (lo que empuja el valor de los gastos financieros). La evolución puesta se da un FCC, donde el ratio asciende y descienden por tanto los gastos financieros, lo que puede tener aplicación en la progresiva bajada de los tipos de interés en la economía nacional e internacional.
- ♦ Observando también la diferencia entre el margen bruto (MB) y el margen comercial (MC) puede explicarse un aumento (si la diferencia es elevada) o un descenso en el nivel de gastos financieros (cuando la diferencia entre MB y MC es menor).

- ♦ Centrándonos en OBRASCON y en la tendencia del ratio de GFV, ésta es relativamente irregular, debido ello a la propia inestabilidad de los gastos financieros y a que el nivel de ventas ha seguido una evolución constante con una ligera tendencia al alza.

♦ ◊ **GPV, Gastos de Personal sobre Ventas: Gastos de Personal**

◊ **Ventas**

◊

	◊	1993	◊	1994	◊	1995	◊	1996	◊	1997			
◊	◊	GPV	O	◊	0,1480	◊	0,1486	◊	0,1590	◊	0,1444	◊	0,1346
◊	◊	A	◊	0,1630	◊	0,1550	◊	0,1520	◊	0,1680	◊	0,1628	

◊ Este ratio relaciona los gastos de personal con el volumen de ventas de la empresa y es una medida de la eficiencia en el uso de los recursos humanos.

- ◊ Observando el valor de este ratio en OBRASCON, puede comprobarse que entre 1993 y 1997 la evolución es constante, alcanzando en 1997 su valor mínimo (0.1346). Y respecto del sector, OBRASCON es la más eficiente en la utilización de sus recursos humanos (los ratios para FCC son casi el doble que para OBRASCON, y ACCIONA mantiene unos niveles algo superiores a los de OBRASCON). Los gastos de personal y el volumen de ratios en OBRASCON siguen una tendencia similar en todo el período considerado, si bien en 1996 y 1997 las ventas se incrementan en mayor

medida que los gastos de personal.

◊ · DV, Depreciación sobre Ventas: Dotación Amortización Inmovilizado

**Ventas**

		1993	1994	1995	1996	1997
DV	O	0,0098	0,0091	0,0102	0,0090	0,0096
	A	0,0145	0,017	0,0179	0,0185	0,0214

Este rato representa el porcentaje de ventas que se destinan a gastos de depreciación. Es un ratio relativo ya que cada empresa tiene su propia política de depreciación. OBRASCON mantiene una tendencia constante, con valores muy inferiores a los del sector (casi la mitad respecto a éste) lo cual podría indicar que la eficiencia es mayor en OBRASCON en comparación con las demás empresas en cuanto que los gastos por depreciación son menores, pero debemos observar que si el ratio de depreciación fuera excesivamente bajo, la compañía correría el riesgo de no poder renovarse sus activos en un determinado momento (a este respecto es interesante observar los valores del ratio de rotación de inventarios para OBRASCON y para el resto del sector de la construcción).

**IV. ANALISIS BURSÁTIL Y ESTUDIO DE LAS COTIZACIONES.**

**ANÁLISIS DE RATIOS BURSÁTILES.**

**BPA, Beneficio Por Acción: BPA = Beneficio Neto**

**Número de Acciones**

		1993	1994	1995	1996	1997
BPA	O	163	182	194	178	68
	A	0,00079	0,00075	0,00072	0,00065	0,001

Respecto del BPA se observa un incremento moderado del valor del ratio hasta 1995 y un ligero descenso en 1996 motivado por una disminución del BN de la sociedad matriz, que también se refleja en los datos del ROA, ROE de 1996 respecto del año anterior. En 1997, el BPA toma su valor mínimo, pero este resultado puede ser engañoso, ya que se produce una ampliación de capital del orden de una acción antigua por cinco nuevas por lo que el valor nominal de éstas nuevas participaciones pasa a ser de cien pesetas (las antiguas valían quinientas).

La gran subida de 1997 puede significar la mayor confianza del mercado respecto de la situación de la sociedad. Sin embargo, este valor debe interpretarse con cautela, puesto que es ambiguo ya que el BPA de este año puede ser elevado, pues la empresa no repartió dividendos, lo que implica que el numerador sea mayor.

#### **PER, (Price Earning Rate): PER= Precio BPA**

	<b>1993</b>	<b>1994</b>	<b>1995</b>	<b>1996</b>	<b>1997</b>
<b>PER O</b>	9,5	9,8	7,6	-	12,2
<b>A</b>	8,6586	12,3019	9,3244	15,3305	24,5384

El PER es una medida de las expectativas del mercado sobre las ganancias de una empresa, es decir, el valor de una acción se relaciona con la corriente de beneficios que la empresa espera obtener. Por tanto, el PER tiene relación con la rentabilidad de las inversiones futuras y puede dar lugar a una aproximación al coste del capital de la empresa.

Teniendo en cuenta lo anterior, podría concluirse que, el PER correspondiente a empresas con expectativas de alto crecimiento en sus beneficios será mayor (en circunstancias similares) que el de aquellas compañías con una perspectiva de crecimiento inferior.

Durante los años 1993 y 1994 el PER es prácticamente constante y cercano a 10, es decir, el precio de una acción de OBRASCON incluye diez veces su beneficio; mientras que en 1995 desciende sensiblemente motivado por un mal año bursátil para el sector de la construcción en general que ha influido en la cotización de las acciones.

1997 es un año en que se dan situaciones especiales que influyen en el incremento del PER (proyecto de fusión con HUARTE, ampliación de capital, expectativas positivas de un incremento en la negociación, etc.) y que por tanto repercute en la cotización de la acción que se incrementa notablemente. Por tanto, el incremento del valor del PER de OBRASCON en 1997 refleja las expectativas positivas que tienen los accionistas para la sociedad y que se realizan en 1998.

**MCF, Multiplicador del Cash-Flow: MCF= Precio**

**CFA**

		1993	1994	1995	1996	1997
MCF	O	7,0770	7,6280	5,6950	—	8,5050
	A	2,0571	2,5648	1,7121	2,2299	5,9784

De 1993 a 1994 se incrementa en casi un punto para caer en el noventa y cinco dos puntos y terminar 1997 con un repunte hasta 8.5.

Esta evolución se debe a que el precio de las acciones subió en 1994, pero no tanto como el CFA por eso baja el ratio. Debido a la fusión cae el precio de las acciones pero en menor medida que el denominador y por eso el MCF tuvo una tendencia alcista.

**RD, Rentabilidad por Dividendo: RD= Dividendos**

**Cotización**

		1993	1994	1995	1996	1997
RD	O	2,7400	2,5200	3,2200	—	0,0000
	A	0,0321	0,0236	0,0327	0,0220	0,0133

Es esencialmente constante superando el 3% en 1995 para, con la fusión, bajar debido al aumento de títulos en circulación. Tengamos en cuenta para el análisis de este ratio que en el año 1997 no se reparten dividendos, tal como ya hemos explicado cuando analizamos el PER.

**PO, (Pay Out): PO= Dividendos**

**Beneficio Neto**

		1993	1994	1995	1996	1997
PO	O	0,5234	0,5462	0,5127	0,5623	0,0000
	A	0,2781	0,2912	0,3051	0,3371	0,3257

A lo largo de todo el periodo se mantiene constante con una tasa del 0.5, menos en 1997 que no se reparten. Recordemos que mide el porcentaje de los resultados netos distribuidos a los accionistas. Indica la política de dividendos de la empresa y se entiende que refleja la percepción de la dirección de la misma

con relación a la incertidumbre asociada a los beneficios esperados.

### **PVC, Precio Valor Contable: PVC= Precio**

#### **Valor Contable**

#### **Valor Contable= FFPP**

#### **Nº de acciones**

		<b>1993</b>	<b>1994</b>	<b>1995</b>	<b>1996</b>	<b>1997</b>
<b>PVC</b>	O	1,2065	1,3231	1,0212	–	2,4122
	A					

Este ratio muestra la eficiencia de la sociedad porque nos indica la capacidad de la empresa para generar beneficios con el nivel de activos que posea. Un ratio alto mostrará gran eficiencia aunque uno bajo no significará lo contrario en todo caso ya que puede reflejar una buena inversión en caso de títulos infravalorados por el mercado. Si el ratio es positivo el precio nos pone de manifiesto bienes intangibles, especialmente el fondo de comercio de la empresa.

Se mantiene en la unidad hasta 1997, año de la fusión, cuando logra alcanzar 2.4. La caída del VC es sensiblemente superior a la del precio.

### **ANALISIS DE LA REGRESIÓN.**

<i>Variable</i>	<i>Valor</i>	<i>Desviación Típica</i>	<i>Estadístico T</i>	<i>Significado</i>
<i>Cotización OBRASCÓN</i>	0.285310	0.0234	11.97	Sí
<i>Constante</i>	-1339.5652	192.526	-6.958	Sí

**Coeficiente de Regresión:** 0,86606

**Coeficiente de Regresión Ajustado:** 0,85997

**Error Estándar:** 198,11821

El análisis de los residuos da un resultado positivo de los mismos, teniendo por correcta nuestra regresión.

Recta de la Regresión:

<b>COTIZACIÓN OBRASCÓN: -1339.5652 + 0.28531 IBEX35</b>
---

Nuestra interpretación resulta clara a tenor de la significatividad del estadístico asociado a la variable independiente: al ser mayor que uno podemos afirmar que afecta positivamente a nuestra variable, o sea, que el IBEX-35 y las acciones de OBRASCON están correladas. También afirmaremos que se trata de un título oscilante o volátil con relación al índice estudiado.

<b>Variable</b>	<b>Valor</b>	<b>Desviación Típica</b>	<b>Estadístico T</b>	<b>Significación</b>
<b>Cotización OBRASCÓN</b>	0.258	0.2215	11.484	Sí
<b>Constante</b>	-67.16	68.75	-0.977	No

**Coeficiente de Regresión:** 0,85703

**Coeficiente de Regresión Ajustado:** 0,8505

**Error Estándar:** 186.43168

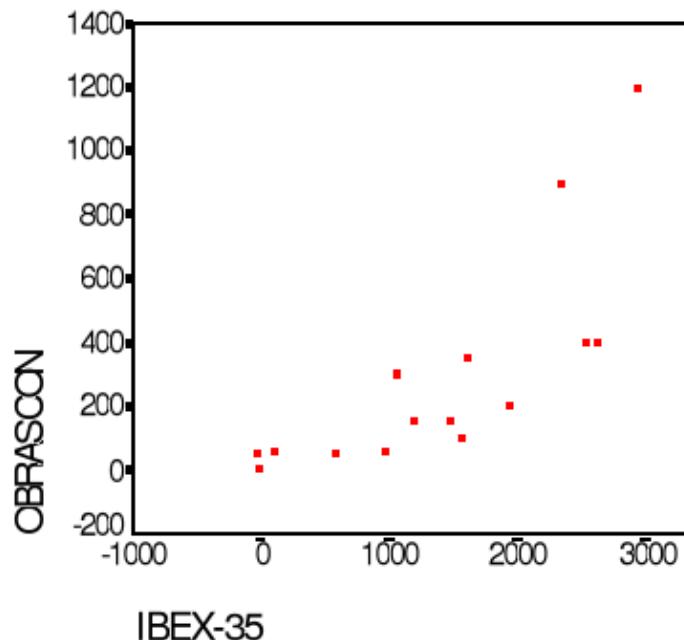
El F-ratio nos sale significativo, por lo que nuestra regresión está bien determinada. Al encontrarnos con una pendiente de regresión positiva, pero menor que uno vemos que nuestro título es defensivo, con respecto a la rentabilidad del IBEX-35.

El análisis de los residuos da un resultado positivo de los mismos, teniendo por correcta nuestra regresión.

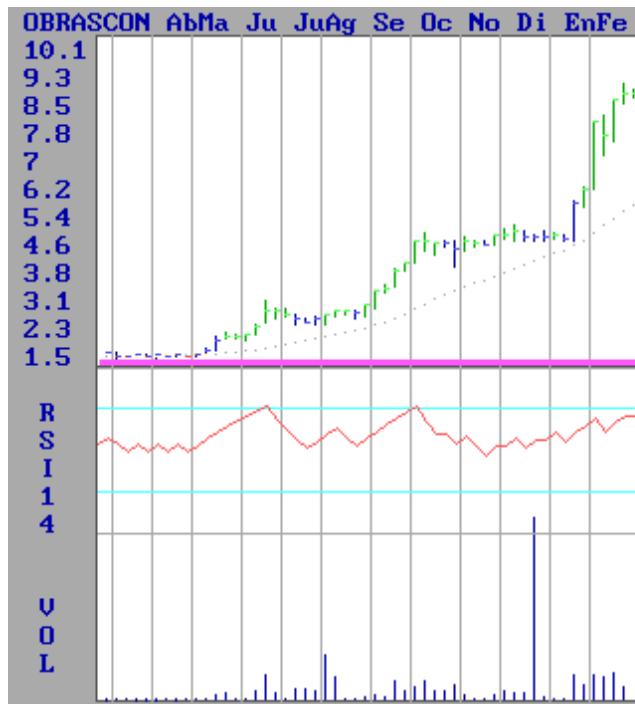
Recta de la Regresión:

<b>RENTABILIDAD DE LA COTIZACIÓN OBRASCÓN:</b>
<b>(el parámetro en origen no significativo)</b>
<b>0.258 IBEX35</b>

· Gráfico de la regresión para valores de la rentabilidad:



- Gráfico de la cotización de OBRASCON en los últimos cuatro años:
- Gráfico pormenorizado, con medias de valor bimensual y tendencias de la cotización y la contratación de OBRASCON en los últimos dos años:



- Gráfico pormenorizado, con medias de valor bimensual y tendencias de la cotización y la contratación de ACCIONAOBRASCON en los últimos dos años:



#### COMPOSICIÓN DEL ACCIONARIADO

AÑO	TOTAL ACCIONES	PORCENTAJE	ENTIDADES
1993	5.256.400	28.4	ESPACIO

		31.3	INTERNACIONAL B.V.
			INMOBILIARIA UMBRAL, S.A.
<b>1994</b>	5.256.400	38.8 21	FERROATLÁNTICO S.L.
<b>1995</b>	5.256.400	32.1 25.8	INMOBILIARIA ESPACIO, S.A.
<b>1996</b>	5.256.400	30.7 22.8 16	INMOBILIARIA ESPACIO, S.A. FERROATLÁNTICO S.L.
<b>1997</b>	30.042.270	37.59 24.96	CUARZOS INDUSTRIALES S.A. FERROATLÁNTICO S.L. FERTIBERIA, S.A.

Como se habrá podido comprobar falta parte del accionariado. Los datos reflejados en las memorias de OBRASCÓN sólo describen la composición del grupo, y aquéllas participaciones menores del diez por ciento quedan fuera de mención por su escasa importancia (en el ámbito de las decisiones) dentro de la empresa.

#### DISTRIBUCIÓN DE LA CONTRATACIÓN:

ACTIVIDAD MILLONES DE PESETAS

\**Obra de edificación:*

AÑO 93 9587.509

AÑO 94 10733.710

AÑO 95 9450

AÑO 96 11983

AÑO 97 15032.500

**\*Obra civil:**

AÑO 93 12334.351

AÑO 94 12627.925

AÑO 95 12996

AÑO 96 10696

AÑO 97 13641.492

**\*Servicios de obras públicas:**

AÑO 93 285.254

AÑO 94 423.668

AÑO 95 557

AÑO 96 675

AÑO 97 1017.198

**DESCOMPOSICIÓN DE LA CARTERA:**

ACTIVIDAD MILLONES DE PESETAS

**\*Obra de edificación:**

AÑO 93 17912.72

AÑO 94 18972.700

AÑO 95 13257

AÑO 96 18785

AÑO 97 18289

**\*Servicios de mantenimiento**

y conservación de obras públicas:

AÑO 93 959.61

AÑO 94 896.300

AÑO 95 622

AÑO 96 375

AÑO 97 461

\*Obra de edificación:

AÑO 93 13114.67

AÑO 94 8439.200

AÑO 95 15371

AÑO 96 15877

AÑO 97 22135

#### **VOLÚMEN DE CONTRATACIÓN:**

*Sector público Sector público*

*en % en %*

AÑO 93 69% 31%

AÑO 94 63%\* 37%\*

AÑO 95 68%\* 32%\*

AÑO 96 59% 41%

AÑO 97 43% 57%

**Nota a \*:**

*Los datos disponibles para estos años pertenecen al total del grupo; no obstante, la tendencia a orientarse de forma progresiva al sector privado desde el sector público no se rompe, resultando ser ésta una realidad tanto para la empresa matriz como para el grupo consolidado.*

#### **V. CONCLUSIONES.**

OBRASCON no ha tenido una recuperación tan espectacular como las demás empresas del sector y en general de la economía, lo que puede ser debido en parte a que no cayó demasiado debido a la recesión de 1993. Los ratios de rentabilidad no demuestran una

tendencia alcista clara, si bien hemos de tener en cuenta que en 1998, justo con la salida a bolsa después de la fusión, los beneficios crecen significativamente.

Nuestra empresa ha enajenado parte de sus activos para hacer frente a la nueva situación y eso ha reportado importantes beneficios extraordinarios que han saneado las cuentas de resultados en los últimos periodos (por ejemplo la venta de ONDAGUA a IBERDROLA). Hay que tener en cuenta que nuestra empresa se basa en grandes inversiones de capital que sufrieron la devaluación de la peseta –a pesar de la consiguiente disminución de los tipos– y la recesión de 1993. Es un dato significativo que las expectativas de futuro vayan por el mismo camino, pues la bajada de los tipos de interés con la entrada del EURO hace mucho más rentables las inversiones que la empresa hizo para el periodo actual.

Para los ratios de rentabilidad se observan valores superiores a los de ACCIONA aunque se aprecia una tendencia cíclica de subidas y bajadas. Sin embargo es un dato fundamental que ambas entidades sufren procesos de fusión y es normal que se comporten de manera análoga. Los valores más bajos se dan justo antes de las fusiones debido a fuertes inversiones que provocarán rentabilidad en el futuro.

El nivel de solvencia de OBRASCON es muy similar al del sector. Un dato que no nos debe parecer extraño ya que son empresas que tienen una capacidad de maniobra muy corta y que, como ya hemos comentado, están supeditadas a las fuertes inversiones de futuro.

Respecto a la liquidez, la tendencia es constante excepto para 1997 donde desciende considerablemente debido a la necesidad de capital con el que afrontar la fusión.

En relación a lo anterior, se puede observar respecto de los ratios de eficiencia que la diferencia del valor entre el PMMA y el PMMD en 1997 es el mayor del periodo

considerado, lo que dota a OBRASCON de un margen de liquidez amplio para afrontar el proceso de fusión con HUARTE . En cuanto al resto de ratios de eficiencia, comprobamos que OBRASCON ha perdido eficiencia en la gestión de sus activos y en sus existencias a lo largo del periodo considerado.

Por último, centrándonos en el análisis de los ratios bursátiles y, en concreto, en el estudio del PER, podemos comprobar que 1995 fue un mal año para el sector de la construcción en general, por lo que las expectativas del mercado hacia el sector no son muy optimistas. Sin embargo, en 1997 y en 1998 el valor del PER se incrementa considerablemente debido a factores como: el proyecto de fusión con HUARTE y la consolidación del mismo, la ampliación de capital o el incremento de la contratación, adecuándose así la empresa a la tendencia globalizadora de la economía.

Las expectativas son bastante buenas con relación a la apertura del EURO (recordemos una importante inversión en bienes inmuebles por parte de las PYMES, para blanquear aquellos ingresos difusos) y a la llegada de fondos comunitarios a España. La bajada de los tipos también ayuda a la llegada de capital doméstico a los mercados financieros. A nivel particular las expectativas de OBRASCON son favorables debido a su fusión con HUARTE, al incremento de sus beneficios durante 1998 y a la bajada del endeudamiento tanto a corto como a largo.

Como epílogo, la llegada del EURO tiene un factor sociológico importante a la hora de la entrada en los mercados de capitales de los pequeños inversores y los especuladores. Esto, creemos que va a conllevar más volatilidad en los valores, lo que supone un incentivo más para invertir en empresas de este tipo, que son poco volátiles y estables, debido a su contratación base con la Administración, si bien la tendencia es bajista en el volumen de contratación con ésta.

V. ANEXO.

<b>BALANCES DE SITUACIÓN DE 1993, 1994, 1995</b>			
	<b>1993</b>	<b>1994</b>	<b>1995</b>
<b>ACTIVO</b>			
<b>Inmovilizado</b>			
Gastos de establecimiento	78.207	47.705	17.203
Inmovilizaciones inmateriales	338.917	460.471	475.065
Inmovilizaciones materiales	1.181.190	1.354.918	1.391.804
Inmovilizaciones financieras	918.313	1.118.056	1.290.828
<b>Total Inmovilizado</b>	<b>2.516.627</b>	<b>2.981.150</b>	<b>3.174.900</b>
<b>Gastos a distribuir en varios ejercicios</b>	<b>38.854</b>	<b>67.568</b>	<b>54.539</b>
<b>Activo circulante</b>			
Existencias	1.750.600	1.858.532	2.168.594
Deudores	19.810.390	21.824.400	19.108.112
Inversiones financieras temporales	12.922	18.017	295.722
Tesorería	700.409	641267	465.364
Ajustes por periodificación	29.722	93.850	74.900
<b>Total activo circulante</b>	<b>22.304.043</b>	<b>24.436.066</b>	<b>22.112.692</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>24.859.524</b>	<b>27.484.784</b>	<b>25.342.131</b>
<b>PASIVO</b>			
<b>Fondos propios</b>			
Capital suscrito	2.628.200	2.628.200	2.628.200
Prima de emisión	1.263.600	1.263.600	1.263.600
Reserva de revalorización	0	0	0
Reservas	2.230.784	2637587	3.030.558
Aportac. accionistas ampliac.			

de capital en curso	0	0	0
Pérdidas y ganancias del ejercicio	853.597	866.047	974.000
Dividendo a cuenta	-223.397	-236.538	-249.679
<b>Total fondos propios</b>	<b>6.752.784</b>	<b>7.158.896</b>	<b>7.646.679</b>
<b>Exigible</b>			
Provisiones para riesgos y gastos	149.469	96.713	94.034
Acreedores a largo plazo	364.971	586.206	433.103
Acreedores a corto plazo	17.592.300	19.642.969	17.168.315
<b>Total exigible</b>	<b>18.106.740</b>	<b>20.325.888</b>	<b>17.695.452</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>24.859.524</b>	<b>27.484.784</b>	<b>25.342.131</b>

<b>PASIVO</b>				
<b>Fondos propios</b>				
Capital suscrito	100	100,00	100,00	100,00
Prima de emisión	100	100,00	100,00	100,00
Reserva de revalorización				205.348
Reservas	100	118,24	135,85	157,13
Aportac. accionistas ampliac.				
de capital en curso				997.842
Pérdidas y ganancias del ejercicio	100	101,46	114,11	125,19
Dividendo a cuenta	100	105,88	111,76	134,52
<b>Total fondos propios</b>	<b>100</b>	<b>106,01</b>	<b>113,24</b>	<b>138,73</b>
<b>Exigible</b>				
Provisiones para riesgos y gastos	100	64,70	62,91	60,55
Acreedores a largo plazo	100	160,62	118,67	471,55
Acreedores a	100	111,66	97,59	132,38

corto plazo				
<b>Total exigible</b>	<b>100</b>	<b>112,26</b>	<b>97,73</b>	<b>138,62</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>100</b>	<b>110,56</b>	<b>101,94</b>	<b>138,65</b>

#### ANÁLISIS VERTICAL

	<b>1993</b>	<b>1994</b>	<b>1995</b>	<b>1996</b>
<b>ACTIVO</b>				
<b>Inmovilizado</b>				
Gastos de establecimiento	0,315	0,174	0,068	0,060
Inmovilizaciones inmateriales	1,363	1,675	1,875	1,062
Inmovilizaciones materiales	4,751	4,930	5,492	4,809
Inmovilizaciones financieras	3,694	4,068	5,094	7,948
<b>Total Inmovilizado</b>	<b>10,123</b>	<b>10,847</b>	<b>12,528</b>	<b>13,880</b>
Gastos a distribuir en varios ejercicios	<b>0,156</b>	<b>0,246</b>	<b>0,215</b>	<b>0,082</b>
<b>Activo circulante</b>				
Existencias	7,042	6,762	8,557	11,133
Deudores	79,689	79,405	75,401	70,445
Inversiones financieras temporales	0,052	0,066	1,167	2,992
Tesorería	2,817	2,333	1,836	1,306
Ajustes por periodificación	0,120	0,341	0,296	0,162
<b>Total activo circulante</b>	<b>89,720</b>	<b>88,908</b>	<b>87,257</b>	<b>86,067</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>100,000</b>	<b>100,000</b>	<b>100,000</b>	<b>100,000</b>

#### PASIVO

<b>Fondos propios</b>				
Capital suscrito	10,572	9,562	10,371	7,625
Prima de emisión	5,083	4,597	4,986	3,666

Reserva de revalorización				0,596	0,491
Reservas	8,974	9,597	11,959	10,170	9,497
Aportac. accionistas ampliac.					
de capital en curso				2,895	
Pérdidas y ganancias del ejercicio	3,434	3,151	3,843	3,100	2,625
Dividendo a cuenta	-0,899	-0,861	-0,985	-0,872	
<b>Total fondos propios</b>	<b>27,164</b>	<b>26,047</b>	<b>30,174</b>	<b>27,180</b>	<b>24,600</b>
<b>Exigible</b>					
Provisiones para riesgos y gastos	0,601	0,352	0,371	0,263	0,210
Acreedores a largo plazo	1,468	2,133	1,709	4,993	4,668
Acreedores a corto plazo	70,767	71,469	67,746	67,564	70,522
<b>Total exigible</b>	<b>72,836</b>	<b>73,953</b>	<b>69,826</b>	<b>72,820</b>	<b>75,400</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>