Grado en Administración y Dirección de Empresas

Análisis económico-financiero de Grupo ACS en el período 2019-2023. Impacto de la estrategia corporativa actual en la rentabilidad de la empresa

Adrián Guerrero Pérez

(aguerreroperez@uoc.edu)

Enero de 2025

Trabajo Final de Grado

Ámbito de especialización: Análisis y toma de decisiones económico-financieras

Memoria final

Curso 2024-2025, 1º semestre

Índice

Resumen **4**

Abstract **4**

INTRODUCCIÓN **5**

Justificación 5

Objetivo y alcance 6

1. ANÁLISIS DEL ENTORNO Y RASGOS CARACTERÍSTICOS DEL SECTOR **7**

1.1. Sector construcción. Rasgos característicos 7

1.2. Análisis del entorno 9

2. ANÁLISIS INTERNO DE GRUPO ACS **12**

2.1. Historia de la empresa 12

2.2. Modelo de negocio 13

2.3. Análisis de los estados financieros 14

2.4. Conclusiones. Fortalezas y debilidades 25

3. ANÁLISIS DE LA COMPETENCIA DIRECTA **27**

3.1. Selección de las empresas competidoras 27

3.2. Posicionamiento sectorial del Grupo ACS 29

3.3. Conclusiones del análisis sectorial 38

3.4. Análisis DAFO económico-financiero 40

4. SÍNTESIS DE LA SITUACIÓN ACTUAL, EVOLUCIÓN RECIENTE Y POSICIONAMIENTO SECTORIAL DE GRUPO ACS **41**

4.1. Situación actual y evolución reciente 41

4.2. Posicionamiento sectorial 42

5. CONCLUSIONES, PERSPECTIVAS FUTURAS Y RECOMENDACIONES **43**

5.1. Conclusiones 43

5.2. Perspectivas futuras 44

5.3. Recomendaciones 45

6. IMPLICACIONES ÉTICO-SOCIALES **46**

6.1. Objetivos de desarrollo sostenible (ODS) 46

6.2. Perspectiva de género 47

VALORACIÓN **48**

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS **49**

Análisis económico-financiero de Grupo ACS en el período 2019-2023. Impacto de la estrategia corporativa actual en la rentabilidad de la empresa

Adrián Guerrero Pérez (aguerreroperez@uoc.edu)

Grado en Administración y Dirección de Empresas - Toma de decisiones y análisis económico-financiero

Resumen

El sector de la construcción ha atravesado distintas etapas a lo largo de las últimas décadas, las cuales han influido en el enfoque estratégico de las principales empresas que lo integran, transitando por procesos de diversificación hacia sectores como los servicios industriales o el *facility management*. En la actualidad, el interés estratégico de los principales grupos constructores a nivel global parece centrarse en la construcción y explotación de activos en régimen de concesión y en los esquemas de colaboración público-privada, tratando de obtener una ventaja competitiva gracias al *know-how* adquirido a lo largo de décadas en proyectos de construcción de infraestructuras y en busca de mayor rentabilidad e ingresos recurrentes.

Una de las principales empresas constructoras a nivel global es el Grupo ACS que, además, se encuentra inmerso en un proceso de reorientación estratégica en la actualidad, en la línea de lo señalado anteriormente. En este Trabajo de Final de Grado se realiza un análisis económico-financiero del Grupo ACS en el período 2019-2023, a través de sus cuentas anuales, así como un análisis de su competencia directa. Este análisis está orientado a dar respuesta a la pregunta clave siguiente: *la estrategia actual del Grupo ACS, ¿ha tenido un impacto positivo en su rentabilidad?* De este análisis se extraen una serie de conclusiones que permiten dar respuesta a la pregunta clave formulada y culminan en una serie de recomendaciones para el equipo gestor del Grupo ACS, orientadas a mejorar la rentabilidad de la empresa en el medio y largo plazo.

Palabras clave: Grupo ACS, infraestructuras, construcción, servicios industriales, concesiones, análisis económico-financiero, estrategia corporativa.

Abstract

The construction industry has undergone distinct stages along the last decades, which have influenced the strategic approach of its main companies, experiencing diversification processes towards industries such as industrial services or facility management. Nowadays, the strategic focus of the worlds' main construction companies seems to be oriented towards construction and operation of infrastructures under concession arrangements and public-private partnerships, trying to reach a competitive advantage arising from the expertise acquired along decades in infrastructure construction projects, searching for a higher yield and recurring revenues.

Currently, Grupo ACS is one of the main construction companies in the world which, furthermore, is immersed in a strategic reorientation process, as pointed out previously. This Final Degree Project intends to carry out an economic-financial analysis of Grupo ACS throughout the 2019-2023 period, following its annual accounts, as well as analyzing its main competitors. The main purpose of this analysis is to provide an answer to the key question: *has the current strategy of Grupo ACS had a positive impact on its yield?* Several conclusions may be drawn from this analysis, allowing to provide for an answer to the key question exposed, and finishing with a series of recommendations directed towards the management of the company, focused on improving its yield in the mid and long term.

Key words: Grupo ACS, infrastructures, construction, industrial services, concession arrangements, economic-financial analysis, corporate strategy.

INTRODUCCIÓN

El presente trabajo de final de grado (TFG) pretende efectuar un análisis de la situación económica y financiera del Grupo ACS, que constituye un conglomerado de sociedades dedicadas, esencialmente, al desarrollo, construcción y operación de infraestructuras. Dada la amalgama de sociedades que forman parte del Grupo ACS, el análisis se centra en el *holding* que las aglutina, por lo que se tienen en consideración exclusivamente sus estados financieros consolidados. El período que se toma como base para el análisis referido comprende el lustro que se inicia en el ejercicio 2019 y finaliza en el ejercicio 2023. Resulta de especial interés el análisis de este período puesto que permite determinar el impacto de la pandemia provocada por la Covid-19 sobre la marcha de la compañía y su evolución tras este evento, así como el impacto de las principales decisiones adoptadas por su equipo gestor durante el último lustro, entre las que cabe destacar la desinversión en el negocio industrial. Además del análisis propio del Grupo ACS, se establece una comparativa sectorial en la cual se incluyen algunos de sus principales competidores del Grupo ACS a nivel global (Vinci, Bouygues, Acciona y Ferrovial).

El Grupo ACS se sitúa en la actualidad como la primera constructora española por volumen de ventas y la undécima a nivel global, según el informe *Global Powers of Construction* (Parada, 2024). Así mismo, tomando como referencia la clasificación efectuada en dicho informe, puede concluirse que las compañías escogidas para realizar el análisis sectorial se sitúan dentro de los puestos de honor a nivel global de acuerdo con su volumen de ventas; tal es así, que Vinci ocupa el séptimo puesto, Bouygues el octavo, Acciona el trigésimo primero y Ferrovial el cuadragésimo tercero. La lógica que conduce a la selección de estas empresas como integrantes de la referida comparativa sectorial se sustenta en el hecho de que se trata de empresas que i) operan en el mismo sector de actividad (diseño, construcción y operación de infraestructuras), ii) en áreas geográficas similares aunque no coincidentes en su totalidad, iii) se posicionan en el mercado con propuestas de valor semejantes y iv) presentan cifras de ingresos en 2023 con diferencias entre sí no superiores a un orden de magnitud, que las sitúa en todo caso entre las principales compañías dentro del sector a nivel global.

Finalmente, se realiza un análisis del impacto del desarrollo de infraestructuras sostenibles como motor en la transición energética, la movilidad sostenible y la digitalización de la sociedad, observando en particular la contribución del Grupo ACS en este ámbito, para lo cual se presta una especial atención a las decisiones empresariales adoptadas en el período objeto de análisis.

Justificación

La elección de la modalidad de análisis y toma de decisiones económico-financieras para la elaboración de este trabajo de final de grado (TFG) viene precedida por la curiosidad que despierta en su autor el análisis empresarial y, más específicamente, la vinculación que puede encontrarse entre la información que se extrae de los estados financieros de una empresa y las decisiones de gestión que su equipo directivo ha tomado en el pasado y puede tomar en el futuro. Por lo que respecta a la empresa y el sector de actividad que han sido escogidos como objeto específico de análisis para la elaboración de este trabajo, existe una evidente motivación personal dada la vinculación profesional del autor con la construcción de infraestructuras, así como su pasión por este ámbito de la actividad económica.

Por otro lado, la relevancia del estudio del sector de las infraestructuras viene dada por la dependencia existente entre la inversión en infraestructuras y “el crecimiento económico, el desarrollo social y la acción por el clima” (Organización de las Naciones Unidas, 2023), que se sustentaría en la correlación positiva existente entre el aumento del *stock* de capital público (que depende en gran medida de la dotación de infraestructuras) y el crecimiento económico a largo plazo (Instituto de Estudios Económicos, 2023). Así mismo, no debe perderse de vista el impacto económico que genera la inversión en infraestructuras de transporte, tanto en términos de valor añadido bruto como de empleo, y su vinculación con la productividad (Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal, 2020). Si tenemos en cuenta que dentro de la categoría de infraestructuras pueden encuadrarse no solo las de transporte sino las de generación y transmisión de energía, abastecimiento de agua o redes de telecomunicaciones, entre otras, queda clara la relevancia de este sector de actividad para el desarrollo de la sociedad moderna.

La elaboración de este trabajo supone, por tanto, una notable oportunidad para el autor en tanto en cuanto permite unir la puesta en práctica de los conocimientos adquiridos en el grado de Administración y Dirección de Empresas (ADE) con la comprensión de un sector de gran relevancia para el desarrollo de la sociedad, a través del análisis tanto del Grupo ACS como de algunos de sus principales competidores, que se erigen como principales protagonistas de este sector de actividad económica.

Objetivo y alcance

El desarrollo de este trabajo tiene como objetivo general proporcionar una respuesta debidamente argumentada a la siguiente pregunta clave: la estrategia actual del Grupo ACS, precedida por la desinversión en los negocios industriales y de servicios para apostar por proyectos que abarquen el ciclo de vida completo de las infraestructuras (diseño, construcción y operación), ¿ha tenido un impacto positivo en su rentabilidad?

Los objetivos específicos de este trabajo, a través de los cuales se pretende obtener una respuesta a la pregunta anterior, se enumeran a continuación:

- Elaborar un análisis descriptivo del sector de la construcción, identificando sus rasgos característicos.
- Realizar un análisis de su entorno, tanto general como específico, identificando las oportunidades que presenta y los riesgos asociados a ellas.
- Efectuar un análisis de la situación económico-financiera del Grupo ACS, mediante el análisis crítico y sistemático de sus estados financieros consolidados de los últimos cinco ejercicios.
- Ampliar el análisis económico-financiero a cuatro empresas que forman parte de la competencia directa del Grupo ACS, estableciendo una comparativa sectorial que permita extraer conclusiones relativas a su posicionamiento en el mercado.
- Formular las conclusiones extraídas y efectuar propuestas de cambio orientadas a mejorar la estrategia corporativa.

A la vista de los objetivos específicos expuestos, se estructura el trabajo en varios capítulos, con arreglo a la siguiente estructura:

- En el primer capítulo se realiza un análisis del entorno del sector de la construcción, incidiendo en aspectos particulares del campo de actividad específico en el que se enmarca el grupo de empresas analizado (construcción y operación de infraestructuras), así como un análisis descriptivo de dicho sector, determinando sus rasgos característicos.
- En el segundo capítulo se lleva a cabo un análisis económico-financiero del Grupo ACS, estudiando con detalle los datos que figuran en sus cuentas anuales (balance de situación, cuenta de resultados, estado de cambios en el patrimonio neto, estado de flujos de efectivo y memoria), partiendo en todo caso de la información que puede encontrarse en su página web corporativa en el apartado “accionistas e inversores”.
- En el tercer capítulo se efectúa una comparativa sectorial, en la cual se analizan las cuentas anuales de cuatro de los principales competidores del Grupo ACS a nivel global (Vinci, Bouygues, Acciona y Ferrovial), realizando un análisis crítico de las principales diferencias entre ellas y el Grupo ACS tanto en términos cualitativos como cuantitativos.
- Finalmente, se dedica el último capítulo del trabajo a la formulación de conclusiones, añadiendo una serie de propuestas estratégicas que puedan permitir mejorar la marcha de la compañía.

Cabe señalar, así mismo, que se dedica un apartado específico del trabajo a recopilar la bibliografía utilizada y que sirve como referencia para su desarrollo.

1. ANÁLISIS DEL ENTORNO Y RASGOS CARACTERÍSTICOS DEL SECTOR

Antes de abordar el análisis de los estados financieros de la empresa objeto de estudio (Grupo ACS), parece oportuno identificar y presentar las principales características del sector de actividad asociado a su negocio principal, así como un análisis de su entorno, tanto general como específico.

En primer lugar, conviene identificar de manera rigurosa el sector de actividad en el que se enmarca el negocio principal de Grupo ACS. Para ello, se tomará como referencia la Clasificación Nacional de Actividades Económicas (CNAE) que elabora el Instituto Nacional de Estadística (INE), habida cuenta de que nos encontramos ante una sociedad mercantil registrada en España. Así, atendiendo a este criterio se comprueba que ACS estaría englobada en el sector "Construcción", encontrándose clasificada dentro del árbol del CNAE con el código 4299 ("Construcción de otros proyectos de ingeniería civil no comprendidos en otras partes"). Por otro lado, teniendo en cuenta que el Grupo ACS se reconoce como "un operador y proveedor global de infraestructuras", puede concluirse que su propuesta de valor comprendería el diseño, la construcción y la explotación de infraestructuras de diversa índole.

Por lo que respecta al entorno en el que se desarrolla la actividad de la empresa analizada, se utilizará un enfoque basado en la distinción entre entorno general y específico. Así, para el análisis del entorno general se utilizará el modelo PESTEL, mientras que para el análisis del entorno específico se recurre al modelo de las cinco fuerzas de Porter (1980).

1.1. Sector construcción. Rasgos característicos

La propuesta de valor actual del Grupo ACS, tal y como se ha señalado anteriormente, sitúa su foco en el ciclo de vida completo de las infraestructuras; puede afirmarse, por tanto, que su actividad comprende el diseño, la construcción y la explotación de infraestructuras. De acuerdo con el razonamiento efectuado en el Anexo II, puede asumirse que la actividad principal del Grupo ACS es la de construcción, habida cuenta de que es la que genera un mayor volumen de negocio. En consecuencia, se analizarán a continuación los rasgos característicos del sector de la construcción.

Principales cifras del sector

La construcción se erige como uno de los principales sectores de la actividad económica global, al tiempo que contribuye con fuerza al desarrollo económico a través de la construcción de edificios, infraestructuras de producción, transporte y distribución de energía o redes de comunicaciones, entre otros. Así, según datos del INE, su contribución al PIB de España en el año 2023 se situó en el 5,9% del total. Por su parte, en la Unión Europea esta proporción se situaba en el 5,5% del PIB total en el año 2021, según la Comisión Europea, mientras que en EE. UU. el sector de la construcción aportó el 4,5% del PIB total generado en el segundo trimestre de 2024, según el Banco de la Reserva Federal de *Saint Louis*. En lo relativo a la contribución en términos absolutos, se comprueba que aquellos países en los que se genera un mayor volumen de PIB procedente del sector de la construcción son EE. UU., China, Japón, Alemania y Reino Unido (ONU, 2024). No obstante, si bien EE. UU. es en la actualidad la nación en la que se genera una mayor actividad de construcción en el mundo (1.129 miles de millones de euros en 2023), la UE-27 se aproxima considerablemente (851 miles de millones de euros en 2023). Otras naciones con actividad constructora destacable son Australia (160 miles de millones de euros en 2023) y Canadá (113 miles de millones de euros en 2023).

Estructura del sector

El sector de la construcción puede considerarse dividido en tres subsectores o ramas de actividad, a saber, construcción de edificios, ingeniería civil y actividades de construcción especializada. Con arreglo a esta clasificación, y de acuerdo con la argumentación expuesta en el Anexo II, existe una diferencia estructural reseñable entre el subsector de ingeniería civil y los subsectores de construcción de edificios y actividades de construcción especializada. Esta diferencia tiene que ver, esencialmente, con el relativamente reducido número de empresas

dedicadas a la ingeniería civil, con su notable dimensión en cuanto a número de empleados y con su productividad ostensiblemente superior a la media sectorial.

El sector de la construcción presenta una gran diversidad de empresas intervinientes, en lo que concierne a su tamaño, con un rango que abarca desde un extenso elenco de trabajadores autónomos hasta empresas con más de 1.000 empleados. Este tipo de estructura puede considerarse una consecuencia de la jerarquía que se establece comúnmente en el sector, según la cual las empresas de menor tamaño acostumbran a ser proveedoras de las de mayor tamaño, a través de un modelo de subcontratación de actividades con un mayor grado de especialización. Esto llevaría a una doble segregación del sector: vertical, en función del tamaño de la empresa, y horizontal, según el tipo de actividad especializada que desarrolle la empresa. Tal y como se expone en el Anexo II, esta estructura sectorial es similar en distintas regiones desarrolladas, intuyéndose como un rasgo común en el sector de la construcción la abundancia de microempresas (lo cual puede ser fruto de la gran cantidad de actividades especializadas que se ven involucradas en la ejecución de un proyecto, ya sea de edificación o de ingeniería civil) y la mayor productividad de las empresas del subsector de ingeniería civil.

Ciclicidad y bajos márgenes

Dos de los rasgos principales que caracterizan al sector de la construcción, en lo que respecta a la repercusión sobre el negocio de las empresas para las que representa su actividad principal, son la ciclicidad de los ingresos y los bajos márgenes de beneficio. La principal consecuencia de la ciclicidad del sector de la construcción, tal y como se argumenta en el Anexo II, es que lo convierte en un negocio con ingresos muy expuestos al ciclo, presentando un buen comportamiento en las fases de expansión y auge, mientras que las fases de crisis y depresión acostumbran a acarrear una caída en la demanda. Un importante corolario de lo anterior es la dificultad que se genera en el proceso de gestión empresarial y de toma de decisiones de inversión a causa de las oscilaciones en la demanda, imposibles de predecir en la práctica. En cuanto a los bajos márgenes de beneficio, se trata de un rasgo distintivo de aquellos sectores con una competencia intensa. Tal es el caso del sector de la construcción, que presenta un fuerte nivel de atomización empresarial: en España, por ejemplo, en 2022 existían un total de 422.385 empresas en el sector, el 95% de las cuales contaba con menos de 10 trabajadores, mientras que el número de empresas con más de 250 trabajadores ascendía a 141 (un 0,03% del total).

Estructura del mercado laboral

El número de trabajadores ocupados en el sector de la construcción en España muestra una tendencia negativa en el corto plazo, pero positiva en el medio plazo, si se toman como referencia los datos que arroja la encuesta de población activa (EPA) del primer trimestre de 2024. Así mismo, la tendencia en el largo plazo apunta a una reducción sostenida del número de parados en el período 2014-2024. Esta observación, acompañada por el crecimiento del coste laboral y el crecimiento del número de vacantes sin cubrir, puede resultar determinante para concluir la existencia de escasez de mano de obra. En definitiva, el sector de la construcción debe lidiar en la actualidad con una fuerza laboral escasa, con unos costes laborales al alza, con un bajo nivel formativo y que, además, se envejece con gran rapidez. Se trata de una situación que puede extrapolarse al resto de la Unión Europea, donde prácticamente la mitad de los oficios que se consideran en situación de escasez se encuentran en el sector de la construcción (European Labour Authority, 2024).

Interacción con otros sectores económicos

La repercusión de la actividad del sector de la construcción sobre otros sectores de la actividad económica es importante, y se pone de manifiesto tanto en la variedad de inputs que consume su proceso productivo (productos elaborados o semielaborados, energía, agua, maquinaria especializada y servicios auxiliares) como de outputs que genera (edificios de diversa índole, infraestructuras de generación, transporte y distribución de energía, de abastecimiento de agua o de comunicaciones, entre otras). Según Cuadrado Roura et al. (2010), es destacable el “efecto arrastre hacia atrás” que la construcción provoca en sectores tales como las industrias manufactureras u otras ramas del sector servicios, como consecuencia del consumo de inputs, así como el “efecto arrastre hacia delante” que provoca en sectores como el inmobiliario, la educación o el alojamiento, a los cuales abastece. Así, puede deducirse de lo anterior la

existencia de efectos de segundo orden en diversos sectores de la economía derivados de la actividad del sector de la construcción, adicionales al que genera de manera intrínseca.

Contexto actual

El sector de la construcción se encuentra ante una importante oportunidad de expansión en la actualidad, dado el crecimiento de la demanda agregada global que se viene observando en los últimos años. Prueba de ello la podemos encontrar en la evolución del volumen de negocio del subsector de ingeniería civil entre 2016 y 2022, tanto en EE. UU como en la UE-27, que han experimentado crecimientos del 29% y del 60%, respectivamente, en este período (Anexo III, Gráfico A1). En gran medida, este efecto viene precedido por las importantes inversiones en infraestructuras que están llevando a cabo las dos áreas económicas referidas, sustentadas en fondos procedentes de programas de estímulo al crecimiento económico (*NextGenerationEU*, en el caso de la UE-27, e *Infrastructure Investment and Jobs Act,* en el caso de EE. UU.).

1.2. Análisis del entorno

En el presente apartado se expone, de manera razonada, un análisis del entorno del sector de la construcción, el cual presume como marco teórico la clasificación clásica de entorno que lo divide en dos niveles: entorno general (formado por el conjunto de factores que afectan de igual manera a todas las empresas que operan en un mismo ámbito) y entorno específico (aquel que presenta un mayor grado de relación con la actividad productiva de la empresa).

1.2.1. Análisis del entorno general

El análisis del entorno general del sector de la construcción se realiza a través del modelo PESTEL, que considera una estructura factorial basada en factores políticos, económicos, sociales, tecnológicos, medioambientales y legales. A continuación, se expone de manera resumida el proceso analítico desarrollado, del cual puede encontrarse mayor nivel de detalle en el Anexo III. Para ello, simplemente se identificarán aquellos elementos con mayor influencia dentro de cada uno de los factores que contempla el modelo PESTEL, identificando su grado de relevancia (bajo o alto) y su carácter favorable, neutral o desfavorable para el negocio del sector.

Factores políticos

- Estabilidad política: factor muy relevante y de carácter neutral.
- Inversión del sector público: factor muy relevante y de carácter favorable.
- Política fiscal y monetaria: factor muy relevante y de carácter desfavorable.
- Tratados comerciales: factor poco relevante y de carácter favorable.

Factores económicos

- Fase del ciclo económico: factor muy relevante y de carácter favorable.
- Inflación y crecimiento económico: factor poco relevante y de carácter desfavorable.
- Tipos de interés: factor muy relevante y de carácter neutral.
- Tasa de empleo: factor muy relevante y de carácter desfavorable.

Factores sociales

- Estructura de edad de la población: factor poco relevante y de carácter neutral.
- Movilidad geográfica de la población: factor muy relevante y de carácter desfavorable.
- Nivel de formación de la población: factor muy relevante y de carácter desfavorable.

Factores tecnológicos

- Inversión en I+D+i: factor muy relevante y de carácter desfavorable.
- Aparición de nuevas tecnologías disruptivas: factor muy relevante y de carácter neutral.
- Cambios en el uso de la energía y sus consecuencias: factor muy relevante y de carácter desfavorable.
- Nuevas formas de producción: factor poco relevante y de carácter favorable.

Factores medioambientales

- Escasez de materias primas: factor muy relevante y de carácter desfavorable.

- Niveles de contaminación: factor poco relevante y de carácter desfavorable.
- Legislación en materia ambiental: factor muy relevante y de carácter neutral.

Factores legales

- Seguridad jurídica: factor poco relevante y de carácter favorable.
- Legislación en materia de contratos: factor muy relevante y de carácter desfavorable.

Del análisis conjunto de todos los factores identificados mediante el modelo PESTEL, una vez normalizados los valores de las puntuaciones asignadas a cada uno de ellos, se desprende que el entorno del sector de la construcción sería muy relevante y neutral en cuanto a su conveniencia, siendo aquellos factores con mayor grado de influencia los políticos y los económicos, tal y como se puede apreciar en el referido Anexo III (Gráfico A7). Puede concluirse, por tanto, que el entorno del sector de la construcción plantea oportunidades dado el contexto político y económico actual, si bien deben valorarse y gestionarse adecuadamente los riesgos derivados de las condiciones desfavorables asociadas a factores sociales y medioambientales.

1.2.2. Análisis del entorno específico

El análisis del entorno específico que se expone a continuación toma como marco teórico el modelo de las cinco fuerzas de Porter (1980), aplicado a las empresas que forman parte del sector de la construcción y, más concretamente, del subsector de ingeniería civil. Del mismo modo que en el caso del análisis del entorno general, puede encontrarse una ampliación de este análisis en el Anexo III.

Poder de negociación de los clientes o compradores

El subsector de ingeniería civil muestra una característica singular en lo que respecta a su estructura de compradores, que generalmente constituyen oligopsonios, dado que los principales promotores de nuevas infraestructuras suelen ser entidades públicas (Calderón y Servén, 2014) que las administran en régimen de monopolio en un determinado territorio o región. Se desprende de lo anterior que el *poder de negociación de los clientes o compradores* del sector de ingeniería civil será muy elevado, habida cuenta del reducido número de entidades del sector público demandantes de construcción de infraestructuras que, en muchos casos, ni siquiera llegarán a competir nunca por los servicios de un mismo conjunto de proveedores. La consecuencia para las empresas integrantes del subsector de ingeniería civil es que tenderán a situarse en una posición de desventaja frente a sus clientes, lo cual comúnmente puede llevarlos a reducir sus márgenes sustancialmente, llegando a asumir riesgo de pérdidas en aquellos proyectos en los que concurre un número significativo de licitadores.

Poder de negociación de los proveedores o vendedores

Al contrario de la situación expuesta en el epígrafe anterior, el número de proveedores con el que generalmente se encuentran las empresas integrantes del subsector de ingeniería civil (y, por extensión, del sector de la construcción) es muy elevado, lo cual las sitúa en una posición de privilegio frente a sus proveedores, tanto de materiales como de servicios. Según Martín y González (2011), el poder de negociación de los proveedores de materiales de construcción es limitado, como consecuencia del elevado número de suministradores y del reducido coste de cambio. Esta situación es extensible a la provisión de servicios como el alquiler de maquinaria o actividades especializadas. El resultado de la situación descrita es que el *poder de negociación de los proveedores* del subsector de ingeniería civil es muy reducido, a excepción de ciertos casos concretos en los que la necesidad de productos o servicios escasos lo impide. Alternativamente puede afirmarse que la capacidad de negociación de precios de las empresas constructoras frente a sus proveedores es muy elevada, lo cual se ve reflejado en la relevancia de la función de aprovisionamiento para las empresas constructoras.

Amenaza de nuevos competidores entrantes

La amenaza que supone para una empresa la entrada de nuevos competidores en su sector de actividad depende de la magnitud de las barreras de entrada existentes; así, el análisis de esta fuerza competitiva aplicado al subsector de la ingeniería civil debe tomar como marco teórico,

necesariamente, las seis barreras de entrada identificadas por Porter (1980). No obstante, únicamente se considerarán las que cuentan con una mayor relevancia en el sector objeto de estudio, a saber, economías de escala, diferenciación del producto, necesidades de capital y política gubernamental.

Si bien el proceso productivo propio de las obras de ingeniería civil no es especialmente propicio para la proliferación de *economías de escala*, tal y como señalan Martín y González (2011), no es descabellado asumir que las grandes empresas constructoras presentarían alguna ventaja, en términos de eficiencia, en relación con sus homólogas de tamaño mediano o pequeño. Una evidencia que permitiría contrastar esta hipótesis se encuentra en el incremento de productividad que se observa en las empresas integrantes del sector de la construcción en España, que va de los 26.330 euros por trabajador en las empresas sin asalariados hasta los 58.021 euros por trabajador en las empresas con más de 1.000 empleados. En este sentido, el incremento de eficiencia derivado de la división funcional y una estructura organizativa optimizada en empresas de tamaño creciente puede ser un factor crucial en el desarrollo de economías de escala.

La *diferenciación del producto* es un concepto difícil de aplicar en el sector de la construcción. Esto se debe a la propia naturaleza del negocio, en el que un promotor (sea público o privado) proyecta una infraestructura que desea construir y, para tal fin, contrata a una empresa constructora. Se desprende de lo anterior que el producto resultante, en sí mismo, será difícilmente distinguible del de la competencia, habida cuenta de que en condiciones normales el resultado debería ser indistinguible. Sí es cierto, no obstante, que existen ciertos elementos intangibles que permiten diferenciar el proceso constructivo de una infraestructura, tales como el tiempo de ejecución o la calidad de los procesos.

Una fracción importante de los recursos que intervienen en una obra de ingeniería civil requiere financiación para su adquisición; entre ellos, destacan los materiales de construcción, la subcontratación de actividades especializadas, la compra o alquiler de maquinaria y, en menor medida, la contratación de mano de obra. En general, existe una correlación entre las necesidades de financiación y el volumen de la obra a ejecutar, en tanto en cuanto la certificación de la obra ejecutada (y su ulterior facturación y cobro) queda condicionada a la comprobación de que las unidades de obra contratadas han sido correctamente ejecutadas. De lo anterior puede deducirse, por tanto, que las *necesidades de capital* pueden constituir una barrera de entrada importante para la entrada de nuevos competidores.

La barrera de entrada más importante que condiciona la entrada de nuevos competidores en el subsector de la ingeniería civil la constituye la *política gubernamental*. Esto se debe a los rigurosos requisitos que las entidades contratantes exigen a las empresas contratistas, y que acostumbran a materializarse en restrictivos criterios de solvencia técnica y financiera.

En síntesis, puede concluirse la existencia de importantes (aunque no insalvables) barreras de entrada que impiden o dificultan (según el caso) la entrada de nuevos competidores en el subsector de ingeniería civil. La amenaza de nuevos competidores entrantes puede considerarse, en consecuencia, una fuerza de moderada intensidad.

Amenaza de productos sustitutivos

Las infraestructuras son un tipo de bien que, por su naturaleza, difícilmente pueden tener productos que las sustituyan en su totalidad. Si acaso, pudiera llegar a considerarse la existencia de bienes que las sustituyan parcialmente (por ejemplo, una autopista puede sustituir a una línea ferroviaria en caso de que compartan origen y destino). Sin embargo, incluso en este caso acostumbran a ser las mismas empresas las que son capaces de acometer la construcción o la explotación de ambas infraestructuras, de lo cual se deduce que la *amenaza de productos sustitutivos* se convierte en una fuerza de reducida intensidad.

Rivalidad entre competidores

El nivel de competencia en el sector de ingeniería civil (construcción de infraestructuras) puede catalogarse como medio-alto, debido al “grado de concentración y equilibrio entre los competidores” y a las reducidas barreras de salida, esencialmente (Martín y González, 2011). Se

trata, en definitiva, de un mercado fragmentado, con márgenes de beneficios ajustados y con un producto final difícilmente diferenciable. Todo lo anterior lleva a que el grado de *rivalidad entre competidores* sea elevado, convirtiendo a esta en una amenaza de alta intensidad.

A la vista del análisis efectuado utilizando el marco teórico que proporciona el modelo de las cinco fuerzas de Porter (1980), se concluye que el subsector de ingeniería civil presenta un nivel de competencia medio-alto, dado el elevado poder de negociación con el que cuentan los clientes o compradores, la notable amenaza que supone la potencial entrada nuevos competidores y la intensa rivalidad entre competidores actuales. Como observación a esta conclusión cabe señalar, no obstante, que la construcción y explotación de infraestructuras presenta algunas singularidades que llevan a limitar, natural o artificialmente, la amenaza de entrada de nuevos competidores y su grado de rivalidad. Por este motivo, la rama de actividad específica que se asocia a la construcción y explotación de infraestructuras, en la que se enmarcan las empresas analizadas en este trabajo, presentaría un nivel de competencia medio-bajo.

2. ANÁLISIS INTERNO DE GRUPO ACS

En el presente capítulo se muestra el análisis interno elaborado del Grupo ACS, que constituye uno de los principales propósitos de este trabajo de final de grado. Este análisis se basa en el estudio exhaustivo de los estados financieros consolidados del grupo empresarial formado por Actividades de Construcción y Servicios, S.A. y sus sociedades dependientes, en el período 2019-2023. Previamente, se realiza una breve exposición de la historia de la compañía, desde sus orígenes hasta la formación del conglomerado empresarial que el grupo constituye en la actualidad. A continuación, se describe el modelo de negocio del grupo, prestando especial atención a las áreas de actividad y regiones geográficas que constituyen sus principales fuentes de ingresos, así como su evolución reciente. Posteriormente, se realiza un análisis detallado y sistemático de los documentos que forman parte de los estados financieros consolidados del grupo (balance de situación, cuenta de pérdidas y ganancias, estado de cambios en el patrimonio neto, estado de flujos de efectivo y memoria), que se complementa con un estudio de las principales ratios financieras y su interpretación. Finalmente, el análisis interno se culmina con la exposición de las conclusiones, con especial énfasis en las fortalezas y debilidades detectadas.

2.1. Historia de la empresa

El Grupo ACS, formado en la actualidad por la sociedad matriz Actividades de Construcción y Servicios, S.A., y sus sociedades dependientes, es la mayor empresa de construcción de España y una de las principales a nivel mundial, tanto en términos de volumen de negocio como de cartera de proyectos.

La historia del grupo se inicia en el año 1983, cuando un grupo de ingenieros de caminos (entre los que se encuentra Florentino Pérez, actual presidente y accionista de referencia de la compañía), adquiere la empresa Construcciones Padrós, fundada en 1968 y que en aquel entonces atravesaba una situación financiera delicada, por cinco millones de las antiguas pesetas. Una vez saneada y reestructurada la empresa, en 1986 se repite la misma estrategia adquiriendo la constructora Ocisa al Banco Hispano fijando un precio para la operación de una peseta por acción (Salas, 1997). Con el objetivo de mitigar los riesgos derivados del carácter cíclico del sector de la construcción, en 1988 se inicia el proceso de diversificación del grupo con la adquisición de SEMI, empresa especializada en el mantenimiento e instalación de líneas eléctricas, para adquirir un año más tarde una participación mayoritaria de Cobra, una de las principales empresas de instalaciones eléctricas y telecomunicaciones en España en ese momento (Grupo ACS, 2005, p. 11); ambas se integran en Construcciones Padrós y Ocisa, respectivamente. Estas dos últimas constructoras se fusionan en 1992 constituyendo OCP.

La situación de crisis que experimentó la obra pública en España a mediados de la década de los años 90 del siglo XX supuso un catalizador para iniciar un importante proceso de concentración de empresas en el sector de la construcción a nivel nacional. En el marco de este proceso surge ACS en el año 1997, como resultado de la fusión de las constructoras OCP (que se había hecho meses atrás con el 100% del capital de la constructora Auxini) y Ginés Navarro (Vallejo, 1997). En ese momento, la sociedad resultante de la fusión se convierte en la tercera

constructora española por volumen de negocio, inmediatamente después de Dragados y Fomento de Construcciones y Contratas. Posteriormente, el proceso de expansión en el mercado nacional se ve culminado con la integración de Dragados en el año 2003, después de adquirir ACS una participación de control, lo cual permite al grupo alcanzar el liderazgo en el sector de la construcción en España.

A partir de este momento, se acelera el crecimiento del grupo, al tiempo que se inicia el proceso de internacionalización a través del desembarco de Dragados en Norteamérica, que en 2006 empieza a conseguir sus primeros contratos en EE. UU. (Grupo ACS, s.f.). Un año después de alcanzarse este hito, el proceso de internacionalización del grupo recibe un importante impulso con la entrada en el capital de la constructora alemana Hochtief, gracias a la adquisición del 25,1% de sus acciones, lo que permitió a ACS convertirse en su principal accionista (Morán y Vela, 2007). Además del liderazgo en el mercado alemán, la integración de Hochtief en el grupo permite incorporar a sus filiales Turner y Cimic, empresas de referencia en el sector de la construcción en Norteamérica y Australia, respectivamente (Grupo ACS, s.f.).

El interés por reorientar el modelo de negocio del grupo, incorporando a la construcción la explotación de infraestructuras, lleva a ACS a adquirir el 50% del capital de la concesionaria especializada en la explotación de autopistas Abertis, en el año 2018. Esta operación se formalizó tras alcanzar un acuerdo con el operador de infraestructuras italiano Atlantia (actualmente Mundys), con quien libró una batalla de varios meses de duración que fructificó en el pacto accionarial que establece la entrada en el capital de ambos grupos empresariales a partes iguales (Europa Press, 2018). Si bien la adquisición de Abertis constituye la operación más relevante de entre las realizadas por ACS en los últimos años en lo que se refiere a la incorporación de nuevos negocios al grupo, no es menos destacable la que puede constituir, muy probablemente, la principal operación de desinversión del grupo en su historia. Se trata de la venta de la división industrial (con Cobra y Dragados Industrial como puntas de lanza) a la constructora francesa Vinci, que se formalizó en el año 2021 (elEconomista.es, 2021). Con la formalización de esta operación, y una vez eliminado el negocio industrial, el grupo se orienta con fuerza hacia una nueva estrategia que gira en torno a la construcción y explotación de infraestructuras de diversa índole.

2.2. Modelo de negocio

El modelo de negocio del Grupo ACS se caracteriza “por su amplia diversificación geográfica y de actividades”, que se dividen en tres áreas principales (Grupo ACS, 2023, p. 76), expuestas a continuación ordenadas conforme a su contribución a la cifra de negocios del grupo en la actualidad:

a) Construcción: a través de las sociedades dependientes Dragados y Hochtief (incluyendo sus filiales Cimic y Turner), desarrolla proyectos de ingeniería civil (autopistas, obras ferroviarias, marítimas y aeroportuarias), edificación (edificios residenciales, equipamiento social e instalaciones) y servicios para infraestructuras (abarcando diversos sectores tales como el ferroviario, transporte, comunicaciones y tecnología, energía, recursos, agua y defensa).
b) Concesiones: a través de la sociedad dependiente Iridium y la participación en Abertis, desarrolla y opera proyectos de concesiones de transporte, que se llevan a cabo i) “a través de modelos de construcción directa para clientes, tanto institucionales como privados, o ii) a través de modelos de colaboración público-privada”. En este tipo de proyectos, el Grupo ACS puede participar de manera activa en toda la cadena de valor del negocio (diseño, financiación, construcción, puesta en marcha y explotación).
c) Servicios: a través de la sociedad dependiente Clece, ofrece “servicios de mantenimiento integral de edificios, lugares públicos u organizaciones, así como asistencia a personas”.

Con relación a las tres áreas de negocio que constituyen la actividad principal del grupo en la actualidad y que, por ende, se enmarcan en su modelo de negocio, merece la pena señalar que las dos primeras (construcción y concesiones) son las que cuentan con un papel predominante, mientras que el área de servicios tuvo una posición de privilegio años atrás, no encontrándose en el centro de la estrategia corporativa actual (Grupo ACS, s.f.). Se trata, en definitiva, de un área de negocio que bien podría ser objeto de desinversión en los próximos años, al igual que lo

fue la división industrial en 2021, en todo caso con el objetivo de centrar la estrategia del grupo en los proyectos de construcción y operación de infraestructuras.

Por lo que respecta a las regiones geográficas en las que desarrolla su actividad el grupo, cabe destacar que la construcción y las concesiones cuentan con una mayor exposición a las regiones de Norteamérica, Asia-Pacífico y Europa, todos ellos constitutivos de "mercados desarrollados y seguros a nivel geopolítico, macroeconómico y legal" (Grupo ACS, 2023, p. 76). El área de servicios, por su parte, centra su actividad principalmente en España, si bien presenta un crecimiento incipiente en el mercado europeo.

En definitiva, el modelo de negocio del Grupo ACS puede condensarse en el desarrollo de proyectos de construcción y explotación de infraestructuras de diversa índole (energía, transporte, comunicaciones, tratamiento de agua y recursos naturales), así como obras de ingeniería y edificación, en áreas geográficas desarrolladas, estables a nivel geopolítico, con reducido riesgo macroeconómico y con seguridad legal.

2.3. Análisis de los estados financieros

El objetivo que se plantea en este apartado es realizar un análisis detallado de los estados financieros del Grupo ACS durante el período comprendido entre los ejercicios 2019 y 2023, ambos incluidos, que permita extraer conclusiones con relación a la evolución reciente del negocio, permitiendo realizar una aproximación a la pregunta clave que se formula en los objetivos de este trabajo.

2.3.1. Balance de situación. Análisis patrimonial y financiero

Análisis patrimonial

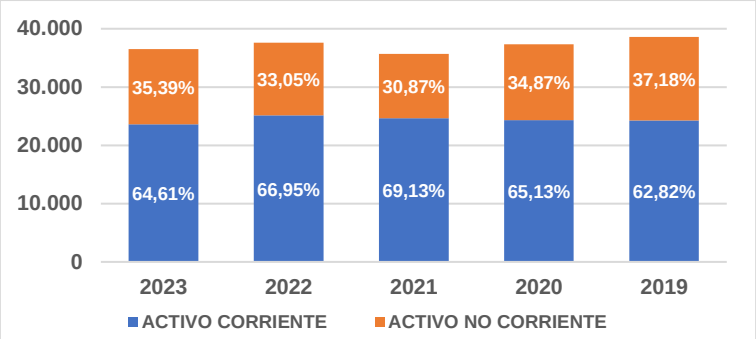
La finalidad del análisis patrimonial es estudiar la estructura económica (activo) y financiera (pasivo y patrimonio neto) de la sociedad considerada, en este caso el Grupo ACS. Este análisis se efectúa utilizando el balance de situación consolidado del grupo como hilo conductor, desgranando los distintos elementos que lo componen, así como su estructura. Para ello, se recurre al análisis mediante porcentajes verticales y horizontales, que puede encontrarse en el Anexo IV. Con el fin de proporcionar una visión general de la estructura patrimonial del Grupo ACS, podemos señalar que en el promedio de los últimos cinco ejercicios (2019-2023) se sitúa por encima de los 37 miles de millones de euros, con un marcado predominio de los activos y pasivos corrientes.

Estructura económica. Activo

La estructura económica o activo de una sociedad incluye todos los bienes y derechos necesarios para desarrollar su actividad. En el caso del Grupo ACS, tal y como se desprende del análisis de porcentajes verticales y horizontales (Anexo IV), su estructura económica no ha experimentado grandes alteraciones a lo largo del período objeto de estudio, ni en su volumen ni en su composición, predominando los activos corrientes sobre los no corrientes, tal y como se ha apuntado anteriormente. La evolución de la estructura económica del Grupo ACS en el período 2019-2023 puede observarse en el Gráfico 1. Según se puede comprobar, el activo no corriente ha tenido un peso que oscila entre el 31% y el 37% en este período, mientras que la ponderación del activo corriente se ha movido entre el 63% y el 69%, de modo que podemos afirmar que nos encontramos ante una estructura económica compuesta, a grandes rasgos, por un tercio de activo no corriente y dos tercios de activo corriente. Al respecto, conviene señalar que el modelo clásico de empresa constructora sería aquel en el cual se acometen proyectos de construcción de diversa índole haciendo uso de los recursos productivos necesarios (maquinaria, materiales y mano de obra), que son organizados con arreglo a los procedimientos técnicos adecuados a cada situación. En la medida en que en la construcción de infraestructuras (obra pública) se requiere el uso maquinaria pesada de gran complejidad (excavadoras, bulldozers, pantalladoras, pilotadoras, motoniveladoras, carros de encofrado o tuneladoras, entre otras) parecería lógico que, por analogía con el sector industrial, las empresas constructoras contasen con estos medios en propiedad. En tal caso, su valor contable se reflejaría como un activo inmovilizado por lo que, naturalmente, el activo no corriente tendería a superar al activo corriente. Sin embargo, este

modelo ha sido abandonado paulatinamente por las empresas constructoras a lo largo de las últimas décadas, hasta llegar a un modelo basado en el alquiler de maquinaria y la subcontratación de actividades especializadas (modelo de gestión). La consecuencia de este modelo a efectos contables es la reducción hasta la mínima expresión del inmovilizado material dada la reducida inversión en bienes de equipo. Así mismo, el consumo de materiales de construcción (materias primas) es muy elevado, lo cual incrementa ostensiblemente el activo corriente. En definitiva, la estructura económica del Grupo ACS se encontraría, en definitiva, a medio camino entre la de una empresa industrial y la de una empresa comercial (alrededor del 20% de inmovilizado e inversiones, más del 60% de activo corriente y en torno al 15% de inmovilizado intangible y otros activos no corrientes).

Gráfico 1. Estructura económica del Grupo ACS en el período 2019-2023 (millones de euros)



Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales auditadas del Grupo ACS

En términos de evolución de la estructura económica a lo largo del período analizado, se comprueba que la variación experimentada en el total de activos del Grupo ACS ha sido poco significativa, como pone de manifiesto la baja dispersión de los valores correspondientes al período 2019-2023, donde la desviación típica del activo total apenas alcanza el 3% del valor medio. Únicamente merece la pena destacar el leve decrecimiento experimentado en el ejercicio 2021, que tiene como origen la venta de la división industrial del grupo (encabezada por Cobra y Dragados Industrial), que se hizo efectiva en dicho ejercicio y, por ende, quedó reflejada en las cuentas anuales de dicho ejercicio (Grupo ACS, 2021, p. 135).

Si nos fijamos en la estructura del activo corriente a lo largo del período comprendido entre 2019 y 2023, podemos concluir que en su mayoría está compuesto por adeudos comerciales (deudores comerciales y otras cuentas a cobrar) y tesorería (efectivo y otros activos líquidos equivalentes), que en su conjunto representan entre el 70% y el 80% del activo corriente. El peso de las existencias es irrelevante, lo cual puede explicarse por el hecho de que buena parte de los materiales empleados en la construcción de infraestructuras no son almacenables (sirva como prueba de ello el hormigón). Conviene destacar, sin embargo, el peso de los activos no corrientes mantenidos para la venta, que suponen entre un 9% y un 19% del activo corriente del grupo. Según aclara la empresa en la memoria de los distintos ejercicios analizados, se incluyen dentro de esta categoría todos aquellos activos con un plan de venta en curso, y cuya venta se espera formalizar en un período inferior a un año. Del todavía considerable peso de esta partida al cierre del ejercicio 2023 podemos deducir que la compañía se encuentra inmersa en un proceso de reestructuración. Resulta especialmente llamativo el elevado volumen de efectivo y otros activos líquidos equivalente que mantiene el grupo tanto en tesorería como en otras inversiones líquidas a corto plazo. Si bien en su informe integrado del año 2023 la compañía declara que su misión es “cubrir las necesidades de repago de los pasivos financieros” (Grupo ACS, 2023, p. 267), es probable que una parte de este efectivo simplemente se encuentre en caja o en activos muy líquidos a la espera de ser invertido en los distintos proyectos que puedan iniciarse (no en vano, se observa un incremento en esta partida a lo largo del período analizado).

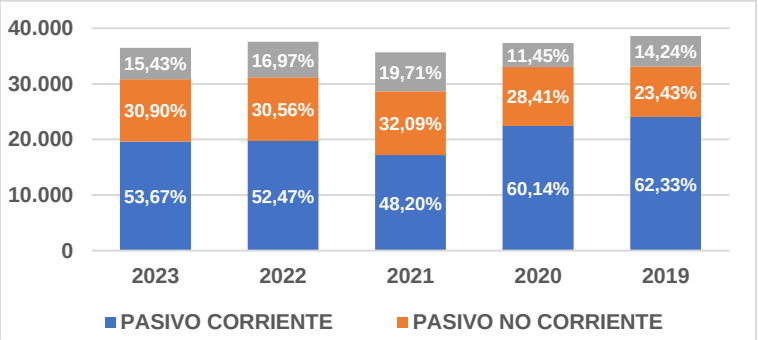
Por lo que respecta al análisis del activo no corriente, se observa que principalmente está formado por inmovilizado intangible (fondo de comercio, esencialmente) e inversiones en sociedades con una participación minoritaria (inversiones contabilizadas aplicando el método de la participación). Entre ambas representan en torno al 70% del activo no corriente en la actualidad, y una cuarta parte de los activos del grupo. El fondo de comercio que figura en el

balance de situación procede, principalmente, de la adquisición y posterior consolidación de Hochtief, A.G. en el año 2011 y de la fusión con Dragados en el año 2003 (Grupo ACS, 2023, p. 61). Por lo que respecta a las inversiones en sociedades con participación minoritaria del grupo, destacan las inversiones en el 50% del capital de la concesionaria Abertis, que representa el 60% de esta partida al cierre del ejercicio 2023, y en el 50% del capital de la minera australiana Thiess, que se complementan con participaciones de menor entidad en distintos proyectos de construcción o concesiones a través de uniones temporales de empresas (*joint ventures*). Una observación importante con relación a las inversiones en Abertis (concesionaria) y Thiess (minera) es que, pese a que el Grupo ACS se encuentra en una situación muy próxima al control de dichas sociedades (participación del 50%), a efectos contables se consideran como "inversiones en sociedades con participación minoritaria", por lo que sus activos no se reflejan explícitamente en el balance consolidado del grupo. Así, asumiendo que tanto Abertis como Thiess, por la naturaleza de sus respectivos negocios, incorporarían en su balance importantes sumas de inmovilizado, si sus activos se incorporasen al balance del grupo de manera proporcional es evidente que el inmovilizado material del grupo sería superior, motivo por el cual podemos afirmar que existiría parte del inmovilizado material cuya propiedad ostenta (de manera indirecta) el grupo que se encontraría enmascarado dentro de las partidas de inversiones en participadas. Conviene mencionar así mismo, por su relevancia, la contribución del inmovilizado material dentro de la estructura económica del grupo, que supone en torno al 12% del activo no corriente en la actualidad. Dentro de esta partida se engloban terrenos y maquinaria de construcción (donde destacan las tuneladoras), principalmente.

Estructura financiera. Patrimonio neto y pasivo

La estructura financiera de una empresa está constituida por los recursos que utiliza para financiar su actividad, que pueden ser internos (capital propio o patrimonio neto) o externos (capital ajeno o pasivo). Según se desprende del análisis de porcentajes verticales y horizontales del Grupo ACS (Anexo IV), su estructura financiera ha experimentado variaciones poco significativas en el transcurso del período objeto de estudio, especialmente en lo que concierne a su composición general (su volumen total es equivalente al de la estructura económica, cuya estabilidad en el período 2019-2023 se ha argumentado anteriormente). La evolución de la estructura financiera del Grupo ACS puede observarse en el Gráfico 2.

Gráfico 2. Estructura financiera del Grupo ACS en el período 2019-2023 (millones de euros)



Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales auditadas del Grupo ACS

Tal y como se puede apreciar, el capital propio (patrimonio neto) se sitúa entre el 11% y el 20% a lo largo del período 2019-2023, contando así con poco peso relativo dentro de la estructura financiera del grupo. El capital ajeno (pasivo) predomina con claridad en la estructura financiera de la compañía, contando la financiación de corto plazo (pasivo corriente) con una ponderación notablemente superior a la de la financiación de largo plazo (pasivo no corriente). En cuanto a la evolución de las masas patrimoniales que la componen, se observa que al cierre del ejercicio 2019 el pasivo corriente suponía más del 60% del conjunto de pasivos y capital propio, mientras que a partir del ejercicio 2021 esta proporción ha tendido a equilibrarse, aproximándose la proporción de pasivos de corto plazo (corrientes) a la de pasivos de largo plazo (no corrientes) y capital propio (patrimonio neto). La evolución del patrimonio neto en el período objeto de estudio, pivotando en torno al 15% sin grandes variaciones, no ha sido particularmente destacable. Sí lo ha sido, sin embargo, la evolución del pasivo no corriente, que ha experimentado un crecimiento

sensible en su proporción dentro de la estructura financiera pasando de un 23% a cierre del ejercicio 2019 a un 31% a cierre del ejercicio 2023. De forma complementaria se observa un decrecimiento de la proporción de pasivo no corriente, que pasa de un 62% en 2019 a un 54% en 2023. Esta progresión puede explicarse tanto por la venta de la división industrial como por cambios en el perímetro de consolidación.

Por lo que respecta a la composición específica de las distintas masas que conforman la estructura financiera del grupo, iniciamos el análisis con el patrimonio neto. A grandes rasgos, el patrimonio neto ha experimentado oscilaciones significativas en valor absoluto a lo largo del período objeto de estudio, para situarse al cierre del ejercicio 2023 en niveles levemente superiores a los de 2019. Dentro del patrimonio neto cabe destacar la debida distinción entre el atribuido a la sociedad dominante y el que corresponde a las sociedades con participaciones no dominantes, como consecuencia del proceso de consolidación contable al que se someten las cuentas anuales del grupo; estos cambios se deben a operaciones de inversión o desinversión que dan lugar, en ciertos casos, a variaciones en el perímetro de consolidación. Al respecto, se comprueba que el peso de las participaciones no dominantes ha venido reduciéndose en el período analizado, hasta situarse en torno al 5% del patrimonio neto total al cierre del ejercicio 2023, pese a contar con una singular relevancia en los ejercicios 2019 y 2020, con porcentajes que rondaban el 20% del patrimonio neto total. Las partidas predominantes dentro del patrimonio neto son las que corresponden a los fondos propios, destacando las reservas, cuya proporción ha tendido a estabilizarse por encima del 70% en los dos últimos ejercicios. En líneas generales, podemos afirmar que el nivel de capitalización del grupo al cierre del ejercicio 2023 es mejor de lo que era en 2019, habida cuenta de que tanto los fondos propios como el patrimonio neto atribuido a la sociedad dominante han crecido en este período.

En cuanto al análisis del pasivo no corriente, tal y como se ha señalado anteriormente, muestra una ponderación creciente a lo largo de los últimos cinco ejercicios; así, mientras que en 2019 su peso era del 23% de la estructura financiera del grupo, en 2023 se sitúa en el 31%. Se trata de una evolución que podemos catalogar, a priori, como favorable para la empresa, en tanto en cuanto tendería a mejorar su solvencia. Dentro de los pasivos no corrientes predominan los de naturaleza financiera, esencialmente deudas con entidades crediticias (préstamos y líneas de crédito), bonos y obligaciones (aproximadamente a partes iguales), que suponen en su conjunto más del 70% del total de pasivos de largo plazo. Así mismo destacable es la cuantía correspondiente a las provisiones no corrientes, partida que ha experimentado un crecimiento sensible en el período 2019-2023, hasta alcanzar los 1.889 millones de euros. Dentro de esta categoría se incluyen, en menor medida, provisiones derivadas de compromisos adquiridos con empleados a través de planes de pensiones (principalmente miembros del equipo directivo y trabajadores de Hochtief) y, en mayor medida, provisiones para responsabilidades que eventualmente deban asumir las distintas sociedades del grupo (derivados de litigios o garantías y obligaciones contractuales).

Por último, el análisis del pasivo corriente muestra un predominio evidente de las deudas comerciales (principalmente, proveedores y anticipos recibidos de clientes por obras), que se sitúan en torno al 40% de la estructura financiera del grupo a lo largo del período 2019-2023, lo cual equivale a cerca del 70% del total de pasivos corrientes. Otras partidas destacables dentro del pasivo corriente son las provisiones (destinadas, fundamentalmente, a cubrir riesgos y reclamaciones asociados a las obras de construcción), las deudas con entidades financieras (líneas de crédito, principalmente) y los pasivos vinculados con activos no corrientes mantenidos para la venta (que suponen deuda cuya desaparición del balance se prevé efectiva en un período inferior a un año). En su conjunto, se aprecia una disminución de la proporción de pasivos de corto plazo (corrientes) dentro de la estructura financiera del grupo en el transcurso del período analizado. Esta evolución se considera positiva, en la medida en que una reducción del plazo de vencimiento de las obligaciones financieras permite dotar de mayor solvencia a la empresa.

El análisis financiero mediante ratios muestra una evolución general favorable en el período 2019-2023, si bien se aprecian algunos indicadores que se encuentran en niveles de riesgo. Los valores de algunas de estas ratios, junto con los valores óptimos para cada una de ellas, pueden encontrarse en la Tabla 1 (su cálculo desarrollado se muestra en el Anexo IX). A propósito de los valores óptimos conviene no perder de vista que se trata de valores generales que deben enmarcarse en una comparativa sectorial adecuada. Así, pueden destacarse los siguientes

aspectos positivos: i) ratio de regla de oro superior a la unidad de manera consistente, ii) ratio de prueba ácida consolidada en torno a la unidad y iii) ratio de deuda neta sobre EBITDA (que refleja la capacidad de la empresa para hacer frente a sus obligaciones financieras mediante el efectivo que genera su negocio, medido a través del EBITDA o beneficio antes de intereses, impuestos, amortizaciones y depreciaciones) decreciente, levemente por encima de cuatro veces en la actualidad. Por el contrario, deben destacarse los siguientes aspectos negativos: i) ratio de fondo de maniobra superior a la unidad, aunque de valor insuficiente, ii) ratio de endeudamiento y coeficiente de apalancamiento elevados, propios de una empresa con cierto riesgo financiero, iii) ratio de calidad de la deuda excesiva, que indica un elevado contenido de deudas con vencimiento a corto plazo en el balance, y iv) tendencia creciente del tipo de interés medio de la deuda, que se sitúa en niveles que pueden lastrar especialmente los gastos financieros.

Tabla 1. Ratios de análisis financiero del Grupo ACS en el período 2019-2023

RATIOS DE LIQUIDEZ	**2023**	**2022**	**2021**	**2020**	**2019**	**Valor óptimo**
RATIO DE TESORERÍA	46,39%	47,77%	65,46%	35,99%	33,63%	20% ÷ 30%
RATIO DE FONDO DE MANIOBRA	1,20	1,28	1,43	1,08	1,01	1,5 ÷ 2
RATIO DE PRUEBA ÁCIDA	0,96	0,92	1,14	0,83	0,81	≈ 1
RATIOS DE SOLVENCIA	**2023**	**2022**	**2021**	**2020**	**2019**	**Valor óptimo**
RATIO DE GARANTÍA	1,18	1,20	1,25	1,13	1,17	1,5 ÷ 3
RATIO DE FIRMEZA	1,15	1,08	0,96	1,23	1,59	≈ 2
REGLA DE ORO	1,26	1,34	1,63	1,14	0,96	> 1
RATIOS DE APALANCAMIENTO	**2023**	**2022**	**2021**	**2020**	**2019**	**Valor óptimo**
RATIO DE ENDEUDAMIENTO	72,27%	74,45%	67,66%	77,67%	73,51%	30% ÷ 40%
RATIO DE REC. PERMANENTES	46,33%	47,53%	51,80%	39,86%	37,67%	60% ÷ 70%
COEF. DE APALANCAMIENTO	3,31	3,49	2,60	4,11	3,42	≈ 1
RATIOS DE GESTIÓN DE LA DEUDA	**2023**	**2022**	**2021**	**2020**	**2019**	**Valor óptimo**
TIPO DE INT. MEDIO DE LA DEUDA	5,05%	3,22%	2,66%	2,89%	3,75%	2% ÷ 4%
RATIO DE CALIDAD DE LA DEUDA	63,46%	63,20%	60,03%	67,92%	72,68%	≤ 30% ÷ 40%
RATIO DE DEUDA NETA / EBITDA	4,44	5,07	6,65	3,85	2,49	2 ÷ 4

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales auditadas del Grupo ACS y Porras García (2021)

La opinión global sobre la situación de endeudamiento del grupo es favorable con reservas, a la vista de los valores que presentan las principales ratios de análisis financiero, así como su evolución en el transcurso de los últimos ejercicios. Así, se desprende del análisis efectuado que los principales riesgos a los que se expone el Grupo ACS, en caso de no mejorar su estructura financiera, son los siguientes: i) dificultades para afrontar los vencimientos de la deuda en caso de empeoramiento de márgenes operativos, ii) incremento de los gastos financieros, como consecuencia del elevado tipo de interés medio de la deuda, con la consiguiente merma del resultado neto, y iii) empeoramiento de la calificación crediticia otorgada por parte de las entidades acreedoras, a causa del elevado apalancamiento financiero, que podría redundar en un mayor coste del crédito e incluso en restricciones a su acceso. En definitiva, y pese a que los márgenes operativos muestran estabilidad, conviene que el grupo modere sus niveles de endeudamiento en orden a evitar riesgos en caso de que el negocio evolucionase negativamente.

2.3.2. Cuenta de pérdidas y ganancias. Análisis de resultados y rentabilidades

Análisis de la cuenta de pérdidas y ganancias

La cuenta de pérdidas y ganancias muestra la capacidad de una sociedad para generar beneficios y permite obtener información relativa a la evolución de i) la cifra de negocios, ii) los gastos de explotación en relación con la cifra de negocio y iii) el resultado de explotación. Toda la información que se expone a continuación se basa en la cuenta de pérdidas y ganancias con porcentajes verticales y horizontales que se puede encontrar en el Anexo IV. Por lo que respecta a la cifra de negocios del grupo, se comprueba que alcanza el máximo del período analizado en el ejercicio 2019 (39.049 millones de euros), momento a partir del cual se inicia un descenso que culmina en el ejercicio 2021, con unos ingresos netos de 27.837 millones de euros (un 28,7%

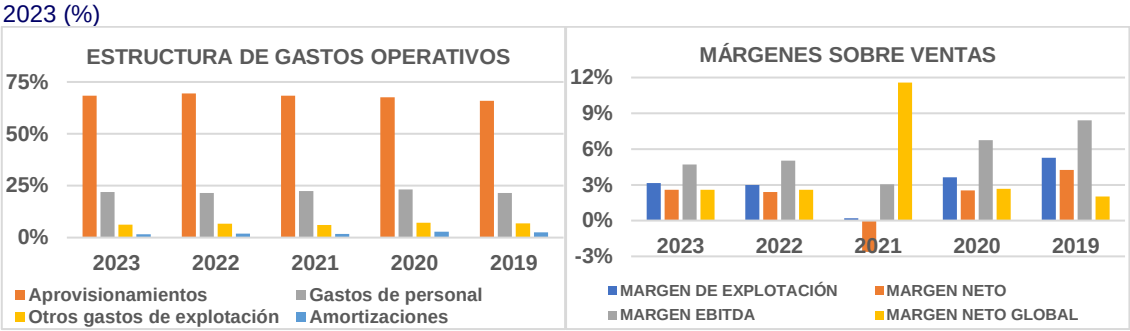
menos). A partir de este mínimo se produce un punto de inflexión, hasta situar la cifra de negocios en 35.738 millones de euros en 2023, con lo que parece tender a aproximarse a los ingresos previos a la concurrencia de factores desfavorables que confluyeron en los ejercicios 2020 y 2021 (esto es, la pandemia provocada por la covid-19, la escalada de precios de las materias primas y la venta de la división industrial del grupo), que provocaron la disminución de ingresos experimentada en dichos ejercicios. A propósito de la evolución de los ingresos de explotación, conviene tener en cuenta la importancia en términos estratégicos que, para las grandes constructoras, como lo es el Grupo ACS, tiene expandir su volumen de negocio, al generar economía de escala, mejorar su posicionamiento competitivo de cara a la licitación de grandes proyectos de construcción y explotación de infraestructuras e incrementar el resultado neto aun manteniendo estables los márgenes de explotación.

Tal y como se aprecia en el Gráfico 3, el grueso de los gastos de explotación del grupo (en torno al 70%) tiene su origen en aprovisionamientos, de los cuales alrededor del 90% corresponden a consumo de materias primas y el restante 10% a trabajos realizados por otras empresas (subcontratistas). Además, se comprueba que este tipo de gastos han experimentado un crecimiento sensible entre los ejercicios 2019 y 2022, como consecuencia, probablemente, del fuerte crecimiento que han experimentado los precios de las materias primas en este período. La segunda partida en importancia dentro de los gastos de explotación corresponde a los gastos de personal, que se mantienen estables, dentro del período 2019-2023, en torno al 22%. Únicamente se aprecia un crecimiento destacable en el ejercicio 2020, probablemente derivado de una disminución en la productividad del trabajo a causa de las restricciones impuestas por la pandemia de covid-19; esta desviación, no obstante, tiende a corregirse en ejercicios sucesivos. Por lo demás, merece la pena simplemente señalar la disminución de un punto porcentual que han experimentado las amortizaciones de inmovilizado entre los ejercicios 2019 y 2023. Esta variación puede deberse a la venta de la división industrial, cuyo negocio precisa de una mayor contribución de maquinaria e instalaciones técnicas. En suma, se desprende de lo anterior que nos encontramos ante un negocio intensivo en consumo de materias primas, en el cual participan medios técnicos y humanos altamente especializados, aunque en una proporción relativamente baja. Se concluye, por tanto, que los costes operativos de las empresas del grupo están ampliamente condicionados por la evolución del precio de las materias primas. El riesgo que esto supone para el grupo es considerable en un escenario inflacionista como el actual, especialmente si los contratos suscritos no contienen cláusulas de revisión de precios. Otro de los riesgos a los que se enfrentan los gastos de explotación del grupo es el vinculado a la evolución de los gastos de personal, habida cuenta de la escasez de mano de obra que está experimentando el sector de la construcción. Sin embargo, la política de remuneración del grupo parece contar con un diseño adecuado que evita que los gastos de personal se disparen.

Finalmente, el resultado de explotación surge de la deducción de los gastos de explotación a los ingresos de explotación, a lo cual se agrega el resultado de las sociedades en las que el grupo ostenta una participación de no control. Si se opta por excluir los gastos de amortizaciones y depreciaciones del inmovilizado, se obtiene el resultado antes de intereses, impuestos, amortizaciones y depreciaciones o EBITDA, por sus siglas en inglés, magnitud que resulta útil a efectos de estimar el volumen de efectivo generado por las operaciones de la empresa. Si al resultado de explotación se le agrega el saldo de ingresos y gastos financieros y se detrae el impuesto sobre beneficios, se obtiene el resultado del ejercicio (neto). Tal y como se puede apreciar en la cuenta de pérdidas y ganancias consolidada del Grupo ACS, que se muestra en el Anexo IV, el resultado de explotación experimenta un fuerte descenso entre los ejercicios 2019 y 2021, que se refleja en una disminución de casi cinco puntos porcentuales del margen de explotación. Según se ha argumentado anteriormente, los ejercicios 2020 y 2021 han sido particularmente complicados para el grupo por varios factores, a saber: i) incremento de precios de las materias primas, con el consecuente perjuicio en términos de gasto de aprovisionamientos, ii) restricciones derivadas de la pandemia de covid-19, con el consiguiente descenso en la actividad, y iii) venta de la división industrial, que ha restado ingresos y margen de explotación. Puede comprobarse, no obstante, que en los ejercicios 2022 y 2023 el resultado de explotación se recupera, superando la frontera de los 1.000 millones de euros y alcanzando márgenes de explotación en torno al 3%; sin embargo, quedan todavía lejanos los niveles del ejercicio 2019, con su margen de explotación por encima del 6%, los cuales el grupo debiera aspirar a recuperar. En cuanto al resultado del ejercicio, tras un fuerte descenso en el ejercicio 2021, en el cual se arrojan pérdidas netas, en la actualidad se han recuperado los niveles de 2021, todavía lejos del

nivel de 2019. El resultado neto negativo que se observa en el ejercicio 2021 viene precedido tanto por un resultado de explotación muy ajustado como por el elevado monto abonado a la hacienda pública en concepto de impuesto de sociedades por las plusvalías generadas en la venta de la división industrial (este hecho extraordinario se refleja en el resultado del ejercicio, que se alza por encima de los 3.000 millones de euros en dicho ejercicio). En el Gráfico 3, que se muestra a continuación, puede encontrarse mayor detalle de la evolución de los márgenes de explotación, neto, neto global (esto es, incluyendo actividades discontinuadas) y EBITDA, a lo largo del período analizado.

Gráfico 3. Estructura de gastos operativos y márgenes sobre ventas del Grupo ACS en el período 2019-2023 (%)

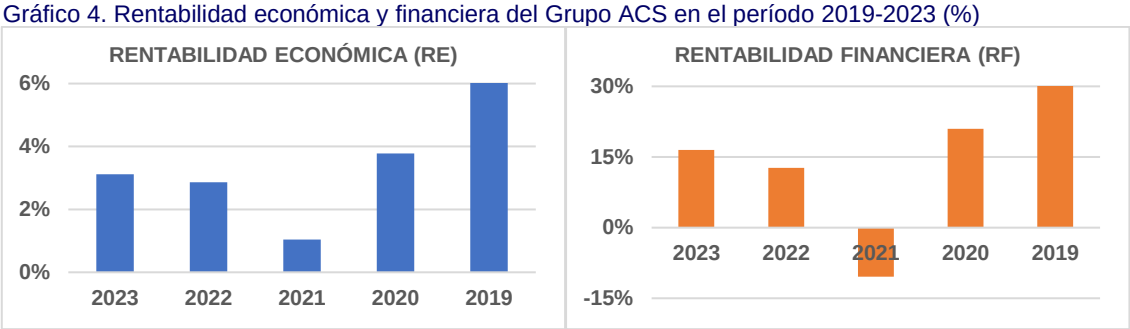


Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales auditadas del Grupo ACS

Análisis de rentabilidades

Por lo que respecta a la rentabilidad del grupo, tanto financiera como económica, en el Gráfico 4 se muestra su evolución a lo largo del período 2019-2023.

Gráfico 4. Rentabilidad económica y financiera del Grupo ACS en el período 2019-2023 (%)



Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales auditadas del Grupo ACS

A grandes rasgos, se aprecia cómo ambas caen con fuerza entre los ejercicios 2019 y 2021, partiendo de rentabilidades destacadas (en torno al 30% para la financiera y al 6% para la económica). Se comprueba, así mismo, que la rentabilidad se recupera en los ejercicios 2022 y 2023, en la línea de lo observado en los márgenes sobre ventas, si bien todavía lejos de retomar la senda del ejercicio 2019 (de hecho, los valores de rentabilidad económica y financiera apenas superan en 2023 la mitad de los alcanzados en 2019). Antes de establecer una hipótesis con relación a los factores que podrían explicar esta disminución tan súbita de la rentabilidad del grupo, así como su recuperación incompleta, es conveniente enumerar los elementos que intervienen en su cálculo. Así, la rentabilidad económica es directamente proporcional al margen sobre ventas y a la rotación del activo, mientras que la rentabilidad financiera lo es a la rentabilidad económica, al apalancamiento financiero y al efecto fiscal. Matemáticamente, por tanto, se verifica que la caída de la rentabilidad económica del Grupo ACS en el ejercicio 2021 se explica por la fuerte reducción del margen sobre ventas, principalmente, mientras que la caída de la rentabilidad financiera se puede explicar por la reducción de la rentabilidad económica, del efecto apalancamiento financiero (que pasa de 6,2 a 0,8) y del efecto fiscal, que toma un valor negativo. En los ejercicios 2022 y 2023 se observa que todas las variables retoman su orden de magnitud previo al ejercicio 2021, a excepción del margen sobre ventas. Entre los factores de índole económica que pueden haber influido en la caída de los márgenes sobre ventas y, en consecuencia, de la rentabilidad actual con relación a la observada en el ejercicio 2019, pueden identificarse los siguientes:

- Incremento del gasto en aprovisionamientos, como consecuencia del fuerte incremento de precios de las materias primas en los mercados internacionales "iniciado a mediados de 2020" (Asociación Nacional de Constructores Independientes, 2021).
- Impacto de desinversiones estratégicas, en particular, la división industrial, cuyos márgenes operativos en los ejercicios 2018 y 2019 se mostraron superiores a los del negocio de infraestructuras, tal y como se deduce de Grupo ACS (2019, p. 122).
- Contratación de proyectos menos rentables, tanto por sus bajos márgenes como por sobrecostes imprevistos que podrían no haber sido compensados por el cliente final (aumentos en el plazo de ejecución o modificaciones contractuales, entre otros).

En definitiva, entre los causantes de la merma en la rentabilidad experimentada por el Grupo ACS se identifican factores coyunturales, como el coste de las materias primas (conviene tener en cuenta, al respecto, que la repercusión de este tipo de sobrecostes al cliente final no es sencilla ni automática) y estratégicos.

2.3.3. Memoria y estado de cambios en el patrimonio neto. Análisis de hechos relevantes en el período

El análisis del estado de cambios en el patrimonio neto del Grupo ACS debe permitir extraer información relativa a i) la política de aplicación del resultado anual, ii) las ampliaciones o reducciones de capital efectuadas, iii) la política de remuneración en base a opciones sobre acciones y iv) los cambios en las inversiones en empresas dependientes o asociadas. En el caso del Grupo ACS, dada la naturaleza de las operaciones que lleva a cabo, se identifica adicionalmente el efecto en el patrimonio neto de v) las operaciones de cobertura de divisa y vi) el efecto impositivo. Las operaciones que se reflejan en el estado de ingresos y gastos reconocidos (Anexo IV) que han contribuido a la variación en el patrimonio neto que ha experimentado la sociedad en el período 2019-2023 son el i) resultado del ejercicio, ii) las ganancias y pérdidas actuariales, iii) las diferencias de conversión de divisa, iv) las operaciones de cobertura, v) los cambios de valoración en las inversiones realizadas por el grupo y vi) el efecto impositivo. El saldo de la contribución conjunta de las seis variables señaladas es positivo, al haber supuesto un aumento del patrimonio neto de 7.546 millones de euros en el período 2019-2023, provocado, principalmente, por el efecto favorable de las variaciones en los tipos de cambio de divisas y por la mejora de la valoración de las inversiones en empresas del grupo. Sin embargo, se puede comprobar que el patrimonio neto del grupo apenas ha experimentado variación en este período, como consecuencia tanto de la aplicación del resultado como de cambios en su capital social.

A la vista de la información que se muestra en el estado de cambios en el patrimonio neto (Anexo IV), puede comprobarse que la compañía viene aplicando durante todo el período analizado una política de aplicación del resultado basada en una ampliación de capital con cargo a reservas, combinada con el pago de dividendo en efectivo. Esta ampliación de capital se lleva a cabo a través de la entrega a los accionistas de derechos de suscripción sobre las nuevas acciones, con arreglo a su porcentaje de participación en el capital social del grupo, pudiendo recibir las acciones correspondientes o vender los derechos en el mercado. Es preciso señalar que la sociedad matriz asume el compromiso de adquirir estos derechos a un precio determinado a los accionistas que así lo deseen, motivo por el cual el saldo de las partidas relacionadas con derechos de asignación gratuita presenta un saldo global negativo. El reparto del resultado de los ejercicios anteriores utilizando la política anteriormente expuesta ha supuesto, en el período objeto de estudio, una disminución del patrimonio neto por valor de 2.286 millones de euros, que directa o indirectamente han ido a parar a manos de los accionistas.

Otro de los cambios relevantes que se han producido en el patrimonio neto del grupo en el transcurso del período 2019-2023 es el que tiene su origen en sucesivos programas de recompra de acciones propias, tanto de la matriz como de empresas participadas. De entre las distintas medidas de aplicación del resultado que puede adoptar la sociedad (recompra de acciones, reparto de dividendos, dotación para reservas o reinversión), la recompra de acciones otorga a la empresa una herramienta para aportar valor a los accionistas, siempre y cuando las acciones sean adquiridas a un precio de mercado inferior a su valor intrínseco. Los distintos programas de

recompra de acciones llevados a cabo por parte del grupo en el período analizado han supuesto una disminución de su patrimonio neto que asciende 3.225 millones de euros.

Así mismo, se observa que se ha producido una reducción de la participación del grupo en empresas controladas durante el período 2019-2023, que se ve reflejado en una disminución del patrimonio neto valorado en 2.262 millones de euros. Esto puede deberse, en algunos casos, a la desinversión efectuada en empresas controladas (como puede ser el caso de la división industrial) y, en otros, a la reducción de la participación en empresas controladas, que habrían pasado a convertirse en inversiones financieras. Entre estas operaciones destacan la desconsolidación de la autopista SH288 (en 2023) o la OPA de Cimic sobre Devine (en 2021). Por otro lado, igualmente reseñable es la disminución en el patrimonio neto que ha experimentado el grupo debido a variaciones en el perímetro de consolidación, que asciende a 377 millones de euros en el período 2019-2023.

En resumen, y de acuerdo con lo que se ha adelantado anteriormente, el patrimonio neto del grupo apenas ha experimentado variación neta en el período 2019-2023, habida cuenta de que ascendía a 5.873 millones de euros al inicio del ejercicio 2019, mientras que al cierre del ejercicio 2023 su valor asciende a 5.631 millones de euros, esto es, una disminución de 243 millones de euros (un 4,1%). Del análisis efectuado se desprende que, si bien el grupo presenta resultados anuales positivos de manera recurrente, este resultado se aplica de modo que el patrimonio neto no se ve alterado de manera significativa, en buena medida debido a la recompra de acciones, a la adquisición de derechos de suscripción de nuevas acciones (de asignación gratuita) y a la variación en la inversión en empresas del grupo y asociadas.

2.3.4. Estado de flujos de efectivo. Análisis de liquidez

Estado de flujos de efectivo

En primer lugar, se realiza un breve análisis del estado de flujos de efectivo en el período 2019-2023, el cual se muestra en el Anexo IV. Al respecto, conviene analizar separadamente los flujos de efectivo de las actividades de explotación, de inversión y de financiación, así como el efecto de las variaciones de los tipos de cambio.

Con relación a los flujos de efectivo de las actividades de explotación, se observa un comportamiento similar al del resultado de explotación, en tanto en cuanto se produce un mínimo en el ejercicio 2021 (203 millones de euros), partiendo del valor más elevado del período que se observa en el ejercicio 2019 (1.894 millones de euros), y mejorando nuevamente en los ejercicios 2022 (1.743 millones de euros) y 2023 (1.502 millones de euros). Estos flujos constituyen una prueba evidente de la evolución en la marcha del negocio, que empeoró ostensiblemente en los ejercicios 2020 y 2021, en buena medida por motivos coyunturales, para mejorar de manera destacable en los ejercicios 2022 y 2023, recuperando cifras cercanas a las de 2019.

Los flujos de efectivo de las actividades de inversión muestran un comportamiento volátil en el período 2019-2023, existiendo tres ejercicios (2020, 2022 y 2023) en los que el saldo neto entre inversiones y desinversiones es prácticamente nulo, un ejercicio (2019) con un importante saldo inversor y un ejercicio (2021) con un significativo saldo desinversor. Así mismo, merece la pena destacar que en el período analizado el grupo ha efectuado inversiones por valor de 7.030 millones de euros y desinversiones por valor de 9.040 millones de euros, por lo que nos encontramos ante un saldo neto desinversor. Las principales inversiones efectuadas por el grupo en este período son las relacionadas con la compra del 78% de la autopista SH-288 en Texas, la compra de acciones de CIMIC mediante oferta pública de adquisición (OPA), el aumento de participación en Hochtief, inversiones en diversos proyectos (de infraestructuras y desarrollo de activos energéticos, principalmente) e inversiones en maquinaria y equipamiento. Por lo que respecta a las desinversiones realizadas por el grupo en el período objeto de estudio, se comprueba que la operación más relevante en este ámbito ha sido la venta del área de servicios industriales (operación que se cerró en 2021); además, se ha vendido una participación del 33% en el capital de Ventia y se han efectuado desinversiones significativas en activos energéticos.

Los flujos de efectivo de las actividades de financiación presentan un comportamiento irregular en el período 2019-2023, si bien se aprecia un saldo neto marcadamente negativo, por valor de

6.454 millones de euros. Si realizamos un análisis por ejercicios, tenemos que el único que cuenta con un saldo positivo es 2019, mientras que el resto presentan un saldo negativo en el flujo de efectivo de las actividades de financiación, destacando los ejercicios 2023 y 2022 (este último en particular). Las principales salidas de efectivo derivadas de actividades de financiación tienen que ver con la ejecución del programa de compra de acciones propias (autocartera), la compra de acciones de Hochtief, las obligaciones asumidas en 2019 tras la salida de BICC y los pagos en efectivo en concepto de intereses del pasivo por arrendamiento, además de la amortización de pasivos financieros. Por su parte, las principales entradas de efectivo como consecuencia de actividades de financiación tienen que ver con los cobros procedentes de la formalización o emisión de nuevos pasivos financieros (deuda o bonos, respectivamente).

Por lo que respecta al efecto de las variaciones en los tipos de cambio, se observa que el saldo neto en el período 2019-2023 es prácticamente nulo. De esto puede deducirse que las fluctuaciones en el tipo de cambio provocadas por las operaciones del grupo en monedas distintas del euro (dólar estadounidense y australiano, fundamentalmente) han tenido un impacto poco relevante en el período objeto de estudio. Sin embargo, se comprueba que han existido ejercicios en los cuales este impacto ha sido destacable, tanto en sentido negativo (en el ejercicio 2020 se produjo un saldo negativo de 425 millones de euros), como positivo (en 2021 el saldo positivo ascendió a 343 millones de euros). En todo caso, y con el fin de amortiguar el efecto de las oscilaciones en los tipos de cambio, el grupo lleva a cabo una gestión del riesgo basada en i) la adquisición de deuda en la misma moneda que la de los activos financiados, y en ii) la contratación instrumentos financieros de cobertura (Grupo ACS, 2023, p. 72).

En suma, se comprueba que en el período analizado el saldo de efectivo y equivalentes del grupo se ha incrementado en una cuantía igual a 2.073 millones de euros, con la distribución entre distintos tipos de actividades que se ha expuesto anteriormente.

Análisis de liquidez. Ciclo operativo

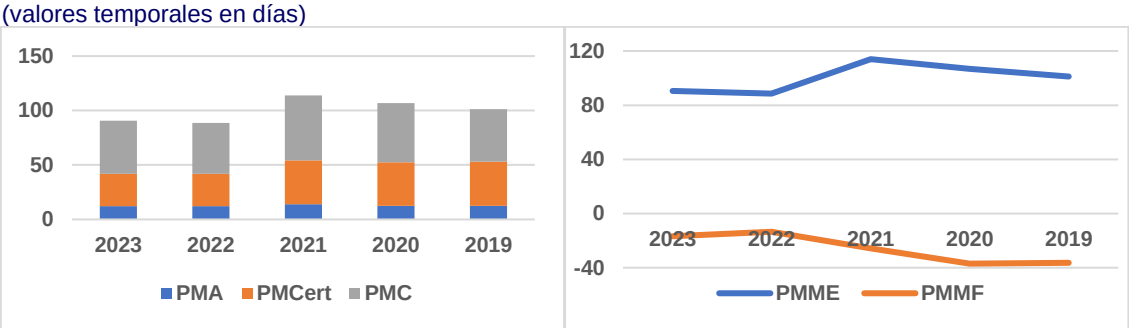
Finalmente, con el fin de alcanzar una mejor comprensión del ciclo operativo del grupo, se lleva a cabo un análisis de la situación de liquidez desde la perspectiva de los períodos medios de maduración (PMM) y de las necesidades operativas de fondos (NOF). A la hora de definir el ciclo operativo del grupo conviene determinar cuál es la naturaleza de su actividad principal. Así, teniendo en cuenta que, en la actualidad, en torno al 80% de su EBITDA se genera en la división de construcción (Grupo ACS, 2023, p. 58), parece razonable asumir que la actividad principal del grupo es la construcción de infraestructuras de diversa índole. Si bien es evidente su vocación hacia la explotación de infraestructuras (a través de la división de concesiones), no es cuestionable el predominio en ingresos de la división de construcción.

La actividad de una empresa de construcción se centra en convertir materiales de construcción (materias primas), a través de un proceso coordinado y debidamente organizado, utilizando los medios técnicos adecuados, en edificios u obras de ingeniería civil (infraestructuras). Por ello, el ciclo operativo de una empresa de construcción se inicia, desde una perspectiva contable, con la adquisición y almacenamiento (si procede) de los referidos materiales de construcción que, posteriormente, serán puestos en obra; el tiempo transcurrido desde el momento en el que se hace efectivo el aprovisionamiento de estos materiales hasta su puesta en obra se define como período medio de almacenamiento (PMA). Una vez las existencias son puestas en obra se asume que, al introducirse en el proceso productivo, pasan a considerarse como obra ejecutada. Sin embargo, esto no implica que esta producción pueda ser objeto de cobro, debido a la necesidad de que el cliente final certifique la obra ejecutada una vez haya efectuado las comprobaciones oportunas. Por este motivo, se genera un segundo período, que denominaremos período medio de certificación (PMCert) y que corresponde al tiempo transcurrido desde que se considera ejecutada una determinada unidad de obra hasta que el cliente final certifica su correcta ejecución. Este lapso temporal vendrá dado por la obra ejecutada pendiente de certificar, importe que la empresa facilita en la nota 12 (Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar) de la memoria de sus cuentas anuales auditadas. Finalmente, el tiempo transcurrido desde que la obra ejecutada es certificada por el cliente final hasta que se hace efectivo el cobro de las facturas emitidas se define como período medio de cobro (PMC), de modo que la suma de los tres conceptos anteriores constituiría el período medio de maduración económica (PMME). Si a este le deducimos el tiempo transcurrido desde que los proveedores suministran materias primas o

prestan servicios hasta que se hace efectivo el pago como contraprestación, que definimos como período medio de pago (PMP), tenemos como resultado el período medio de maduración financiera (PMMF). En el Anexo X se expone el método de cálculo utilizado (ecuaciones 39 a 44), si bien merece la pena señalar que el cálculo de los períodos medios de cobro y pago no se ajusta por el IVA, habida cuenta de que la mayor parte de las ventas del grupo se efectúan en EE. UU., donde este impuesto no existe, y su equivalente (*sales tax*) suele estar exento de aplicación en las obras de construcción.

Si se observa el Gráfico 5, se puede apreciar que el período medio de maduración económica de las empresas del grupo es sensiblemente superior en los ejercicios 2019, 2020 y 2021, reduciéndose ostensiblemente en 2022 y 2023. Esto puede deberse a una combinación de factores: por un lado, la actividad de la división industrial, que fue vendida en el año 2021, podría haber contribuido a un mayor período medio de maduración económica debido a su ciclo operativo medio más largo; por otro, el incremento en el período medio de cobro sugiere que podrían haber aparecido problemas de cobro en los ejercicios 2020 y 2021, que se habrían mitigado posteriormente. Así, el grupo presenta un período medio de maduración económica de 91 días en el ejercicio 2023, frente a los 114 días que se observaban en 2021. La mejora en esta ratio de gestión es evidente, en tanto en cuanto las empresas del grupo ejecutaban en promedio, en el ejercicio 2021, un total de 3 ciclos completos de aprovisionamiento, producción, certificación y cobro, mientras que en el ejercicio 2023 han pasado a ejecutar un promedio de 4 ciclos completos. Se trata de un valor elevado teniendo en cuenta la naturaleza de la actividad de las empresas del grupo que, pese a dedicarse a la construcción de obras de edificación e ingeniería civil relativamente sofisticadas y complejas desde un punto de vista técnico, consigue optimizar su gestión hasta reducir la duración media del ciclo a un trimestre (esto se consigue, evidentemente, gracias al cobro en base a hitos de ejecución, puesto que la duración media de los proyectos es muy superior).

Gráfico 5. Composición del PMME y evolución del PMME y PMMF del Grupo ACS en el período 2019-2023 (valores temporales en días)



Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales auditadas del Grupo ACS

En cuanto al período medio de maduración financiera (PMMF) de las empresas del grupo, del Gráfico 5 se desprende que su evolución es negativa en el intervalo temporal analizado. No obstante, los holgados períodos medios de pago a proveedores con los que trabajan las empresas del grupo permiten obtener valores negativos para el período medio de maduración financiera, que alcanzaban un máximo de -37 días en 2020 para situarse en -17 días en 2023. Este valor medio implica un aplazamiento sustancial de los pagos a proveedores, lo cual es señal del poder de negociación con el que cuentan las empresas del grupo, que les permitiría alcanzar condiciones de pago ventajosas que, sin duda, mejoran su capacidad de financiación. Se desprende de lo anterior que el período medio de maduración financiera del Grupo ACS para los ejercicios comprendidos dentro del intervalo 2019-2023 es negativo, lo cual implica que la empresa no solo no precisa financiar su ciclo operativo, pues son sus propios proveedores quienes lo hacen, sino que incluso genera capacidad de financiación adicional.

Adicionalmente, se realiza a continuación un breve comentario en relación con las necesidades operativas de fondos (NOF) y el fondo de maniobra (FM). Las necesidades operativas de fondos representan los recursos que la empresa debe conseguir para financiar sus operaciones a lo largo del ciclo operativo descrito en este mismo apartado. Así, pueden definirse las necesidades operativas de fondos como la diferencia entre los activos operativos (tesorería, existencias y cuentas a cobrar) y los pasivos espontáneos (cuentas a pagar). Dentro de la categoría de activos operativos se incluyen el efectivo y equivalentes, las existencias, los deudores comerciales y

otras cuentas a cobrar, mientras que la categoría de pasivos espontáneos se supone formada por los acreedores comerciales y otras cuentas a pagar, además de otros pasivos corrientes, por entenderse que constituyen elementos de financiación espontánea (Grupo ACS, 2023, p. 127). El fondo de maniobra (FM), por su parte, representa el volumen de inversión neta en activos corrientes (esto es, activos corrientes menos pasivos corrientes). Según se muestra en el anejo 8, las necesidades operativas de fondos (según la definición anterior) son positivas en todo el período analizado. Sin embargo, se comprueba que, una vez se deduce la tesorería de las necesidades operativas de fondos el saldo se convierte en negativo, lo cual refuerza la conclusión alcanzada a través del cálculo del período medio de maduración financiera (negativo), esto es, que las empresas del grupo financian su ciclo operativo sin necesidad de financiación externa adicional a la que proporcionan sus proveedores. La cuestión que debe dilucidarse sería en qué medida el saldo que las empresas del grupo mantienen en forma de efectivo y equivalentes guarda relación el ciclo operativo; dicho de otro modo, si el elevado saldo de tesorería que mantienen las empresas del grupo es necesario para cubrir necesidades puntuales de liquidez o si, por el contrario, simplemente se mantiene a la espera de ser invertido. En este sentido, parece razonable conjeturar que este elevado saldo de tesorería se mantiene simplemente como consecuencia de la ausencia de oportunidades de inversión destacables; prueba de ello es que el grupo viene ejecutando sucesivos programas de recompra de acciones propias.

La opinión global sobre la situación de liquidez del grupo es muy favorable, a la vista de los valores que presentan las principales ratios de liquidez, capital corriente y ciclo operativo (ratio de tesorería en torno al 50%, ratio de fondo de maniobra superior a la unidad, ratio de prueba ácida cercano a la unidad, necesidades operativas de fondos negativas una vez descontada la tesorería y período medio de maduración financiera negativo), así como su evolución a lo largo de los últimos ejercicios. La única objeción que puede establecerse a la gestión de la liquidez que lleva a cabo el grupo es la excesiva acumulación de efectivo y equivalentes, que conlleva un coste de oportunidad importante en la medida en que la liquidez no operativa no se asigna a proyectos de inversión que puedan proporcionar una rentabilidad superior al coste del capital.

2.4. Conclusiones. Fortalezas y debilidades

Del análisis económico-financiero del Grupo ACS realizado pueden extraerse diversas conclusiones que se exponen a continuación, separadas en función de si se entiende que representan una fortaleza o una debilidad para la empresa. Así, las principales fortalezas identificadas son las siguientes:

- El negocio consolidado del grupo es rentable de manera consistente, lo cual se pone de manifiesto en unos márgenes sobre ventas positivos y razonablemente estables a lo largo de todo el período analizado. Estos márgenes, pese a parecer a priori ajustados (en la actualidad se sitúan en torno al 3%), se encontrarían alineados con los márgenes típicos del sector de la construcción.
- La estructura del balance consolidado del grupo se considera adecuada, a la vista de su composición y de la relación entre patrimonio neto y activo no corriente y entre pasivo corriente y activo corriente. Así mismo, se comprueba que la estructura financiera presenta una tendencia favorable en los últimos ejercicios, al incrementarse la financiación a largo plazo (pasivo no corriente) con relación a la financiación a corto plazo (pasivo corriente) en el transcurso del período 2019-2023.
- Las actividades de explotación del grupo generan flujos de efectivo positivos de manera recurrente; no en vano, el flujo de efectivo de las actividades de explotación se sitúa por encima de 1.000 millones de euros en todos los ejercicios dentro del período analizado, salvo en 2021 (según se muestra en el Anexo IV).
- La gestión del ciclo operativo que realiza el grupo es excelente, en tanto en cuanto permite que las necesidades operativas de fondos (descontada la tesorería) sean negativas y que el período medio de maduración financiera sea negativo, generando liquidez que puede ser reinvertida a corto plazo.
- Adicionalmente, se aprecia una mejora significativa en la gestión del ciclo operativo al haberse reducido en 2022 y 2023 el período medio de certificación y de cobro. Esto permite compensar la reducción del plazo medio de pago a proveedores que se produce de manera simultánea, manteniendo estable el período medio de maduración financiera.

- El apalancamiento operativo del grupo es elevado, apreciándose una tendencia creciente en los ejercicios 2022 y 2023, tal y como se muestra en el Anexo IX (Tabla A55). De esto se desprende que un incremento en la cifra de negocios tendería a mejorar el resultado de explotación, por lo que, ante el crecimiento que está experimentando la cartera de pedidos en la actualidad (especialmente en el área de construcción, con un incremento superior al 10% entre 2022 y 2023), resulta probable que se pueda producir un crecimiento de márgenes en el futuro, en la medida en que esta situación pueda sostenerse sin un incremento significativo de los costes fijos.
- La situación de liquidez del grupo le coloca en una posición privilegiada para afrontar un ambicioso plan de inversiones. En este sentido, en el período 2019-2023 las inversiones netas efectuadas por el grupo se han situado por encima de los 2.000 millones de euros.

Por su parte, las principales debilidades identificadas son las siguientes:

- Se observa una acumulación de efectivo y equivalentes que parece a todas luces desproporcionada. Si bien el mero hecho de disponer de una posición de tesorería fuerte no representa un problema para el grupo, no es menos cierto que una excesiva acumulación de caja supone un notable coste de oportunidad, en la medida en que no se destina a inversiones que pueden generar rentabilidad para el accionista. La causa de este exceso de tesorería puede venir precedida por la dificultad a la hora de encontrar proyectos de inversión adecuados a la estrategia corporativa del grupo, motivo por el cual bien puede suponerse que esta situación se mantendrá hasta que surja una oportunidad de inversión que se estime apropiada.
- La desinversión que el grupo ha llevado a cabo en la división industrial viene acompañada por un empeoramiento de los márgenes que, no obstante, parecen estabilizarse en torno al 3% de beneficio operativo (EBIT) sobre ventas, de tal suerte que parece haberse superado el importante bache del ejercicio 2021.
- Del mismo modo, el proceso de desinversión en los negocios industriales viene acompañado por un empeoramiento tanto de la rentabilidad económica (pasando de un intervalo entre el 4% y el 6% en 2019-2020 a un 3% en 2022-2023) como de la rentabilidad financiera (que pasa de un rango comprendido entre el 20% y el 30% en 2019-2020 a un valor en torno al 15% en 2022-2023). No puede afirmarse que exista una relación causa-efecto entre la desinversión en el negocio industrial y la disminución de la rentabilidad, si bien parece apreciarse correlación entre ambos hechos.
- Se observa un crecimiento del tipo de interés medio de la deuda en el período analizado, probablemente como consecuencia de la coyuntura macroeconómica actual (con los bancos centrales subiendo con fuerza los tipos de interés de referencia entre 2021 y 2023). Aunque esta situación parece comenzar a revertirse en la actualidad, todavía puede considerarse que el tipo de interés medio al que se financia el grupo supone un riesgo elevado, habida cuenta de su elevado apalancamiento financiero.
- El patrimonio neto del grupo se mantiene prácticamente inalterado en el período analizado, a pesar de haberse obtenido resultados positivos de manera recurrente (con la única excepción del ejercicio 2021). De esto se deduce que el resultado no se utiliza para capitalizar el balance del grupo, sino que se aplica en ampliaciones de capital con cargo a reservas y programas de recompra de acciones.

Una vez establecidas las conclusiones del análisis económico-financiero del Grupo ACS, resulta oportuno formular una hipótesis que permita responder a la pregunta inicialmente formulada en los objetivos de este trabajo. Así, teniendo en cuenta lo expuesto anteriormente, parece razonable considerar que la nueva estrategia corporativa del grupo, precedida por la desinversión en la división industrial y con el foco en proyectos que abarquen el ciclo de vida completo de las infraestructuras, no está siendo fructífera, al menos, en el corto plazo. Ello es debido a que, tras la operación de venta del negocio industrial, i) la rentabilidad (económica y financiera) del grupo se ha visto reducida sustancialmente, y ii) los márgenes operativos se han estrechado. Por otro lado, los recursos obtenidos del referido proceso de desinversión no habrían sido utilizados ni para reducir los niveles de endeudamiento ni para dotar a la estructura financiera de un mayor nivel de capitalización, al no haberse incrementado los fondos propios. Su destino habría sido, por el contrario, la recompra de acciones propias, la adquisición del 100% de Hochtief y la inversión en diversos proyectos de infraestructuras, principalmente. Si bien es evidente que han existido factores adicionales que han influido en la caída de rentabilidad observada, tal y como

se ha argumentado anteriormente, no es menos cierto que el equipo directivo debe reorientar la estrategia si pretende mejorar la rentabilidad del negocio en el medio y largo plazo.

3. ANÁLISIS DE LA COMPETENCIA DIRECTA

Tal y como se ha argumentado en el apartado 1 de este trabajo, el sector de la construcción (en el cual se enmarca la principal actividad productiva del Grupo ACS) incluye tres subsectores, con arreglo a la clasificación del CNAE: i) construcción de edificios, ii) ingeniería civil y iii) actividades de construcción especializadas. De ellos, el que supone una mayor contribución al volumen de negocio del Grupo ACS, si atendemos al código CNAE en el cual se encuentra registrada su actividad, es el de ingeniería civil. A efectos de delimitar la competencia del Grupo ACS, por tanto, el primer atributo exigible a las empresas que se seleccionen para formar parte de este análisis sectorial es que su actividad principal se enmarque en el sector de la construcción, y que la ingeniería civil cuente con un peso relevante en su actividad; para ello, se verificará que las áreas de negocio relacionadas con la construcción de infraestructuras tengan un peso significativo en su cifra de negocios.

Otro de los rasgos que distingue al negocio del Grupo ACS es su diversificación geográfica; así, los ingresos de explotación generados en España (mercado interior) apenas alcanzan el 10% del total en el año 2023, siendo EE. UU. y Australia los países que contribuyen en mayor medida, con un 56% y un 20%, respectivamente (Grupo ACS, 2023, p. 139). El segundo atributo que deberá observarse en las empresas seleccionadas como competidoras del Grupo ACS deberá ser, por tanto, la diversificación geográfica de sus ingresos.

El tercer rasgo que se considera distintivo del negocio del Grupo ACS, en lo que respecta a la caracterización con respecto a su competencia directa, es su autodefinición como “operador y proveedor global de infraestructuras” (Grupo ACS, s.f.). De esta visión se desprende un sesgo evidente hacia la construcción de infraestructuras, si bien se deduce igualmente una voluntad de posicionamiento dentro del sector de la operación de infraestructuras. Por ello, el tercer atributo exigible a las empresas escogidas como parte de esta comparativa sectorial es que incluyan dentro de sus ingresos un cierto sesgo hacia los contratos de explotación de infraestructuras (concesión de obras públicas o esquemas de participación público-privada, esencialmente).

Por lo que respecta a la estructura empresarial del sector de la construcción, tal y como se ha señalado en el apartado 1 del presente trabajo, se trata de un sector muy atomizado; sirva como ejemplo de ello el caso de España, donde existían 422.385 empresas en el año 2022 (Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana, 2023). No obstante, es evidente que no todas las empresas de construcción pueden considerarse, en modo alguno, competidoras del Grupo ACS, habida cuenta de que su dimensión (tanto en número de empleados como en volumen de negocio) condicionará las características de los proyectos a su alcance. En este sentido, el Grupo ACS es la undécima constructora por volumen de ventas a nivel global, según el informe *Global Powers of Construction* (Parada, 2024), y cuenta con 135.419 empleados en el conjunto de todas sus divisiones (Grupo ACS, 2023, p. 248). Por este motivo, el cuarto (y último) atributo que deberán poseer las empresas que formen parte del abanico de competidores incluidos en la comparativa sectorial es doble: i) que se encuentre entre las cincuenta primeras constructoras a nivel global y ii) que cuente con más de 25.000 empleados en la actualidad.

3.1. Selección de las empresas competidoras

Una vez aplicado el filtro definido en las líneas anteriores, las empresas competidoras del Grupo ACS que han sido seleccionadas para formar parte del análisis sectorial son **Acciona**, **Bouygues**, **Ferrovial** y **Vinci**. Al respecto, cabe señalar que se ha procurado escoger empresas con sede social en España, criterio que se respeta con Acciona y, parcialmente, con Ferrovial (en el año 2023 trasladó su sede social de España a Países Bajos). Sin embargo, al no encontrarse más empresas con sede social en España que cumpliesen los criterios preestablecidos se ha optado por incluir en la lista a dos empresas con sede social en Francia (Vinci y Bouygues), que se ajustan bien a dichos criterios, cuentan con una cultura empresarial poco distante por razón de la proximidad geográfica y utilizan una normativa contable (*Plan Comptable Général*) con una estructura similar a la del Plan General de Contabilidad (PGC) de

aplicación en España. Se procede a exponer a continuación, de manera sintetizada, los motivos que llevan a esta decisión, atendiendo a los criterios anteriormente expuestos (en el Anexo XII se puede encontrar un análisis más detallado al respecto).

3.1.1. Áreas de actividad

A efectos de análisis de las áreas de actividad en las que se dividen los ingresos de las cinco empresas incluidas en la comparativa sectorial, a la vista de la información facilitada por cada una de ellas en sus respectivas memorias anuales, se consideran tres grandes áreas de actividad o de negocio, a saber, construcción e infraestructuras, concesiones y energía. En la Tabla 2, que se muestra a continuación, puede apreciarse la distribución de ingresos por área de actividad de cada una de las empresas analizadas en el ejercicio 2023:

Tabla 2. Distribución de ingresos por área de actividad (año 2023)

	ACCIONA	BOUYGUES	FERROVIAL	VINCI	ACS
Construcción / Infraestructuras	45,1%	45,7%	83,0%	45,7%	93,3%
Concesiones	0,3%	0,0%	13,7%	15,9%	0,5%
Energía	51,8%	33,3%	3,9%	37,5%	0,0%
Otros / Ajustes	2,8%	21,0%	-0,6%	0,9%	6,2%

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

Puede comprobarse que todas ellas muestran una contribución significativa (superior al 40%) del área de construcción e infraestructuras, si bien Acciona, Bouygues y Vinci obtienen cuantiosos ingresos procedentes del área de energía. Esto no debe entenderse como una condición excluyente, dado que en buena medida la actividad del área de energía de estas compañías se centra en la construcción de infraestructuras de energía (tales como plantas de generación de energía eléctrica o líneas de transporte y distribución). Con relación a las concesiones, se comprueba que su contribución al total de ingresos es variable entre las cinco empresas consideradas; sin embargo, tal y como se argumenta en el Anexo XII, esta diferencia se debe más bien a criterios de clasificación contable, habida cuenta de que los ingresos procedentes de proyectos de construcción y explotación de infraestructuras (colaboración público-privada, por ejemplo), acostumbran a contabilizarse dentro del área de construcción e infraestructuras, mientras que dentro del área de concesiones únicamente se incluyen los ingresos generados por las sociedades con actividad específica en este ámbito.

En definitiva, se demuestra que las cuatro empresas competidoras seleccionadas generan una fracción significativa de sus ingresos, al igual que el Grupo ACS, en áreas de negocio relacionadas con la construcción de infraestructuras, si bien la contribución de las distintas tipologías de infraestructura (transporte, energía, agua, industria) puede ser distinta en cada caso. Así mismo, ha quedado probado que las cuatro presentan un sesgo significativo hacia el negocio de explotación de infraestructuras, por lo que pueden considerarse así mismo competidoras directas del Grupo ACS en aquellos proyectos que involucren el diseño, la construcción y la posterior explotación de infraestructuras.

3.1.2. Áreas geográficas

Los ingresos del Grupo ACS presentan, en la actualidad, un elevado grado de diversificación geográfica, constituyendo este uno de los pilares estratégicos del grupo. Entre las áreas geográficas que aportan un mayor volumen de ingresos al grupo destacan las regiones de Norteamérica, Asia-Pacífico y España. En base a lo anterior, y siguiendo el criterio de diversificación geográfica, se adopta una clasificación de ingresos por área geográfica que distingue entre mercado interior e internacional (Tabla 3):

Tabla 3. Distribución de ingresos por área geográfica (año 2023)

	ACCIONA	BOUYGUES	FERROVIAL	VINCI	ACS
Mercado interior (%)	28,4%	49,5%	17,3%	43,0%	9,4%
Mercado internacional (%)	71,6%	50,5%	82,7%	57,0%	90,6%

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

Se comprueba que las cuatro empresas escogidas cumplen con la condición preestablecida de que sus ingresos se encuentren ampliamente diversificados geográficamente, con una mayor proporción del mercado internacional en todos los casos, así como una contribución no

despreciable de la región de Norteamérica. Por este motivo, pueden todas ellas considerarse competidoras directas del Grupo ACS en buena parte de sus mercados de referencia.

3.1.3. Cifra de negocios y número de empleados

En este apartado optaremos, tal y como se señala en el Anexo XII, por un enfoque de análisis basado en la clasificación que se recoge en el informe *Global Powers of Construction* (Parada, 2024, p. 7), que ordena las empresas del sector en función de sus ingresos de explotación. Así mismo, se toma en consideración el número de empleados, por entenderse un elemento de comparación de la dimensión de cada una de las empresas. En la Tabla 4 se muestran las variables referidas para las cinco empresas consideradas en el año 2023:

Tabla 4. Número medio de empleados, ingresos de explotación y posición GPOC (año 2023)

	ACCIONA	BOUYGUES	FERROVIAL	VINCI	ACS
Personas empleadas	57.843	196.154	25.166	279.426	135.419
Ingresos de explotación (mm€)	17.967	56.056	8.515	68.838	35.902
Posición clasificación GPOC	21	8	43	7	11

Fuente: Elaboración propia a partir de las respectivas cuentas anuales auditadas y Parada (2024)

Se comprueba, en suma, que todas las empresas incluidas en la comparativa sectorial se encuentran entre las 50 primeras dentro de la clasificación del informe *Global Powers of Construction*, poseen un volumen de ingresos de similar orden de magnitud (entre 10 y 100 mil millones de euros anuales, aproximadamente), y cuentan con más de 25.000 empleados.

3.2. Posicionamiento sectorial del Grupo ACS

Una vez escogidos los competidores del Grupo ACS que se han estimado más adecuados procedemos, a continuación, a realizar un análisis basado en información económico-financiera comparada, incluyendo estructura patrimonial y financiera, cuenta de resultados y ratios financieras, de rentabilidad y de gestión. Adicionalmente, se efectúa un análisis comparativo normalizado con arreglo al número de empleados, en el cual se incluyen dos parámetros característicos del sector y que pueden relacionarse con aquellos que fueron objeto de análisis en el apartado 1 (ingresos de explotación o producción y valor añadido bruto por empleado).

3.2.1. Análisis patrimonial y financiero

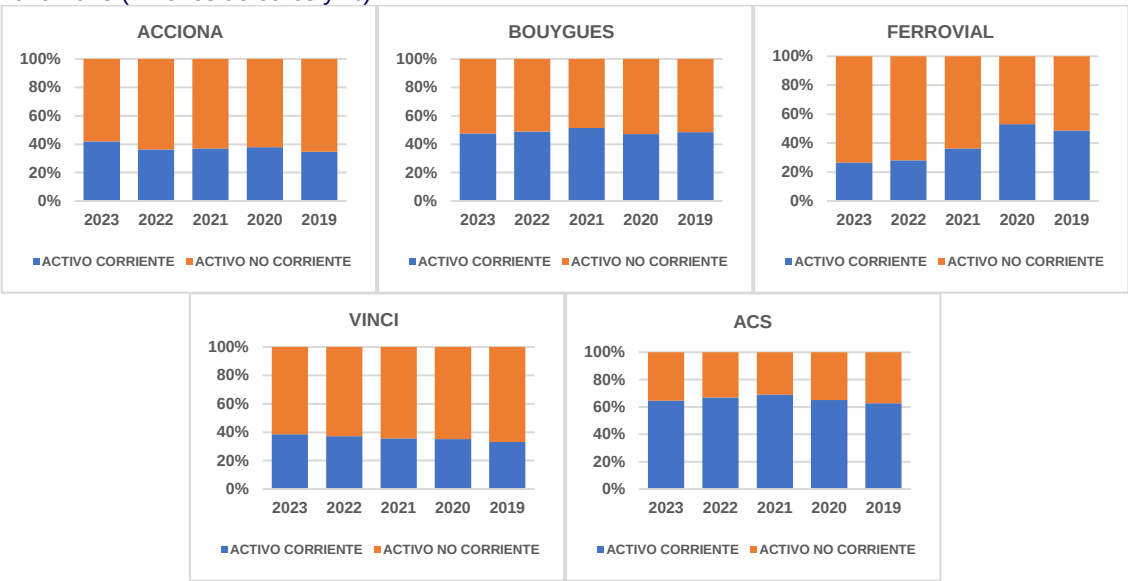
Análisis de la estructura económica

Si nos fijamos en el activo tanto del Grupo ACS como de los competidores seleccionados (Anexo XI, Gráfico A18), se observa que Vinci destaca de manera notoria, con unos activos que superan los 80.000 millones de euros de valoración a lo largo de todo el período 2019-2023, experimentando un crecimiento de más del 30% en dicho período. Una línea similar en cuanto a crecimiento de su activo la muestra Bouygues, con un incremento en su activo del orden del 50%, superado por Acciona, cuyos activos crecen más de un 80% en el período 2019-2023. En el lado opuesto de la balanza se sitúa el Grupo ACS, cuyos activos incluso decrecen levemente en el período objeto de estudio, observándose un descenso de algo más del 5% entre los ejercicios 2019 y 2023. La diferencia entre el Grupo ACS y sus principales competidores es significativa en este aspecto, puesto que parece no haber aprovechado la fase expansiva del ciclo económico, que viene favoreciendo la inversión en infraestructuras desde el año 2021, principalmente, con el fin de realizar inversiones que permitan a las empresas del grupo mejorar su capacidad productiva y adaptarse así a la creciente demanda. Por el contrario, sí parecen haber aprovechado la coyuntura favorable Acciona, Vinci y Bouygues, que han hecho crecer sus activos a base de crecimiento inorgánico (esto es, adquiriendo otras empresas).

Con relación a la composición de las masas del activo (corriente y no corriente), llama la atención la disparidad existente entre las cinco empresas analizadas, tal y como se puede apreciar en el Gráfico 6. Así, mientras que el Grupo ACS muestra una estructura económica donde predominan claramente los activos corrientes, Acciona, Vinci y Ferrovial presentan una situación diametralmente opuesta, con una ponderación notablemente mayor de los activos no corrientes; en una situación intermedia se encuentra Bouygues, que muestra un equilibrio entre ambas categorías de activos. Estas diferencias tienen que ver con el predominio del inmovilizado y los

activos concesionales en la estructura económica de Vinci, Acciona y Ferrovial, partidas que cuentan con poco peso en el balance del Grupo ACS. Se pone de manifiesto, una vez más, que nos encontramos ante una empresa orientada a la rotación de activos y a la gestión eficiente del ciclo operativo. Naturalmente, si parte de su estrategia pasa por posicionarse en el sector concesional, la estructura de su activo deberá rotar en el futuro hacia una mayor ponderación del activo no corriente, a través del inmovilizado o las inversiones en asociadas.

Gráfico 6. Evolución de la estructura económica del Grupo ACS y su competencia directa en el período 2019-2023 (millones de euros y %)

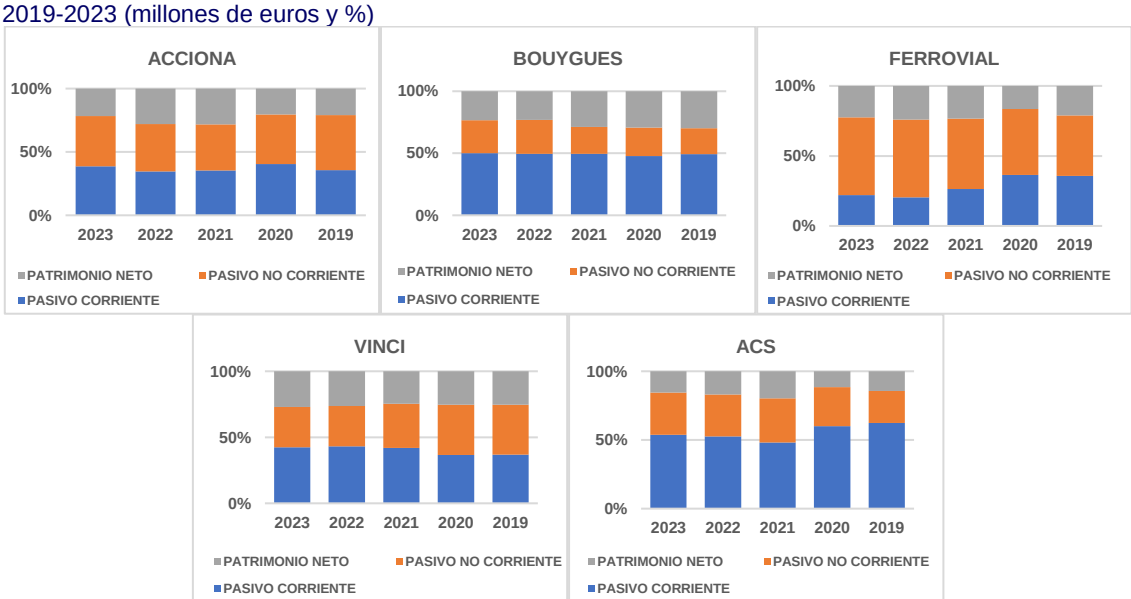


Fuente: Elaboración propia a partir de las respectivas cuentas anuales auditadas

Análisis de la estructura financiera

En lo que concierne a la estructura financiera de los competidores del Grupo ACS seleccionados (Anexo XI, Gráfico A22), se omite el análisis de su evolución a lo largo del período 2019-2023, en tanto en cuanto esta es coincidente en su volumen total con la estructura económica analizada en el epígrafe anterior. Sí nos detendremos, no obstante, en la composición de las masas que forman parte de ella (esto es, pasivo corriente, pasivo no corriente y patrimonio neto). En el Gráfico 7, que se muestra a continuación, puede encontrarse una ilustración detallada tanto de su composición como de su evolución a lo largo del período objeto de estudio.

Gráfico 7. Evolución de la estructura financiera del Grupo ACS y su competencia directa en el período 2019-2023 (millones de euros y %)

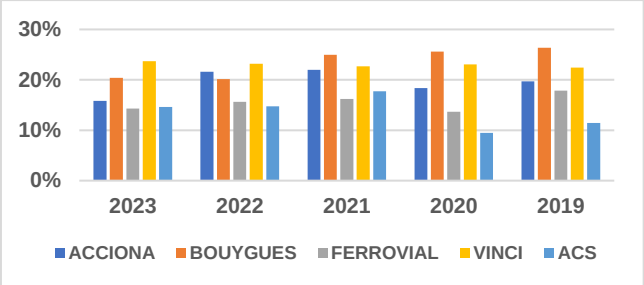


Fuente: Elaboración propia a partir de las respectivas cuentas anuales auditadas

Así, se comprueba que la composición de la estructura financiera de las cinco empresas analizadas arroja diferencias significativas. Así, mientras que tanto Bouygues como ACS cuentan con una estructura financiera en la que prácticamente tienen el mismo peso la financiación a corto y largo plazo, Acciona, Ferrovial y Vinci financian sus inversiones con mayor proporción de obligaciones a largo plazo. No debe perderse de vista, en este sentido, las diferencias observadas en cuanto a la composición de los activos, de modo que la estructura financiera trataría de replicar, de algún modo, a la estructura económica, cuanto menos en términos de duración media de las obligaciones. A priori se supone positivo que el pasivo no corriente supere al pasivo corriente, pero debe verificarse que su distribución acompaña a la de los activos. Otro aspecto destacable que se desprende del análisis comparativo de las respectivas estructuras financieras es la relación entre los recursos propios (patrimonio neto) y los recursos ajenos (pasivo). Así, en el caso de ACS se observa que el patrimonio neto se sitúa en torno al 15% de la estructura financiera, mientras que sus competidores muestran una proporción de patrimonio neto de entre el 25% y el 30% de la estructura financiera. Esta observación es coherente con la conclusión que hemos alcanzado anteriormente, según la cual el nivel de apalancamiento financiero de ACS es particularmente elevado, pues recurre en gran medida a los recursos ajenos para financiar su actividad.

Finalmente, con el objetivo de dilucidar la relevancia relativa de los recursos propios en cada caso, se efectúa un análisis normalizado mediante la relación con el activo total. Tal y como se puede apreciar en el Gráfico 8, el menor porcentaje de activos financiados mediante fondos propios corresponde al Grupo ACS, con un promedio de apenas el 14% a lo largo del período objeto de estudio, y un crecimiento de apenas un punto porcentual entre 2019 y 2023. Por el contrario, tenemos que Bouygues y Vinci son las empresas competidoras del Grupo ACS que cuentan con un mayor porcentaje de fondos propios en relación con sus activos totales (algo más de un 23% en término medio), mientras que Acciona (con un 19,5%) y Ferrovial (con un 15,5%) se sitúan a medio camino. Por lo que respecta a la evolución de este parámetro en el transcurso del período 2019-2023, se observa que Acciona, Bouygues y Ferrovial muestran un descenso sensible, lo cual puede indicar que su crecimiento habría sido financiado mayoritariamente a través de recursos ajenos (deuda). Por su parte, tanto Vinci como ACS habrían apostado por dotar de mayor solidez a su balance, al verse incrementada su relación entre fondos propios y activos en el período analizado. Esta medida mitiga el riesgo derivado de un excesivo endeudamiento, si bien puede tender a disminuir la rentabilidad financiera, al emplear una mayor cantidad de recursos propios para financiar los activos que figuran en su balance.

Gráfico 8. Fondos propios sobre activo total para Grupo ACS y sus principales competidores en el período 2019-2023 (%)



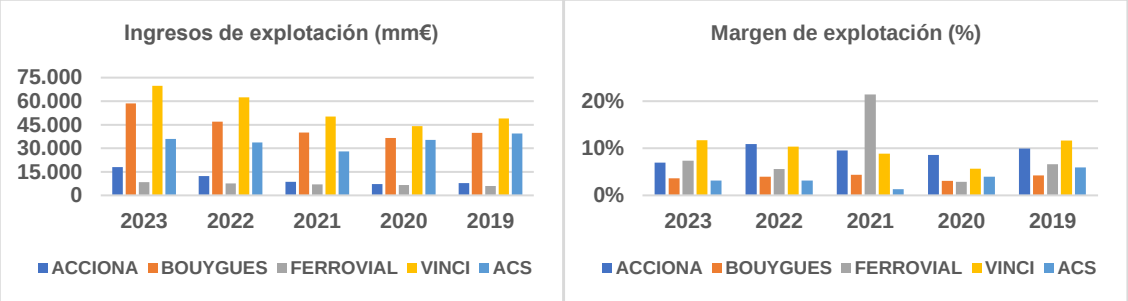
Fuente: Elaboración propia a partir de las respectivas cuentas anuales auditadas

3.2.2. Análisis de la cuenta de resultados

Por lo que respecta al análisis de las respectivas cuenta de resultados conviene observar, en primer lugar, el volumen de ingresos relativo entre las distintas empresas; así, Vinci, Bouygues y ACS, con ingresos medios en el período 2019-2023 por encima de los 30.000 millones de euros, se sitúan un escalón por encima de Acciona y Ferrovial, cuyos ingresos medios en dicho período rondan los 10.000 y 7.000 millones de euros, respectivamente. Esta evolución puede observarse con detalle en el Gráfico 9. Seguidamente, nos fijaremos en la evolución de los ingresos de explotación a lo largo del período objeto de estudio (2019-2023), en el cual se aprecia un patrón común que señala una contracción de la cifra de negocios entre los ejercicios 2019 y 2020 (en el caso del Grupo ACS esta tendencia se extiende hasta el ejercicio 2021) para, posteriormente, recuperar el crecimiento, de manera más destacada, en los ejercicios 2022 y

2023. Especialmente reseñable es el hecho de que, entre los ejercicios 2019 y 2023, todos los competidores del Grupo ACS han conseguido expandir sus ingresos sustancialmente, mientras que el Grupo ACS no ha conseguido recuperar en el ejercicio 2023 el nivel de ingresos del ejercicio 2019, pese a la coyuntura económica favorable al sector. Al respecto, conviene señalar que la división industrial, vendida en el año 2021 a Vinci, aportó a los ingresos del Grupo ACS en los ejercicios 2019 y 2020, respectivamente, 6.530 y 5.850 millones de euros (Grupo ACS, 2020, p. 138), cifras que, de haberse mantenido en el ejercicio 2023, habrían conducido a un incremento de los ingresos en el período. Por el contrario, se comprueba que tanto Vinci como Bouygues se han apoyado en el crecimiento inorgánico para mejorar sus ingresos de explotación, gracias a adquisiciones como Cobra y Dragados Industrial (en el caso de Vinci) y de Equans (en el caso de Bouygues).

Gráfico 9. Ingresos y margen de explotación del Grupo ACS y su competencia directa en el período 2019-2023 (millones de euros y %)



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

En segundo lugar, resulta oportuno analizar el resultado de explotación de las distintas empresas consideradas y su relación con los ingresos de explotación (esto es, el margen de explotación). De entrada, resulta especialmente llamativo que el margen de explotación medio del Grupo ACS en el período 2019-2023 (un 3,52%) es menor que el de sus competidores (un 4,06% en el caso de Bouygues, y un 9,82% en el caso de Vinci). Por lo que respecta a la evolución del margen de explotación, se comprueba que las empresas que presentan una mayor estabilidad en esta variable son Bouygues y Acciona, frente al caso de Ferrovial que presenta una volatilidad considerable provocada, principalmente, por el reconocimiento de ingresos extraordinarios en el ejercicio 2021 (Ferrovial, 2021, p. 221). La evolución del margen de explotación presenta una clara tendencia positiva en el período 2020-2023 en el caso de Vinci, alcanzando el doble dígito en el ejercicio 2023; una tendencia análoga sigue el Grupo ACS, que mejora su margen sobre ingresos en los ejercicios 2022 y 2023, si bien con cifras muy inferiores a las de Vinci. Por lo que respecta a Acciona y Bouygues, no se aprecia una tendencia clara a lo largo del período objeto de estudio, mientras que Ferrovial vislumbra una mejoría sensible en su margen de explotación en los ejercicios 2022 y 2023 con relación a 2020, que supuso el mínimo del período (conviene no tomar en consideración el resultado del ejercicio 2021, al estar condicionado por ingresos extraordinarios). En definitiva, mientras que los competidores del Grupo ACS mejoran su resultado de explotación y adicionalmente, en ciertos casos, también el margen de explotación, el Grupo ACS experimenta dificultades para mejorar sus registros del ejercicio 2019. Por lo que respecta a las operaciones cruzadas entre Vinci y el Grupo ACS (esto es, la compraventa de la división industrial, constituida por Cobra y Dragados Industrial), esta parece haber sentado mejor a Vinci que, en los ejercicios 2022 y 2023 experimenta un notable crecimiento en ingresos y mejora tanto su resultado como su margen de explotación. Se desprende de lo anterior que, al menos en el corto plazo, la operación habría resultado más ventajosa para los franceses.

Finalmente, en el Anexo XI (Gráficos A12 a A15) puede encontrarse información relativa a la naturaleza de los gastos de cada una de las empresas consideradas, así como su relación con los ingresos de explotación. Al respecto, llama la atención que el Grupo ACS es la empresa que cuenta con una mayor proporción de gastos de consumo de materias primas (en torno al 60% de sus ingresos de explotación) frente a sus competidores, que presentan valores medios en el período 2019-2023 que van desde el 15% de Ferrovial hasta el 45% de Bouygues. Esta observación da cuenta de los distintos matices que existen en la naturaleza del negocio de las empresas del Grupo ACS, cuyos proyectos incorporan, aparentemente, importantes partidas de suministro de materiales. Por lo que respecta a los gastos de personal, si bien tanto el Grupo ACS como sus competidores muestran porcentajes relativos a sus ingresos de explotación de

similar orden de magnitud (entre el 18% y el 28%), conviene destacar que son las empresas francesas (Vinci y Bouygues) las que cuentan con una proporción de gastos de personal más elevada en su cuenta de resultados. Esto puede encontrar una explicación en tres factores, a saber, i) la distinta nacionalidad de los empleados (el salario medio en España en 2023, según el INE, se situó en 27.276 euros brutos, mientras que, en Francia, según el SEPE, el salario medio en 2023 ascendió a 36.547 euros brutos), ii) la distribución de empleados en función de su cualificación, y iii) la distinta productividad del trabajo entre las empresas analizadas. En cuanto a la relación entre gastos de amortizaciones e ingresos de explotación, llama la atención que ACS presenta el porcentaje más reducido, con un promedio en el período 2019-2023 del 2%, frente a porcentajes del orden del 5% o superiores en el caso de Bouygues, Vinci o Acciona. Estos datos pueden ser indicativos de la distinta estructura productiva del Grupo ACS, donde el uso de inmovilizado material sería moderado. Resulta así mismo llamativa la distinta contribución de los gastos de subcontratación, que suponen en torno a un 20% de los ingresos de explotación en el caso de Vinci y Bouygues, frente a un 7,5% en el caso del Grupo ACS, en término medio en el período 2019-2023. Se desprendería de lo anterior, en suma, que los procesos productivos de las empresas del Grupo ACS se llevan a cabo con una mayor contribución de consumo de materias primas, mientras que en el caso de Vinci y Bouygues la subcontratación, las amortizaciones y el personal suponen una mayor cuantía proporcional. Son evidentes, pese a desarrollar su actividad en idéntico sector, las diferencias en la estructura organizativa y en la naturaleza de los proyectos de las distintas empresas analizadas. Esto puede verse reflejado, naturalmente, en sus distintos posicionamientos estratégicos y sus variadas propuestas de valor.

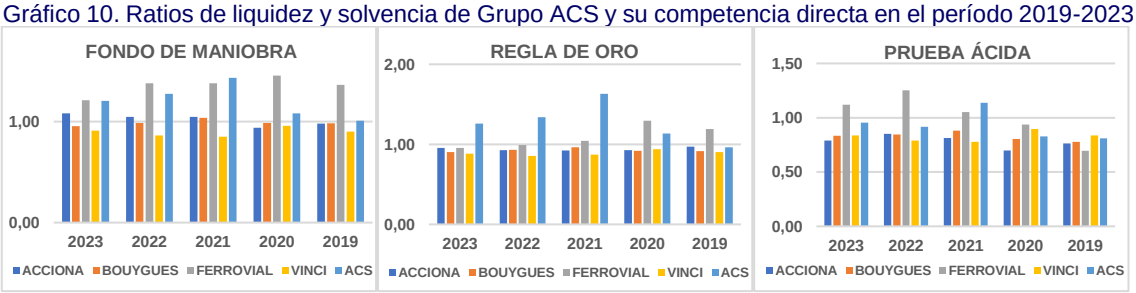
3.2.3. Ratios financieras, de rentabilidad y de gestión

Una mejor comprensión de la situación financiera de las empresas competidoras del Grupo ACS requiere el análisis comparativo de ciertas ratios financieras. Del mismo modo, para explicar adecuadamente las diferencias existentes en términos de rentabilidad y gestión se recurre al análisis comparativo de las ratios de rentabilidad económica y financiera, además de los períodos medios de maduración económica (PMME) y financiera (PMMF).

Ratios financieras

En primer lugar, con relación al fondo de maniobra, se comprueba que Acciona, Bouygues y Vinci vienen operando con un fondo de maniobra negativo (lo que es lo mismo, con una ratio de fondo de maniobra inferior a la unidad) durante buena parte del período 2019-2023 (Gráfico 10). Así, aunque se había concluido en el análisis interno de ACS que su fondo de maniobra era escaso (inferior a 1,5), el análisis sectorial muestra que disponer de un fondo de maniobra negativo sería algo habitual en el sector, por lo que la situación de ACS sería favorable en términos relativos. La explicación a este hecho puede encontrarse en que la recurrencia y predictibilidad de los ingresos permitirían prescindir del colchón que supone el fondo de maniobra, situación que se vería favorecida conforme incrementa el peso del negocio concesional, que presenta unos ingresos menos volátiles que los de la construcción. Algo similar ocurre con la regla de oro, en tanto en cuanto ACS es la única empresa de las incluidas en la comparativa sectorial que muestra valores superiores a la unidad de manera consistente, en un entorno en el que parece una práctica habitual no financiar la totalidad de los activos no corrientes con recursos a largo plazo. En el caso de la prueba ácida se aprecia una tendencia general a mostrar valores inferiores a la unidad, lo cual es una señal de un excesivo endeudamiento a corto plazo. Sin embargo, es probable que el grado de predictibilidad de los ingresos de las empresas analizadas permita operar en estas condiciones, más propias de una empresa con elevada rotación de existencias.

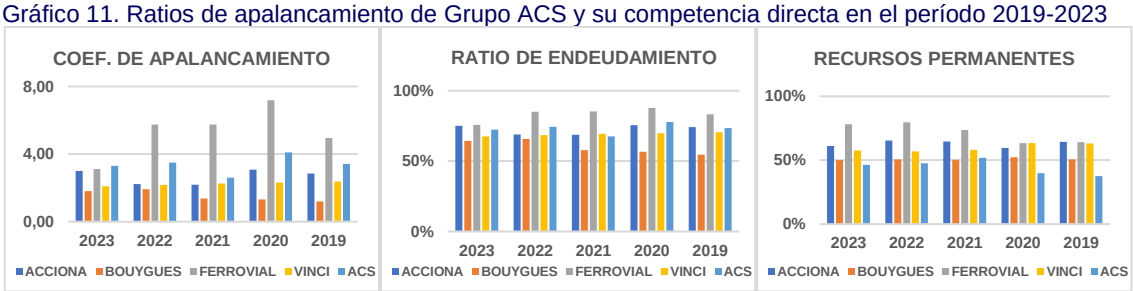
Gráfico 10. Ratios de liquidez y solvencia de Grupo ACS y su competencia directa en el período 2019-2023



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

Con el fin de determinar el nivel de apalancamiento financiero de las empresas objeto de análisis, se realiza una comparativa de su coeficiente de apalancamiento y sus ratios de endeudamiento y recursos permanentes (Gráfico 11). En primer lugar, se aprecia que todas las empresas analizadas cuentan con un elevado coeficiente de apalancamiento (claramente superior a la unidad), lo cual nos indica que sería una práctica habitual en el sector apalancarse sobre los recursos ajenos para financiar su actividad. No obstante, se aprecian diferencias destacables entre empresas, siendo Ferrovial, Acciona y ACS las que presentan un mayor coeficiente de apalancamiento (por encima de 3), mientras que el de Vinci y Bouygues se sitúa en torno a 2. Algo similar sucede en el caso de la ratio de endeudamiento, dado que los valores que presentan las empresas analizadas (en torno al 70%) se encuentran muy por encima de los recomendables (entre el 30% y el 40%). La ratio de recursos permanentes, por su parte, muestra un resultado distinto en tanto en cuanto Vinci, Ferrovial y Acciona presentan valores adecuados (entre el 60% y el 70%), mientras que Bouygues y ACS (especialmente) presentan ratios de recursos permanentes inferiores al 50%, lo cual es indicativo de que su estructura financiera cuenta con un peso excesivamente elevado de los recursos a corto plazo. El análisis sectorial de ratios de apalancamiento muestra, en definitiva, un cierto riesgo de aparición de problemas para afrontar el pago de la deuda en caso de empeoramiento del negocio y reducción de los márgenes de beneficio, siendo de especial riesgo relativo la situación de ACS.

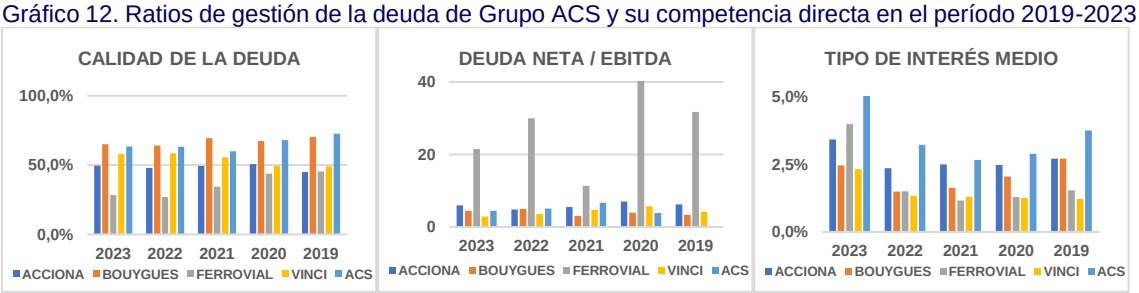
Gráfico 11. Ratios de apalancamiento de Grupo ACS y su competencia directa en el período 2019-2023



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

Un modo eficaz de determinar la eficiencia en la gestión de la deuda es a través de las ratios de calidad de la deuda y deuda neta sobre EBITDA, además del tipo de interés medio al que financia su deuda (Gráfico 12). La ratio de calidad de la deuda mide la proporción de deuda de corto plazo frente al total de pasivos de una empresa, y muestra valores relativamente elevados en el conjunto de las empresas analizadas (por encima del 40%), a excepción de Ferrovial. La relación entre deuda neta (esto es, detrayendo el efectivo y equivalentes) y EBITDA (indicador de la capacidad de generación de efectivo) sitúa a ACS en una posición favorable con respecto a sus competidores, al arrojar valores medios en torno a 4, al igual que Bouygues y Vinci, algo por debajo de Acciona (en torno a 6) y muy por debajo de Ferrovial; en todo caso, se trata de valores que muestran un nivel de endeudamiento elevado. Finalmente, por lo que respecta al tipo de interés medio, se observa un crecimiento generalizado entre 2021 y 2023, como consecuencia de las subidas de tipos que han practicado los principales bancos centrales. Sin embargo, es llamativo el hecho de que ACS se financia a un tipo medio notablemente superior (entre 1 y 2 puntos porcentuales) al de sus competidores, lo cual no dejaría de ser un reflejo de la percepción de riesgo que muestran sus acreedores con relación a sus niveles de endeudamiento.

Gráfico 12. Ratios de gestión de la deuda de Grupo ACS y su competencia directa en el período 2019-2023



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

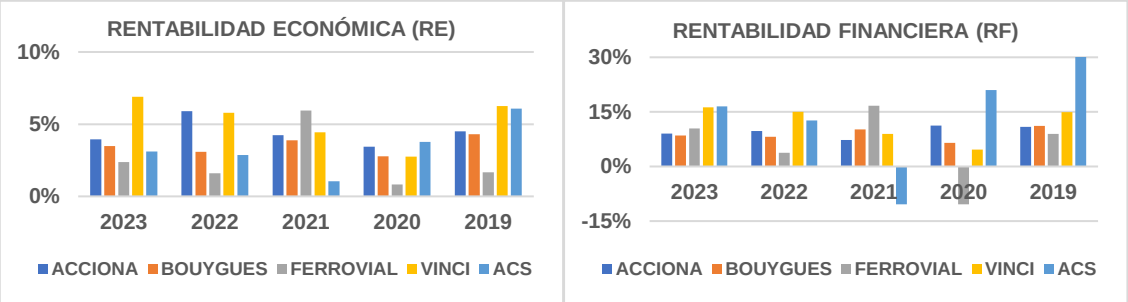
En síntesis, podemos afirmar que todas las empresas que se han considerado representativas del sector se encontrarían en una situación financiera de riesgo moderado, si bien las estrategias

de diversificación hacia negocios concesionales que todas ellas están adoptando en la actualidad deberían permitirles mitigar este riesgo, en la medida en que ello redunda en unos ingresos recurrentes y más previsibles que los asociados a la construcción de edificios o infraestructuras, de naturaleza más volátil.

Ratios de rentabilidad

Por lo que respecta a la rentabilidad económica o rentabilidad sobre los activos (Gráfico 13), se corrobora que el ejercicio 2020 fue complejo para el sector en su conjunto, apreciándose caídas significativas en todas las empresas analizadas; no en vano, las restricciones a la libre circulación de personas adoptadas para contener expansión de la pandemia provocada por la covid-19 impactaron con fuerza en los costes laborales, lo cual puede apreciarse en las respectivas cuentas de pérdidas y ganancias (Anexos IV a VIII). En el ejercicio 2021 todos los competidores de ACS analizados mejoraron su rentabilidad económica, mientras que la de ACS continuó decreciendo. Al margen de Ferrovial, el mayor crecimiento de la rentabilidad económica en el período 2020-2021 se lo apunta Vinci (merece la pena recordar, al respecto, que en 2021 Vinci adquiere la división industrial de ACS). Por último, desde el punto de vista de la comparativa pura entre empresas, tenemos que la rentabilidad económica actual de ACS (a cierre del ejercicio 2023) se encuentra más o menos alineada con la de sus competidores (Bouygues, Acciona y Ferrovial), mostrando valores en torno al 3%, con la evidente excepción de Vinci, cuya rentabilidad económica ha experimentado un notable crecimiento en los últimos ejercicios para situarse, en la actualidad, cerca del 7%. A la vista de lo anterior, resulta razonable afirmar que la rentabilidad económica de Bouygues, Acciona, Ferrovial y ACS, tanto en la actualidad como a lo largo del período analizado, puede catalogarse como baja o moderada (valores entre el 2% y el 4%), mientras que la de Vinci puede considerarse como moderada con tendencia a alta (valores en torno al 5% con tendencia creciente).

Gráfico 13. Rentabilidad económica (RE) y financiera (RF) para el Grupo ACS y su competencia directa en el período 2019-2023 (%)



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

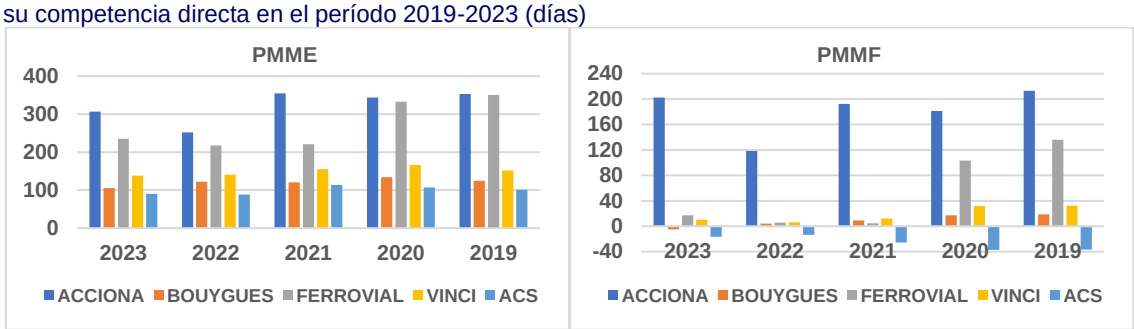
La rentabilidad financiera de todas las empresas analizadas, a excepción de Acciona, experimentó importantes retrocesos en el ejercicio 2020. Conviene recordar, a este respecto, la correlación existente entre rentabilidad financiera y rentabilidad económica, en tanto en cuanto aquella se obtiene como el producto de esta por el efecto apalancamiento financiero y por el efecto fiscal. Tal y como se aprecia en el Gráfico 13, la rentabilidad financiera de ACS en los ejercicios 2019 y 2020 sobresale con respecto a las de sus principales competidores, fruto de la combinación de una rentabilidad económica moderada y un importante apalancamiento financiero. Sin embargo, se cambian las tornas en el ejercicio 2021 como consecuencia del descenso de la rentabilidad económica y de la obligación de abonar a la hacienda pública los impuestos derivados de la plusvalía de la venta de la división industrial. Por el contrario, el resto de los competidores de ACS comienzan a mejorar su rentabilidad financiera en el ejercicio 2021, alcanzando valores de entre el 7% y el 17%. La evolución en los ejercicios 2022 y 2023 es dispar, puesto que Vinci y ACS experimentan un crecimiento sostenido de su rentabilidad financiera, situándose en la actualidad en torno al 16%, mientras que Acciona y Bouygues mantienen su rentabilidad financiera estable por debajo del 10%. En definitiva, podemos afirmar, con carácter general, que la rentabilidad financiera actual de ACS y de Vinci es elevada (por encima del 15%) y moderada en el caso de Acciona, Bouygues y Ferrovial. Sin embargo, en el caso concreto del Grupo ACS, conviene destacar que su rentabilidad financiera se explica en buena medida por el elevado apalancamiento financiero, a diferencia de Vinci, cuya rentabilidad financiera se explica en mayor medida por la rentabilidad económica, consecuencia, a su vez, de un elevado margen

sobre ventas. Esta importante diferencia indica, en términos cualitativos, el riesgo financiero que asume el Grupo ACS para alcanzar cifras notorias de rentabilidad financiera.

Ratios de gestión

Finalizaremos este análisis comparativo de ratios financieras, de rentabilidad y de gestión con la revisión de los períodos medios de maduración económica (PMME) y financiera (PMMF), que se muestran en el Gráfico 14 y cuyo procedimiento de cálculo se muestra en el Anexo X (ecuaciones 39 a 44).

Gráfico 14. Período medio de maduración económica (PMME) y financiera (PMMF) para el Grupo ACS y su competencia directa en el período 2019-2023 (días)



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

Al respecto, conviene señalar que las partidas incluidas en el cálculo de los períodos medios de cobro y pago no se ajustan por el IVA, dada la distribución geográfica de los ingresos de las empresas seleccionadas, que provienen en buena medida de EE. UU. y Europa Occidental (particularmente Francia, en el caso de Vinci y Bouygues). Al respecto, es preciso tener en cuenta que i) el IVA no existe en EE. UU. y su equivalente (*sales tax*) acostumbra a estar exento de aplicación en las obras de construcción, ii) los trabajos relacionados con las infraestructuras públicas se encuentran exentos de IVA en Francia y iii) en España y otros países europeos (como Alemania, por ejemplo) es aplicable la figura impositiva de la inversión del sujeto pasivo a las obras de construcción. De una primera observación se desprende que ACS destaca sobre su competencia en lo que se refiere a la gestión del ciclo operativo, habida cuenta de que cuenta con el período medio de maduración económica más corto y presenta un período medio de maduración financiera negativo de forma sostenida. No obstante, conviene profundizar en mayor medida en este análisis comparativo.

En primer lugar, se comprueba que el ciclo económico (almacenamiento de existencias, producción, certificación de la obra ejecutada y cobro) de ACS es el más corto del sector, con duraciones que en la actualidad rondan los 90 días. En el lado opuesto de la balanza se sitúa Acciona, con un ciclo económico que se prolonga durante cerca de un año. Al respecto, parece oportuno señalar que el negocio de Acciona cuenta con una importante exposición a las infraestructuras de energía, tanto en su vertiente de generación (infraestructuras de generación de energía eléctrica), como de fabricación de aerogeneradores (a través de su participación en Nordex); puede deducirse de lo anterior, pues, la distinta naturaleza de este tipo de negocios en lo que respecta, en particular, a los prolongados períodos medios de almacenamiento de existencias (ver anexo IX, Tablas A50 a A54). Algo menor, aunque así mismo prolongado, es el ciclo económico de Ferrovial, con duraciones que superan en la actualidad los 200 días. Al igual que en el caso de Acciona, estos valores se explican por su elevado período medio de almacenamiento de existencias, si bien, a diferencia del caso de ACS y a la vista de la naturaleza de su negocio, en el que predomina la construcción de infraestructuras, esto puede deberse a una gestión inadecuada de los aprovisionamientos. En el caso de Vinci y Bouygues, se observan ciclos económicos con duraciones que oscilan entre 100 y 140 días, aunque con una clara tendencia descendente que podría apuntar a una mejora en la gestión de aprovisionamientos y períodos de cobro.

En lo que concierne al período medio de maduración financiera, se aprecian diferencias notables entre las empresas analizadas (Gráfico 14). En primer lugar, se comprueba que Acciona cuenta con períodos de caja considerablemente superiores a los del resto de las empresas consideradas en la comparativa sectorial (en torno a 180 días), situación que se extiende a lo largo de todo el

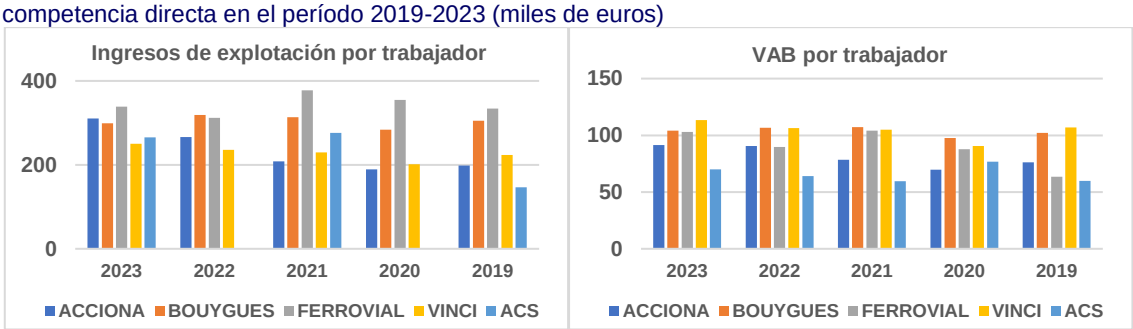
período objeto de estudio. Por otro lado, y de igual manera a lo observado en el período medio de maduración económica, el menor valor de la comparativa sectorial corresponde a ACS, que se sitúa en negativo durante todo el período objeto de estudio. Se concluye, por tanto, que la gestión del ciclo operativo de ACS es uno de sus puntos fuertes, en tanto en cuanto permite que sean sus proveedores quienes financien la operativa de la empresa, reduciendo las necesidades de financiación a corto plazo e incluso generando excedentes de tesorería que pueden ser eventualmente reinvertidos. Para corroborar esta hipótesis, basta con observar la relación entre el resultado financiero y la cifra de negocios de las empresas consideradas en esta comparativa sectorial (ver Anexos IV a VIII), de lo cual se deduce que ACS presenta el segundo valor medio más alto a lo largo del período 2019-2023, muy próximo al de Bouygues y por encima del de Ferrovial, Acciona y Vinci. Teniendo en cuenta el elevado nivel endeudamiento de ACS, parece razonable postular que su excelente gestión del ciclo operativo le permitiría mejorar su resultado financiero gracias a la reinversión de los excedentes de tesorería generados.

En suma, tenemos que el Grupo ACS i) opera con un fondo de maniobra holgadamente superior al de su competencia, exceptuando Ferrovial, ii) presenta una rentabilidad económica inferior a la de sus competidores, a excepción (nuevamente) de Ferrovial, la cual se ha reducido sensiblemente si tomamos como referencia el ejercicio 2019, iii) presenta una rentabilidad financiera elevada con relación a su competencia, si bien se ha visto reducida igualmente con relación al ejercicio 2019 y iv) dispone de los mejores indicadores de gestión del ciclo operativo del sector, al contar con un período medio de maduración económica en torno a 90 días y un período medio de maduración financiera negativo.

3.2.4. Análisis por número de empleados

Con el objetivo de dotar de un enfoque complementario a la comparativa sectorial efectuada en los epígrafes precedentes se realiza, a continuación, un análisis normalizado en base al número de empleados de cada una de las empresas consideradas. Concretamente, se normalizarán con arreglo a lo indicado los ingresos de explotación y el valor agregado bruto. El motivo por el que se han escogido estas dos variables y no otras es que uno de los aspectos analizados en el capítulo 1 del presente trabajo es la estructura del sector de la construcción, dos de cuyos elementos característicos se consideran la producción y el valor agregado bruto (VAB) por trabajador. Los datos correspondientes al sector de la construcción en España para el año 2022 se muestran en el Anexo II (Gráfico A3). Utilizando estas magnitudes se consigue extender la comparativa entre las empresas analizadas al conjunto del sector de la construcción en España. Los valores correspondientes a las cinco empresas analizadas durante el período 2019-2023 se muestran en el Gráfico 15.

Gráfico 15. Ingresos de explotación y valor agregado bruto (VAB) por empleado para el Grupo ACS y su competencia directa en el período 2019-2023 (miles de euros)



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

En cuanto a los ingresos por empleado, existen diferencias significativas entre empresas, además de variaciones considerables a lo largo del período objeto de estudio. Así, la empresa que es capaz de generar un mayor volumen de ingresos por trabajador es Ferrovial. La explicación a este hecho podría deberse a un mayor peso de la subcontratación en relación con el resto de sus competidores. En el lado opuesto se sitúa Vinci, mientras que Acciona, Bouygues y ACS se encuentran en una posición intermedia. Estas diferencias podrían deberse a la acción combinada del peso de la subcontratación en la estructura productiva de la empresa (un mayor volumen de subcontratación estaría correlacionado con un menor número de empleados) y la distinta naturaleza de los negocios de cada empresa (así, la construcción de infraestructuras

requiere un menor número de empleados para generar una unidad monetaria de ingresos que la energía, cuyos procesos productivos tienden a ser más intensivos en mano de obra). Si tomamos como referencia la producción por trabajador en España en el año 2022, tenemos que asciende a 250 mil euros para el subsector de la ingeniería civil (ver Anexo II, Gráfico A3), el cual debería servir como punto de comparación. En dicho ejercicio todas las empresas consideradas en esta comparativa sectorial superan esta cifra, a excepción de Vinci, probablemente condicionada por la influencia de su negocio industrial y de energía (en torno al 40% de su cifra de negocio).

Por lo que respecta al valor agregado bruto, resulta oportuno definir de manera concisa cuál es su contenido. Así, el valor agregado bruto se calcula como la diferencia entre la producción bruta (ingresos de explotación) y los consumos intermedios (consideramos, en este caso, aprovisionamientos, otros gastos de explotación, servicios externos, subcontratación y otras partidas equivalentes). En todo caso, el valor agregado bruto incorpora salarios, beneficios empresariales, amortizaciones e impuestos indirectos, y se considera una medida de la eficiencia en el uso de los factores de producción, motivo por el cual su relación con el número de trabajadores se define como productividad del trabajo. En definitiva, según se desprende del Gráfico 15, la productividad del trabajo de ACS es menor que la de sus competidores, con un promedio de 66 mil euros anuales en el período 2019-2023. Las empresas con mayor productividad del trabajo son las de origen francés (Vinci y Bouygues), con valores medios de 104 mil euros anuales. La evolución de esta magnitud a lo largo del período objeto de estudio ha sido claramente creciente en el caso de Acciona y Ferrovial, mientras que Vinci, Bouygues y ACS no han experimentado cambios muy relevantes. La variación experimentada en la productividad del trabajo tanto de Acciona como de Ferrovial puede deberse a la incorporación de negocios de mayor valor añadido (fabricación de aerogeneradores en el caso de Acciona y concesiones en el caso de Ferrovial), sin perder de vista la probable mejora de los procesos productivos y organizativos. En términos comparativos con el conjunto del subsector de ingeniería civil en España, tenemos que la productividad del trabajo en el año 2022 ascendió a 64 mil euros anuales, valor que coincide con el de ACS, siendo superiores en el caso de los restantes competidores.

En síntesis, tenemos que ACS se sitúa en la línea de sus competidores en términos de ingresos por trabajador, si bien muestra una productividad del factor trabajo notablemente inferior a la de su competencia directa, especialmente la que arrojan las francesas Vinci y Bouygues. Esto puede deberse a diferencias en la naturaleza de los proyectos desarrollados, en la tasa de rotación del personal o en el grado de automatización de los procesos. Sin embargo, si establecemos una comparación con el conjunto del subsector de ingeniería civil en España, se comprueba que ACS se encuentra prácticamente en la media sectorial, tanto en ingresos por empleado como en productividad del trabajo, pese a obtener la mayoría de sus ingresos en regiones más productivas, como EE. UU. o Australia.

3.3. Conclusiones del análisis sectorial

El sector de la construcción se caracteriza por su competitividad, que redunda en unos márgenes sobre ventas ajustados, su carácter cíclico, que se refleja en unos ingresos volátiles y difícilmente predecibles y por un importante grado de dependencia de la inversión del sector público. Para mitigar los riesgos que de ello se derivan, tanto el Grupo ACS como sus principales competidores han optado, tras un incipiente crecimiento original en su mercado interior precedido por la expansión de grandes proyectos de ingeniería civil, por implementar estrategias de diversificación, tanto geográficas como de áreas de actividad. A la vista de este contexto, con el fin de realizar un análisis económico-financiero preciso del sector, se han seleccionado algunas de las principales empresas de construcción a nivel global, siguiendo criterios de cifra de negocios, número de empleados, diversificación geográfica y diversificación de áreas de negocio.

Así, en cuanto a la evolución de los ingresos de explotación, el análisis sectorial nos muestra que, tras la contracción de los ingresos producida en 2020, el período 2021-2023 ha permitido una expansión del volumen de negocio del sector. Los ambiciosos planes de inversión en infraestructuras implementados por la UE (*NextGenerationEU*) y EE. UU. (*Infrastructure Investment and Jobs Act*) pueden haber contribuido de manera significativa. Sin embargo, se observa que el Grupo ACS no habría aprovechado esta circunstancia, al haberse visto reducidos sus ingresos después del período 2019-2023. A este respecto, parece deducirse que el equipo

directivo se encuentra a la espera de localizar oportunidades de inversión en proyectos concesionales, así como de irrumpir en el negocio de los centros de datos (*data centers*), por ser donde estiman que se encuentran las mejores oportunidades.

El sector de la construcción cuenta con una estructura de márgenes bajos (Fernández Pérez, 2003). En el análisis efectuado se comprueba que los márgenes sobre ventas de las empresas seleccionadas son, en general, ajustados (por debajo del 10%), aunque se aprecian dos niveles claramente diferenciados: por un lado, Vinci y Acciona, con márgenes de entre el 8 y el 10%, frente a Ferrovial, ACS y Bouygues, con márgenes por debajo del 5%. Esta diferencia puede deberse a la naturaleza de los negocios que generan ingresos en cada empresa, a la vista de la mayor ponderación de la energía en Acciona y la fuerza de las concesiones en Vinci, negocios ambos que generan unos márgenes operativos superiores a los de la construcción.

Por otro lado, se observan importantes diferencias en las estructuras económica (activo) y financiera (pasivo y patrimonio neto) de las empresas analizadas. Así, en general se aprecia una mayor ponderación del activo no corriente, compatible con una estructura empresarial en la que tiene una especial relevancia la inversión en inmovilizado; tal puede ser el caso de Vinci, que cuenta con una importante cartera de activos concesionales, o de Acciona, que ostenta una división de fabricación de aerogeneradores. En el caso del Grupo ACS la situación es inversa, lo cual es indicativo de un menor volumen de inmovilizado e inversiones. Esto puede suponer una ventaja en caso de recesión y caída de ingresos, al contar con mayor facilidad para adaptar las inversiones al volumen de negocio. De manera análoga, en general prima en el sector la financiación a largo plazo (patrimonio neto y pasivo no corriente), situación igualmente inversa en el caso de ACS. Esta situación se considera de riesgo para ACS, en la medida en que es preferible alargar los vencimientos de la deuda para dotar de mayor solvencia al balance. Así mismo, la contribución de los fondos propios a la estructura financiera se sitúa en torno al 25% en el promedio del sector, mostrando ACS un porcentaje notablemente inferior; pese al riesgo que esto acarrea, se trata de un factor que contribuye a mejorar su rentabilidad financiera.

Otro de los rasgos característicos que se deduce del análisis sectorial realizado es el reducido fondo de maniobra con el que operan las empresas analizadas, que en algunos casos llega a ser incluso negativo. Además, los niveles de endeudamiento observados son, por lo general, elevados; esto, unido a una alta relación entre deuda y capacidad de generación de efectivo, da cuenta del riesgo que asumen estas empresas ante un hipotético escenario de caída de márgenes. Este era uno de los factores de riesgo identificados en el análisis interno de ACS, si bien se comprueba que su situación no es especialmente peor que la del sector en su conjunto.

Por lo que respecta a la rentabilidad de las empresas analizadas, se observa que se encuentra en la línea de lo común en el sector de la construcción, esto es, rentabilidad sobre activos entre el 4% y el 8% y rentabilidad sobre fondos propios entre el 8% y el 15%. Destacan, no obstante, las rentabilidades financieras de Vinci y ACS, que se sitúan más próximas al entorno del 15%, gracias a unos mayores márgenes (Vinci) y a un elevado apalancamiento financiero (ACS). Una vez más, conviene destacar el riesgo que asume ACS para alcanzar cifras notables de rentabilidad financiera a causa de su elevado nivel de apalancamiento financiero.

Los ciclos operativos observados en el sector son de duración larga (entre 120 y 300 días), lo cual es coherente con la ejecución de proyectos complejos y de gran envergadura. En esta faceta destaca especialmente ACS, que sitúa su ciclo operativo en unos 100 días, probablemente como consecuencia de una adecuada gestión de aprovisionamientos, obtención de anticipos de sus clientes y cobro mediante hitos intermedios o avance de ejecución. El ciclo de caja del sector es positivo, en general, lo cual acarrea una necesidad de financiación a corto plazo. La excepción la constituye nuevamente ACS, que muestra un ciclo de caja negativo, con la consiguiente disminución de las necesidades de financiación a corto plazo. Esto supone una evidente ventaja para ACS con relación a sus competidores, derivada de una adecuada gestión operativa.

Finalmente, si ampliamos el espectro de comparación hacia el conjunto del sector de la construcción en España, se aprecia entre las empresas analizadas una mayor generación de ingresos por trabajador, así como una mayor productividad del factor trabajo. Esto puede ser indicativo de empresas mejor gestionadas que operan en áreas geográficas más productivas que generan, por consiguiente, mayor valor añadido.

3.4. Análisis DAFO económico-financiero

En base a la información mostrada en los apartados anteriores en relación con el análisis económico-financiero tanto interno como sectorial, y a las principales conclusiones extraídas de ellos, se elabora la matriz DAFO del Grupo ACS, que se encuentra a continuación (Gráfico 16).

Gráfico 16. Matriz DAFO para el Grupo ACS

ANÁLISIS DAFO		
FACTORES INTERNOS	**DEBILIDADES (-)** • **D1**. Disminución de márgenes operativos en el medio plazo (2019-2023). • **D2**. Disminución de la rentabilidad económica en el medio plazo (2019-2023). • **D3**. Elevado nivel de endeudamiento (financiación ajena) en relación con los fondos propios. • **D4**. Moderada rentabilidad sobre los fondos propios (rentabilidad financiera), sustentada sobre un elevado apalancamiento financiero. • **D5**. Efecto negativo, a corto plazo, de la venta de la división industrial. • **D6**. Negocio ampliamente vinculado a la inversión pública y, en consecuencia, expuesto a la arbitrariedad de las decisiones políticas.	**FORTALEZAS (+)** • **F1**. Excelente gestión del ciclo operativo, sustentado en gestión de aprovisionamientos y certificaciones según avance de obra. • **F2**. Reducción de la necesidad de financiación ajena a corto plazo, al operar con PMMF negativo. • **F3**. Negocio con elevada capacidad de generación de caja. • **F4**. Balance equilibrado, con fondo de maniobra positivo. • **F5**. Posicionamiento en mercados con elevada inversión en infraestructuras a través de empresas consolidadas (Turner, Cimic, Dragados, Hochtief). • **F6**. Gestión del riesgo basada en exposición a mercados desarrollados, estables y con un marco jurídico robusto.
FACTORES EXTERNOS	**AMENAZAS (-)** • **A1**. Tipos de interés elevados, lo cual se refleja en el elevado tipo de interés medio de la deuda. • **A2**. Entorno de elevada competencia, que incide negativamente en los márgenes de edificación e ingeniería civil. • **A3**. Potencial expansión de constructoras de capital chino hacia mercados clave para el grupo (Norteamérica, Australia, Europa Occidental). • **A4**. Fuerte incremento de precios de materias primas, en un negocio intensivo en consumo de materiales de construcción. • **A5**. Escasez de mano de obra especializada, con potencial impacto en costes salariales.	**OPORTUNIDADES (+)** • **O1**. Posición de tesorería muy favorable, que facilita un potencial crecimiento (orgánico y/o inorgánico). • **O2**. Entorno macroeconómico favorable a la inversión en infraestructuras en el marco del paradigma de la movilidad sostenible, la transición energética y la digitalización de la economía. • **O3**. Grado de apalancamiento operativo (GAO) elevado, que sitúa al grupo en una posición ventajosa ante un potencial incremento de las ventas. • **O4**. Posicionamiento adecuado (Abertis y CPP) ante el potencial crecimiento del negocio de concesiones, que debe mejorar la previsibilidad y recurrencia de los ingresos.

Fuente: Elaboración propia

Del análisis DAFO realizado se desprende que el Grupo ACS cuenta con importantes fortalezas, tales como su elevada capacidad de generación de caja, su excelente gestión del ciclo operativo o un buen sistema de gestión del riesgo, que lo posicionan como uno de los principales jugadores a nivel global en el sector de construcción y explotación de infraestructuras. Aprovechando estas fortalezas, existe una importante oportunidad para el Grupo ACS tanto de crecimiento como mejora de márgenes y rentabilidad, aspectos en los que ha quedado el grupo ha quedado levemente rezagado con respecto a sus principales competidores. Sin embargo, existen algunas debilidades a las que debe poner coto, tales como la asignación de capital, dado el aparente error que ha supuesto la venta de la división industrial llevada a cabo en 2021, o la diversificación hacia sectores dominados por la inversión privada. Las principales amenazas, por su parte, provienen del entorno macroeconómico (tipos de interés altos, altos precios de las materias primas y escasez de mano de obra cualificada) y de la fuerte competencia, destacando la irrupción de las empresas chinas en los grandes proyectos internacionales del sector (Morán, 2024). Ante este escenario, el grupo debe afinar sus políticas de gestión de la deuda, aprovisionamientos y recursos humanos, además de apostar por áreas geográficas y nichos de negocio en los que la pueda contar con ventajas competitivas ante la pujante competencia de las grandes empresas constructoras de capital chino.

4. SÍNTESIS DE LA SITUACIÓN ACTUAL, EVOLUCIÓN RECIENTE Y POSICIONAMIENTO SECTORIAL DE GRUPO ACS

4.1. Situación actual y evolución reciente

Uno de los factores más valorados a la hora de analizar la cuenta de resultados de empresas como el Grupo ACS es el crecimiento de los ingresos. Según se desprende del análisis realizado, pese a que su evolución es positiva en el corto plazo, el grupo no consigue alcanzar los niveles del año 2019, que constituyen el máximo del período analizado. Así, en los ejercicios 2020 y, especialmente, 2021, la caída de ingresos es considerable, acumulando un descenso superior al 30%. La recuperación experimentada en los ejercicios 2022 y 2023 es notoria, al tiempo que insuficiente. Entre los factores que pueden haber influido en esta situación cabe destacar, de un lado, las dificultades derivadas de las restricciones puestas en marcha para contener el avance de la pandemia de covid-19 en 2020 (con el consiguiente retraso en la ejecución de las obras contratadas) y, de otro, la venta de la división industrial en 2021, que venía aportando más del 15% de los ingresos del grupo.

El alto grado de apalancamiento operativo (GAO) del grupo es un arma de doble filo que, al igual que supone un efecto multiplicador positivo para el resultado de explotación (BAII) en caso de crecimiento de las ventas, tiene el efecto opuesto en fases de contracción de los ingresos. En el contexto señalado, se aprecia una fuerte caída del resultado de explotación en los ejercicios 2020 y 2021, acompañada de una severa contracción del margen de explotación. Del mismo modo que la cifra de ingresos, el resultado y el margen de explotación mejoran en 2022 y 2023 (en torno al 3%), aunque sin aproximarse a los niveles de 2019 (en torno al 6%). La venta de la división industrial puede haber jugado un papel importante en este ajuste de márgenes, habida cuenta de que esta aportaba un margen notablemente superior al del área de construcción. Así mismo, el proceso inflacionario que se inició en la segunda mitad del año 2020, reflejado en un fuerte incremento del precio de las materias primas, sin duda jugó un papel significativo en la reducción de márgenes experimentada por el grupo (conviene recordar, al respecto, que los aprovisionamientos suponen más del 60% del total de gastos de explotación).

El análisis de la situación financiera del grupo mediante ratios muestra una situación de elevado apalancamiento financiero, siendo destacable el desequilibrio existente en la proporción entre recursos propios y ajenos (prueba de ella la encontramos en un coeficiente de apalancamiento superior a 3x y una ratio de deuda sobre patrimonio neto superior a 5x). Así mismo, el tipo de interés medio de la deuda muestra un crecimiento sostenido que, unido al elevado apalancamiento financiero, genera un riesgo notable ante una prolongación del actual escenario de tipos de interés al alza o un hipotético escenario futuro de restricciones crediticias. Sin embargo, el criterio del equipo gestor a este respecto es algo distinto, al considerar “adecuado” su nivel de apalancamiento (Grupo ACS, 2023, p. 116); se trata, en todo caso, de una cuestión de criterio, derivada de tomar como base de cálculo el endeudamiento neto (esto es, deduciendo el efectivo y equivalentes). Como aspectos positivos en este ámbito conviene destacar el adecuado equilibrio existente entre las estructuras financiera y económica del grupo, que se pone de manifiesto en i) un fondo de maniobra de signo positivo, que sugiere que el grupo cuenta con capacidad tanto para cubrir con holgura sus obligaciones a corto plazo como para financiar sus activos no corrientes con recursos a largo plazo, y en ii) una ratio de regla de oro superior a la unidad, que sugiere una situación de solvencia notable al encontrarse los activos no corrientes financiados con recursos de largo plazo.

A pesar de los riesgos que conlleva el apalancamiento financiero (elevado según nuestros cálculos), se comprueba que contribuye notablemente a la hora de alcanzar niveles de rentabilidad financiera destacados (en torno al 15% en la actualidad). Sin embargo, se observa una disminución sustancial con relación al nivel de 2019 (en torno al 30%), lo cual sugiere que los accionistas podrían exigir un retorno para su inversión superior al actual. En cuanto a la rentabilidad económica, se observa una reducción paralela a la del resultado de explotación, dada la reducción de márgenes experimentada por el grupo en el período analizado. La recuperación de los niveles de rentabilidad económica y financiera del ejercicio 2019 pasan, inexorablemente, por una mejora del margen de explotación, al haberse identificado este como el factor más relevante en la evolución negativa de las magnitudes referidas.

Por lo que respecta a la evolución del patrimonio neto del grupo, cabe señalar que en su conjunto no ha experimentado una variación destacable a lo largo del período 2019-2023, con un incremento de apenas un punto porcentual sobre el conjunto de su estructura financiera. Esto se debe, en buena medida, a la política de recompra de acciones propias que se viene aplicando desde inicios del año 2020, y que constituye un modo alternativo de retribución al accionista. Sin embargo, sí se observa en el período analizado un leve crecimiento del patrimonio neto atribuido a la sociedad dominante, de lo cual se deduce que el resultado generado se habría aplicado, parcialmente, en mejorar el nivel de capitalización del grupo.

A pesar de la disminución en la rentabilidad que ha experimentado el grupo en el período 2019-2023, se comprueba que su capacidad de generación de efectivo se mantiene vigente. Tanto es así que el saldo de efectivo y equivalentes del grupo se ha incrementado en más de 2.000 millones de euros en este período, siendo el flujo procedente de las actividades de explotación positivo en todos los ejercicios analizados. En este sentido, la gestión del ciclo operativo es, sin lugar a duda, uno de los puntos fuertes del Grupo ACS. Así, las empresas del grupo consiguen, en un negocio de ciclo largo (los plazos de ejecución de los proyectos de construcción de infraestructuras acostumbran a superar los 24 meses), poner el ciclo de caja de su lado, alcanzando períodos medios de maduración financiera negativos gracias a la gestión de aprovisionamientos, la obtención de anticipos de clientes, el cobro por hitos o ejecución parcial y la política de pagos a proveedores. Esto permite reducir la necesidad de financiación a corto plazo, generando incluso excedentes de liquidez que pueden ser reinvertidos.

4.2. Posicionamiento sectorial

El Grupo ACS, a través de una sólida estrategia de crecimiento inorgánico, se ha convertido en una de las principales empresas constructoras a nivel global; prueba de ello es que, en la actualidad, ocupa la posición undécima en la clasificación del informe *Global Powers of Construction* (Parada, 2024), únicamente superada por empresas chinas y las francesas Vinci y Bouygues. Hoy en día, la actividad de las empresas del grupo se centra, principalmente, en proyectos de construcción y explotación de infraestructuras; para poner el foco en este tipo de proyectos, el grupo decidió acometer un proceso de desinversión en el negocio industrial, que se culminó en el año 2021. Es preciso señalar, al respecto, que esta estrategia diverge en cierto modo de las implementadas por algunos de sus principales competidores, que mantienen importantes inversiones en el área industrial y en la energía. Conocidas las características estructurales del sector de la construcción (ciclicidad, bajos márgenes, elevado nivel de competencia, importantes necesidades de financiación), el Grupo ACS persigue construir una ventaja competitiva basada en el *know-how* orientado a grandes obras de ingeniería, al acceso de pocas compañías a nivel global, agregando la capacidad de gestionar la explotación de la infraestructura resultante durante cierta parte de su vida útil. En un mercado donde existen miles de empresas potencialmente competidoras y apenas unos pocos compradores con capacidad financiera suficiente para promover obras de gran envergadura (generalmente, administraciones públicas), es preciso adoptar un posicionamiento estratégico que permita excluir a la mayoría de la competencia. No en vano, el número medio de ofertantes en los proyectos a cuya licitación concurren las empresas del Grupo ACS es reducido, de tal suerte que mercados como el de la colaboración público-privada no pueden considerarse como plenamente competitivos (Roumboutsos, 2020).

El grupo de comparación escogido, a efectos de análisis sectorial, incluye dos de las principales constructoras a nivel global (Vinci y Bouygues) y dos de las mayores constructoras españolas después de ACS (Acciona y Ferrovial). Se trata, en todo caso, de empresas de gran tamaño, con volúmenes de negocio similares a los del Grupo ACS. Además, todas ellas cuentan con negocios ampliamente diversificados geográficamente y poseen estrategias homologables en lo referente a áreas de actividad, por lo que acostumbran a competir por ser adjudicatarias de los mismos contratos con asiduidad. En lo referente a la evolución del negocio del grupo de comparación escogido, tal y como se expone en el presente trabajo, se aprecia una nota común a las cinco empresas en la medida en que el ejercicio 2020 supuso un notable descenso de ingresos, márgenes y rentabilidad; la disminución de ingresos se debe a retrasos en la ejecución de los proyectos (a causa de las restricciones que se adoptaron por la pandemia de covid-19) y la reducción de márgenes y, en consecuencia, de la rentabilidad, viene precedida por los sobrecostes provocados por dichos retrasos, que implicaron unos mayores gastos de personal.

Sin embargo, la recuperación experimentada en los ejercicios 2022 y 2023 por ACS es menor que la de sus competidores, a causa de la venta de la división industrial y del incremento de precios de las materias primas. A este respecto, conviene destacar la lógica diversidad de márgenes de explotación entre aquellas empresas en las que el grueso de los ingresos procede de las infraestructuras (en torno al 3%, como es el caso de ACS) y aquellas en las que los servicios industriales o la energía tienen un peso destacado (en torno al 8%, como es el caso de Vinci o Acciona). A pesar de ello, el posicionamiento sectorial en cuanto a rentabilidad financiera de ACS es óptimo (en torno al 15%), si bien esto es consecuencia de un elevado apalancamiento financiero, con el riesgo que ello conlleva. En lo relativo a la estructura financiera, ACS se posiciona en la línea de sus competidores en tanto que muestra niveles de endeudamiento elevados con una participación escasa de los recursos propios (coeficientes de apalancamiento entre 2 y 4). Sin embargo, la correspondencia entre estructura financiera y económica de ACS es adecuada en relación con sus competidores, a la vista del fondo de maniobra (positivo) y la ratio de regla de oro (superior a 1). En cuanto a la gestión del ciclo operativo, ACS destaca sobre sus competidores, habida cuenta de que sitúa la duración de su ciclo operativo por debajo de la media sectorial (en torno a 100 días) y alcanza un período de maduración financiera negativo, claramente inferior al de su competencia.

5. CONCLUSIONES, PERSPECTIVAS FUTURAS Y RECOMENDACIONES

5.1. Conclusiones

Tras la realización del análisis económico-financiero del Grupo ACS y el consiguiente análisis del sector de la construcción de infraestructuras, se exponen las conclusiones que permiten dar respuesta a la pregunta clave inicialmente formulada y que representa el objetivo principal de este trabajo: **"La estrategia actual del Grupo ACS, precedida por la desinversión en los negocios industriales y de servicios para apostar por proyectos que abarquen el ciclo de vida completo de las infraestructuras (diseño, construcción y operación), ¿ha tenido un impacto positivo en su rentabilidad?".**

A propósito de la estrategia del Grupo ACS, cabe señalar que históricamente se ha basado en la integración de empresas competidoras, a través de fusiones o de adquisiciones. Esta estrategia ha ido adaptándose a los tiempos, evolucionando desde un negocio centrado por completo en la construcción para, posteriormente, iniciar un proceso de diversificación a través de la integración de empresas industriales y de servicios, mientras continuaba la integración de constructoras líderes en sus áreas geográficas respectivas. En los últimos años, sin embargo, la estrategia corporativa ha tomado un nuevo rumbo, con una apuesta decidida por los proyectos que comprenden el ciclo de vida completo de las infraestructuras, esto es, el diseño, la construcción y la explotación. La consecuencia de ello ha sido la compra de una participación del 50% en la concesionaria Abertis (en 2018), la venta del 100% de la división industrial (en 2021) y la venta de una de sus filiales de servicios (Urbaser, en 2016).

Una vez contextualizada la estrategia corporativa del Grupo ACS de acuerdo con su evolución temporal, podemos determinar su influencia sobre la rentabilidad de la empresa, dando así cumplida respuesta a la pregunta clave formulada. Si nos ceñimos a la observación del período 2019-2023, podemos apreciar un declive generalizado de las principales métricas analizadas (ingresos, resultado de explotación, márgenes, rentabilidad, generación de caja) en el ejercicio 2020 que, además, se encuentra en sintonía con la evolución que ha experimentado el elenco de competidores analizado. Los sobrecostes derivados del incremento de precio de las materias primas y los retrasos en el plazo de ejecución de las obras, como consecuencia de las restricciones impuestas por los diversos gobiernos para contener la expansión de la pandemia de covid-19, serían los principales causantes. Sin embargo, la principal diferencia que se observa entre el Grupo ACS y sus competidores en este aspecto es que no consigue recuperar los niveles de ventas, márgenes y rentabilidad en los ejercicios 2021 y sucesivos, como sí lo hacen sus principales competidores. En este caso, los factores que podrían explicar esta divergencia tendrían que ver con la persistencia del elevado precio de las materias primas (conviene recordar, al respecto, que los aprovisionamientos suponen en torno al 60% de los gastos de explotación

del Grupo ACS, muy por encima de sus competidores) y con la venta de la división industrial, que aportaba unos márgenes superiores a los del área de construcción. En suma, el análisis realizado muestra que el impacto de esta estrategia sobre la rentabilidad empresarial de ACS en el corto plazo ha sido negativo, al haberse reducido a la mitad, entre 2019 y 2023, los niveles de rentabilidad económica (de un 6% a un 3%) y financiera (de un 30% a un 16%), mientras algunos de sus principales competidores mantenían o mejoraban estas métricas.

En definitiva, se desprende del análisis efectuado que han sido varios los factores que han influido negativamente en la rentabilidad (económica y financiera) del Grupo ACS, tal y como se ha expuesto anteriormente. Sin embargo, es evidente el impacto negativo que ha tenido en el corto plazo la venta de la división industrial, que constituye parte nuclear de la estrategia corporativa actual del grupo. Así mismo, no parece que la contribución de los proyectos de construcción y explotación de infraestructuras ya sea a través de esquemas de participación público-privada o de concesiones, hayan tenido una influencia suficiente como para compensar el efecto negativo de la desinversión en el negocio industrial.

5.2. Perspectivas futuras

A pesar del traspié que ha sufrido la rentabilidad del Grupo ACS en los ejercicios 2020 y 2021, especialmente, y las dificultades experimentadas para recuperar los niveles previos a este bienio, la línea estratégica trazada por el equipo directivo es clara: reforzar el posicionamiento en las áreas de construcción y concesiones, mitigando de este modo el riesgo derivado de la ciclicidad intrínseca del sector de la construcción, con una diversificación geográfica centrada en mercados desarrollados (Europa y Norteamérica, esencialmente) y con una acentuada expansión hacia infraestructuras de alto valor añadido (tecnologías de la información y la comunicación, transición energética, movilidad sostenible y minerales críticos). En este sentido, es evidente que los resultados de la apuesta realizada difícilmente pueden cristalizar en un horizonte tan próximo como el analizado en el presente trabajo (cinco años), máxime cuando los cambios fundamentales del plan estratégico solo han sido plenamente operativos a partir del ejercicio 2022. En todo caso, los objetivos fijados para el período 2024-2026 pasan por situar los ingresos en el rango comprendido entre 43 y 48 mil millones de euros (entre un 20% y un 30% más que en 2023), el beneficio neto entre 850 y 1.000 millones de euros (entre un 40% y un 70% más que en 2023) y el flujo de efectivo de las actividades de explotación acumulado entre 3,3 y 4 mil millones de euros, lo cual supondría entre un 60% y un 80% más que en el trienio anterior (Grupo ACS, 2024). La cartera de pedidos, que ha experimentado un crecimiento cercano al 7% en 2023 (Grupo ACS, 2023, p. 140) es el necesario punto de partida para alcanzar estos objetivos.

En todo caso, del análisis económico-financiero efectuado se desprende que los cimientos sobre los que debe sustentarse la estrategia corporativa son sólidos, al contar con un negocio intrínsecamente rentable, generador recurrente de caja, bien gestionado desde el plano operativo y con una posición de tesorería potente que debe servir como punta de lanza para acometer las inversiones oportunas en activos estratégicos. El contexto actual presenta notables oportunidades en este ámbito: elevada inversión pública en infraestructuras, incipiente crecimiento de infraestructuras de almacenamiento y procesamiento de datos (*data centers*), expansión de infraestructuras de generación de energía verde (especialmente en EE. UU. y Europa) y creciente demanda de minerales críticos (necesarios para la producción de dispositivos electrónicos, baterías o vehículos eléctricos, entre otros). La estrategia corporativa del Grupo ACS no es ajena a este escenario, siendo coherente la disposición a adoptar un posicionamiento en segmentos de construcción de alto valor añadido y en explotación de infraestructuras (concesiones), lo cual supone una evidente evolución del modelo de negocio tradicional del grupo, basado en proyectos de construcción de ingeniería civil, fundamentalmente. En definitiva, la previsible evolución del grupo en el futuro, en lo que concierne al análisis económico-financiero, se orientaría i) a la mejora de los márgenes operativos (y, en consecuencia, de la rentabilidad), gracias a la contribución de proyectos de construcción de contenido tecnológico, ii) disminución de la irregularidad de los ingresos derivada de la ciclicidad del sector de la construcción, a través de una mayor penetración en el sector concesional, y iii) reducción del riesgo de aparición de sobrecostes, inherente a la construcción, mediante una rotación hacia modelos de contratos basados en la prestación de servicios de ingeniería de alto valor añadido (*construction management*).

5.3. Recomendaciones

Una vez establecidas las conclusiones del análisis económico-financiero del Grupo ACS, se procede a exponer una serie de recomendaciones basadas en estrategias o acciones concretas que podría adoptar el equipo directivo de la compañía orientadas, en todo caso, a mejorar o potenciar algunos de los aspectos económico-financieros identificados en este trabajo. Para ello, se hace uso de un análisis CAME (corregir, afrontar, mantener, explotar), el cual puede encontrarse en el Anexo XIII (Gráfico A41), y que toma como punto de partida la matriz DAFO que se muestra en el Gráfico 16. Las principales conclusiones de este análisis se enumeran a continuación, si bien conviene señalar que, en términos económico-financieros, sitúan el foco en el crecimiento de los ingresos, la mejora de la rentabilidad a través del incremento de márgenes y la generación de caja, en consonancia con las líneas estratégicas definidas por la empresa.

De entre los cuatro tipos de estrategias que propone el análisis CAME (ofensivas, defensivas, de reorientación y de supervivencia) se considera que, dentro del contexto actual del Grupo ACS, puede encajar adecuadamente una combinación de estrategias ofensivas y de reorientación. Esto es debido a que nos encontramos ante una empresa con importantes fortalezas (consolidada, rentable y líder en determinados segmentos y áreas geográficas) que, al mismo tiempo, presenta ciertas debilidades (disminución de márgenes y rentabilidad, como consecuencia de la venta de la división industrial) que pueden ser compensadas gracias a las excelentes oportunidades a las que se enfrenta. Para ello, y a la vista de los resultados del análisis CAME realizado (Anexo XIII, Gráfico A41), se proponen dos acciones concretas:

i) Mejora de la rentabilidad económica, con el objetivo de recuperar los niveles previos a la venta de la división industrial (por encima del 6%). Una posibilidad es a través de la entrada en segmentos de alto valor añadido con mayores márgenes de explotación, como la construcción de infraestructuras de contenido tecnológico (estrategia de reorientación).
ii) Incremento de los ingresos de explotación, aprovechando el elevado grado de apalancamiento operativo actual para mejorar márgenes y rentabilidad. Una vía natural para implementar esta estrategia sería potenciando los proyectos mixtos de construcción y explotación de infraestructuras (esquemas concesionales y de colaboración público-privada), que podrían ser financiados mediante caja o deuda sin recurso (estrategia ofensiva).

La primera de las dos estrategias que se propone implementar tiene como finalidad la mejora de la rentabilidad económica del grupo, que se ha visto mermada, en buena medida, como consecuencia de la venta de la división industrial y constituye una de las principales debilidades identificadas en el análisis DAFO. Tal y como se ha señalado anteriormente, la rentabilidad económica del grupo se sitúa, actualmente, en torno al 3%, siendo en 2019 del doble (alrededor del 6%), cifra que alcanzan algunos de los principales competidores de ACS, como Vinci. El análisis efectuado en este trabajo muestra que la magnitud financiera sobre la que debe incidir esta estrategia es el margen sobre ventas, teniendo en cuenta que la rotación del activo apenas ha experimentado variación en el período objeto de estudio, además de que se encuentra por encima de los niveles que muestra la competencia. Una forma práctica de aplicación de esta estrategia podría ser la irrupción en segmentos de construcción de infraestructuras de alto valor añadido (por ejemplo, la construcción de centros de procesamiento y almacenamiento de datos), lo cual debería permitir incrementar el margen sobre ventas manteniendo la rotación de los activos (aspecto que constituye una de las principales fortalezas del grupo).

La segunda de las estrategias propuestas consiste en incrementar los ingresos de explotación que, tal y como se ha expuesto anteriormente, no han recuperado los niveles previos a la venta de la división industrial. Conviene tener en cuenta que un incremento de los ingresos, haciendo uso de la estructura organizativa vigente, permitiría al Grupo ACS incrementar los márgenes de explotación y, en consecuencia, la rentabilidad, gracias a su elevado grado de apalancamiento operativo (por encima de 8x). Una posibilidad para implementar esta estrategia pasaría por una mayor penetración en el segmento de construcción y explotación de infraestructuras, incidiendo sobre modelos de contratos basados en concesiones o colaboración público-privada. A diferencia de la propuesta anterior, que se cimentaba sobre una estrategia de crecimiento inorgánico, en este caso se plantearía una estrategia de crecimiento orgánico, apalancando este

crecimiento sobre los recursos y el *know-how* de las empresas del grupo. En el contexto político actual, en el que prevalecen los elevados niveles de deuda pública y déficit fiscal, los modelos de provisión de infraestructuras basados en la colaboración público-privada emergen como una "alternativa razonable", al tiempo que suponen una palanca "para mejorar la eficiencia del gasto público" (Instituto de Estudios Económicos, 2023). En todo caso, el potencial crecimiento de los ingresos en este campo debe venir acompañado i) de una política de contratación (desarrollo de negocio) basada en una selección de proyectos donde se identifiquen niveles de competencia limitados y ii) de una preferencia por las infraestructuras con bajo o nulo riesgo de demanda, garantizando así la recurrencia de los ingresos incluso en situaciones de crisis. En suma, mediante esta estrategia debería potenciarse un crecimiento de los ingresos acompañado de una mejora en la rentabilidad (tanto económica como financiera) con un riesgo acotado.

Finalmente, y como complemento de las dos estrategias principales expuestas anteriormente, se aportan algunas sugerencias estratégicas adicionales que, debidamente desarrolladas, deberían complementarlas con el fin de mejorar la rentabilidad y limitar los riesgos operativos:

- Disminución de la relación entre la financiación ajena y los fondos propios (apalancamiento financiero), a través de una ampliación de capital que permita incrementar la proporción de recursos propios dentro de la estructura financiera del grupo aprovechando, al mismo tiempo, la tendencia creciente de la cotización de los títulos bursátiles. Esto permitiría captar dinero del mercado, que podría destinarse a financiar estrategias de crecimiento y mejorar la relación entre recursos propios y ajenos, mitigando los riesgos que se derivan del excesivo endeudamiento actual.
- Puesta en marcha de una estrategia jurídica de reclamación de sobrecostes derivados de i) incrementos desproporcionados en el precio de las materias primas, ii) incrementos de plazo imputables al cliente o iii) modificaciones de proyecto, como consecuencia de cambios de diseño o cambios en los alcances. De esta manera, sería posible compensar (al menos, parcialmente) los sobrecostes generados en los ejercicios 2020 y 2021, principalmente, convirtiéndolos en ingresos de explotación con un coste incurrido previamente, permitiendo de esta manera mejorar el margen de explotación y la rentabilidad en el corto plazo.
- Impulsar planes de reducción de costes operativos, lo cual permitiría incrementar márgenes y rentabilidad. Esto podría llevarse a cabo a través de la inversión en automatización de procesos (lo cual tendería a reducir los gastos de personal, y podría acometerse gracias a la posición de tesorería actual) o de la optimización de los niveles de consumo de materias primas que, como se ha demostrado, son netamente superiores a los de la competencia.
- Utilizar el abundante exceso de tesorería no operativa para amortizar deuda, lo cual situaría al grupo en una posición de bajo riesgo como consecuencia de la reducción a la mínima expresión de su apalancamiento financiero (cabe señalar, a este respecto, que la relación entre deuda neta y fondos propios es inferior a 1,5x).

6. IMPLICACIONES ÉTICO-SOCIALES

6.1. Objetivos de desarrollo sostenible (ODS)

Los objetivos de desarrollo sostenible (ODS) constituyen un conjunto de 17 objetivos globales, establecidos en 2015 por la Asamblea General de las Naciones Unidas, orientados a "erradicar la pobreza, proteger el planeta y asegurar la prosperidad" (Organización de las Naciones Unidas, s.f.). En el noble fin de alcanzar estas metas se involucra a gobiernos, sector privado y sociedad civil, de lo cual se desprende que las empresas de capital privado, como es el caso del Grupo ACS, deberán contribuir a alcanzar los objetivos de desarrollo sostenible. Para ello, el Grupo ACS establece una política en materia de sostenibilidad que se plasma en el Plan Director de Sostenibilidad 2025, que "contribuye de manera sustancial a la consecución de 6 Objetivos de Desarrollo Sostenible prioritarios", vinculados todos ellos directamente con la actividad del grupo (Grupo ACS, 2023, p. 49). Los seis ODS sobre los que actúa la estrategia de sostenibilidad del Grupo ACS, junto con los factores en los que contribuye para alcanzar dichos objetivos, son los siguientes (Grupo ACS, 2023, pp. 257-259):

- **ODS 8 - Trabajo decente y crecimiento económico**. Para contribuir al desarrollo económico y social de los territorios donde operan las empresas del grupo, se fomenta la contratación de empleados y proveedores locales (98,1% y 89,5% del total, respectivamente). Además, el grupo potencia la seguridad y salud en el trabajo, así como la formación de sus empleados.
- **ODS 9 - Industria, innovación e infraestructura**. En el marco de su actividad de construcción, el grupo contribuye a la dotación de infraestructuras sostenibles y resilientes; prueba de ello es que el 39% de sus ventas en el año 2023 proceden de proyectos con certificaciones sostenibles. Así mismo, el grupo realiza una apuesta por la inversión en I+D+i, a cuyo fin ha dedicado más de 25 millones de euros en el año 2023.
- **ODS 10 - Reducción de las desigualdades**. La actividad de construcción de infraestructuras que el grupo lleva a cabo en países no desarrollados constituye un motor de reducción de desigualdades entre países, al contribuir de manera evidente a su desarrollo económico. Por otro lado, la empresa del grupo dedicada a los servicios (Clece) apuesta por la integración de personas integrantes de colectivos vulnerables, que representan en la actualidad el 8,5% del total de empleados del grupo. Finalmente, las empresas del grupo y la Fundación ACS han invertido más de 14 millones de euros en el año 2023, "encaminados a la reducción de desigualdades".
- **ODS 11 - Ciudades y comunidades sostenibles**. Entre las actividades de construcción específicas del grupo se distinguen la edificación sostenible, los sistemas de transporte público o los servicios de gestión de tráfico, todos ellos impulsores de la creación de ciudades más eficientes y sostenibles. Además, la participación en 58 proyectos de I+D relacionados con el desarrollo de materiales eficientes y ciudades sostenibles refuerzan la visibilidad del compromiso del grupo con este objetivo.
- **ODS 12 - Producción y consumo responsables**. Con el fin de fomentar la circularidad en el consumo de recursos, el grupo se fija un objetivo de destinar, como mínimo, el 80% de los residuos que genera a reutilización y reciclaje; este porcentaje se situó, en el año 2023, en un 88%, evidenciando el cumplimiento de dicho objetivo. Así mismo, el grupo "promueve la evaluación de sus proveedores en términos de sostenibilidad", más del 90% de los cuales han sido evaluados en los últimos tres años.
- **ODS 13 - Acción por el clima**. Dentro de su actividad, el grupo ha establecido medidas de reducción de las emisiones, que han alcanzado una disminución en torno al 30% con respecto al año 2019; en este sentido, el grupo cuenta con el compromiso de alcanzar la neutralidad climática. Por otro lado, el compromiso del grupo con el cambio climático se pone de manifiesto en su consumo de más de 62 GWh de energía procedente de fuentes renovables.

En todo caso, más allá de las medidas específicas implementadas por el grupo para contribuir al cumplimiento de los ODS anteriormente referidos en el marco de su actividad, que son cuantificables a través de indicadores de gestión y seguimiento, resulta evidente el impacto positivo que las infraestructuras que desarrollan las empresas del Grupo ACS tienen sobre la sociedad en términos de sostenibilidad y resiliencia (ODS 9), permitiendo la creación de ciudades y comunidades sostenibles (ODS 11) y reduciendo tanto el consumo de energía primaria procedente de fuentes no renovables como las emisiones que de ellas se derivan (ODS 12 y 13). Además, el desarrollo de una actividad económica que se plasma en unas ventas de más de 35 mil millones de euros en el año 2023, repartida en multitud de áreas geográficas, empleando a más de 135 mil personas, constituyen un evidente signo de contribución al crecimiento económico (ODS 8). Todos estos aspectos se encuentran alineados con la estrategia ESG (*Environmental, social and corporate governance*) del grupo, que gira en torno a tres aspectos clave: promover las infraestructuras sostenibles, integrar el talento especializado y diverso y una gobernanza comprometida con la sostenibilidad (Anexo XI, Gráfico A39).

6.2. Perspectiva de género

Si bien el sector de la construcción presenta un sesgo histórico hacia el género masculino, esta situación está siendo parcialmente revertida en los últimos años, gracias a la adopción de diversas medidas orientadas a fomentar la diversidad, en general, y la de género en particular. El Grupo ACS formaliza este compromiso estratégico con la diversidad de género a través de su Política de Diversidad, que se desarrolla en algunas acciones concretas como el programa de

promoción de talento femenino "*Female Leadership Development Program*" que desarrolla la empresa del grupo Cimic u objetivos específicos como el que establece Hocthief, que pretende que en 2025 la proporción de ingenieras en prácticas sea igual o superior al 35% de esta categoría, siendo en la actualidad apenas el 20% (Grupo ACS, 2023, p. 126).

No obstante, en lo que respecta a la distribución de empleados por género, así como las respectivas remuneraciones, se observa que todavía existe un largo camino por recorrer y que los sesgos de género tradicionales del sector de la construcción se mantienen en buena medida. Así, pese a que en el año 2023 un 55,5% de los empleados del grupo son del género femenino, existe una brecha salarial particularmente significativa entre hombres y mujeres tanto en las categorías de directivos y titulados universitarios (-24,5%) como de técnicos no titulados, asimilados y administrativos (-40,2%) que, aun estando condicionada por la heterogeneidad de perfiles incluidos en estas categorías (Grupo ACS, 2023, p. 129) debe fijarse como objetivo prioritario su reducción. Como dato positivo en este ámbito, cabe señalar que el 56,5% de las nuevas contrataciones de empleados efectuadas por empresas del grupo en el período 2021-2023 corresponden a mujeres (Grupo ACS, 2023, p. 248) y que la nueva estructura organizativa resultante tras la venta de la división industrial en 2021 invierte el desequilibrio existente entre número de empleados de género masculino y femenino.

Algunos de los aspectos destacables de la Política de Diversidad del Grupo ACS, en lo que respecta a la perspectiva de género, es el fomento de la integración de perfiles diversos en género, en las distintas áreas de negocio y niveles, o la preservación de un lenguaje neutro e inclusivo en las comunicaciones, tanto hacia el interior como hacia el exterior de la compañía.

VALORACIÓN

La elaboración de este trabajo culmina un reto personal que se inició hace siete años, cuando decidí iniciar los estudios de Grado en ADE. Una de las especialidades que más han despertado mi interés a lo largo de este periplo ha sido, sin lugar a duda, el análisis económico y financiero, motivo por el cual me decanté por centrar mi TFG en esta área de conocimiento. Más concretamente, decidí realizar un análisis enfocado en el sector de la construcción de infraestructuras por la influencia que sobre él ejerce la ingeniería, así como por la curiosidad que me despierta la posibilidad de profundizar en la comprensión de su funcionamiento y sus dinámicas.

El desarrollo de este TFG me ha permitido poner en práctica todos los conocimientos y habilidades adquiridos a lo largo del Grado, ya sean específicos o transversales, habiendo supuesto una labor ardua de lectura, búsqueda y filtrado de información, en primer lugar, y de análisis, estructuración de ideas y extracción de conclusiones, en segundo lugar. En particular, he tenido que poner especial énfasis en la capacidad de síntesis y en la selección de las ideas que pueden resultar más interesantes para el lector, dada mi propensión a extenderme en las argumentaciones y a navegar en digresiones que hacen perder el foco del objetivo principal del trabajo. Es de justicia agradecer sus consejos y orientación en este sentido a Fran González Pla, tutor de este TFG.

Así mismo, el trabajo realizado me ha permitido entender mejor la relevancia de las infraestructuras para el desarrollo y el bienestar de la sociedad, siendo un importante motor de actividad económica *per se*, al tiempo que generador de activos que posteriormente serán clave en las etapas productivas más próximas al consumo de bienes y servicios. De igual forma, he disfrutado tratando de encajar las piezas de las dinámicas competitivas del sector, conjeturando los motivos que llevan a las distintas empresas a alcanzar resultados divergentes.

Por último, debo aprovechar esta oportunidad para agradecer a mi familia el apoyo brindado durante estos años, con una mención especial a mi madre, por estar siempre ahí, y a mi mujer, Gloria, por los ratos que le he robado y que, a buen seguro, podremos recuperar en el futuro.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Acciona, S.A. (2023). *Cuentas anuales e informe de gestión consolidados ejercicio 2023*. Memoria del ejercicio terminado a 31 de diciembre de 2023 de Acciona, S.A. y sus sociedades dependientes.

Asociación Nacional de Constructores Independientes (2021). *Evolución de los precios de las materias primas y su impacto en las obras*. Servicio de Estudios ANCI.

Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (2020). *Infraestructuras de Transporte*. Evaluación del gasto público 2019.

Bouygues, S.A. (s.f.). *The Bouygues Group: About us. Key figures*. Recuperado el 25 de noviembre de 2024 de <https://www.bouyguesbatimentinternational.com/the-bouygues-group/>

Bouygues, S.A. (2023). *Notes to the consolidated financial statements 31/12/2023*. Bouygues, S.A.

Calderón, C. y Servén, L. (2014*). Infrastructure, Growth, and Inequality: An Overview*. World Bank Policy Research Working Paper No. 7034.

Cuadrado Roura, J.R, López Morales, J.M., Crecente Romero, F.J., León Navarro, M. y Pérez de Armiñán de la Serna, A. (2010). *El sector construcción en España: análisis, perspectivas y propuestas.* Colegio Libre de Eméritos.

elEconomista.es (2021). *ACS cierra la venta de su negocio industrial a Vinci por 4.902 millones de euros*. elEconomista.es / Europa Press. Recuperado el 3 de noviembre de 2024 de <https://www.eleconomista.es/empresas-finanzas/noticias/11547421/12/21/ACS-cierra-la-venta-de-su-negocio-industrial-a-Vinci-por-4902-millones-de-euros.html>

Europa Press (2018). *ACS y Atlantia se hacen con el 78,7% de Abertis con su OPA*. Europa Press. Economía y Finanzas. Recuperado el 3 de noviembre de 2024 de <https://www.europapress.es/economia/noticia-acs-atlantia-hacen-787-abertis-opa-20180514155138.html>

European Labour Authority (2024). *Report on labour shortages and surpluses 2023*. Publications Office of the European Union.

Ferrovial, S.A. (2023). *Estados financieros consolidados.* Informe anual integrado 2023. Ferrovial, S.A.

Ferrovial, S.A. (2021). *Estados financieros consolidados.* Informe anual integrado 2021. Ferrovial, S.A.

Grupo ACS (2005). *Estrategia corporativa* (pp. 10-11). Informe Anual 2005. Grupo ACS.

Grupo ACS (2015). *Informe de actividades* (pp. 20-38). Informe Anual 2015. Grupo ACS.

Grupo ACS (2019). *Cuentas anuales consolidadas ejercicio 2021*. Memoria de las cuentas anuales consolidadas ejercicio 2019. Grupo ACS.

Grupo ACS (2021). *Cuentas anuales consolidadas ejercicio 2021*. Memoria de las cuentas anuales consolidadas ejercicio 2021. Grupo ACS.

Grupo ACS (2023). *Cuentas anuales consolidadas ejercicio 2023*. Memoria de las cuentas anuales consolidadas ejercicio 2023. Grupo ACS.

Grupo ACS (2024). *Capital Markets Day. Introduction and Strategy*. Grupo ACS.

Grupo ACS (s.f.). *La historia y evolución del Grupo ACS*. Recuperado el 3 de noviembre de 2024 de <https://www.grupoacs.com/conozca-acs/nuestra-historia/>

Grupo ACS (s.f.). *Estrategia corporativa*. Recuperado el 3 de noviembre de 2024 de <https://www.grupoacs.com/conozca-acs/estrategia-corporativa/>

Instituto de Estudios Económicos (2023). *La colaboración público-privada y su contribución a la eficiencia del gasto público en la provisión de servicios públicos*. Revista del IEE. Nº 3/2023.

Instituto de Estudios Económicos (2024). *Competitividad fiscal 2023*. *El endurecimiento de la fiscalidad empresarial en España ralentiza el crecimiento económico*. Colección Informes. Abril 2024.

Martín García, R. y González Arias, J. (2011). *Análisis estratégico de la industria de la construcción en España* (pp. 141-161). Cuadernos de Gestión, Vol. 11, nº 1.

Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana (2023). *Estructura de la construcción. Año 2022* (p. 3). Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana. Secretaría General Técnica. Centro de Publicaciones.

Morán, C. y Vela, C. (2007). *ACS compra el 25% de Hochtief para ser el líder mundial de la construcción.* Expansión. Empresas. Recuperado el 3 de noviembre de 2024 de <https://www.expansion.com/2007/03/22/empresas/961956.html>

Morán, C. (2024). *Vinci y ACS lideran la obra exterior presionadas por la armada china.* Expansión. Construcción y servicios. Recuperado el 8 de diciembre de 2024 de <https://www.expansion.com/empresas/inmobiliario/2024/07/15/66940b0a468aeba2238b457f.html>

Organización de las Naciones Unidas (s.f.). *Objetivos de Desarrollo Sostenible.* Objetivos y metas de desarrollo sostenible. Recuperado el 9 de diciembre de 2024 de <https://www.un.org/sustainabledevelopment/es/objetivos-de-desarrollo-sostenible/>

Organización de las Naciones Unidas (2024). *Gross Value Added by Kind of Economic Activity at current prices - National currency*. United Nations Statistic Division. Recuperado el 15 de octubre de 2024 de <https://data.un.org/Data.aspx?d=SNAAMA&f=grID%3A201%3BcurrID%3ANCU%3BpcFlag%3A0#SNAAMA>

Parada, J. (2024). *GPoC 2023. Global Powers of Construction*. Deloitte Spain.

Porras García, M.J. (2021). *Análisis del balance de situación.* Fundación Universitat Oberta de Catalunya (FUOC).

Porter, M. (1980). *Estrategia competitiva. Técnicas para el análisis de la empresa y sus competidores* (pp. 43-70). Ediciones Pirámide (Grupo Anaya, S.A.).

Romboutsos, A. (2020). *Competition for Infrastructure Projects: Traditional Procurement and PPPs in Europe.* International Transport Forum.

Salas, C. (1997). *"Antes vendíamos mil millones al año, y hoy, mil millones al día".* El Mundo. Economía. Recuperado el 3 de noviembre de 2024 de <https://www.elmundo.es/elmundo/1997/diciembre/08/economia/perez.html>

Vallejo, E. (1997). *OCP y Ginés Navarro anuncian su fusión para crear el tercer grupo constructor español.* La Vanguardia. Economía. Recuperado el 3 de noviembre de 2024 de <https://rogervinton.org/wp-content/uploads/2013/02/lvg19970603-075.pdf>

Vinci, S.A. (2023). *Notes to the consolidated financial statements 31/12/2023*. Consolidated financial statements at 31 December 2023. Vinci, S.A.