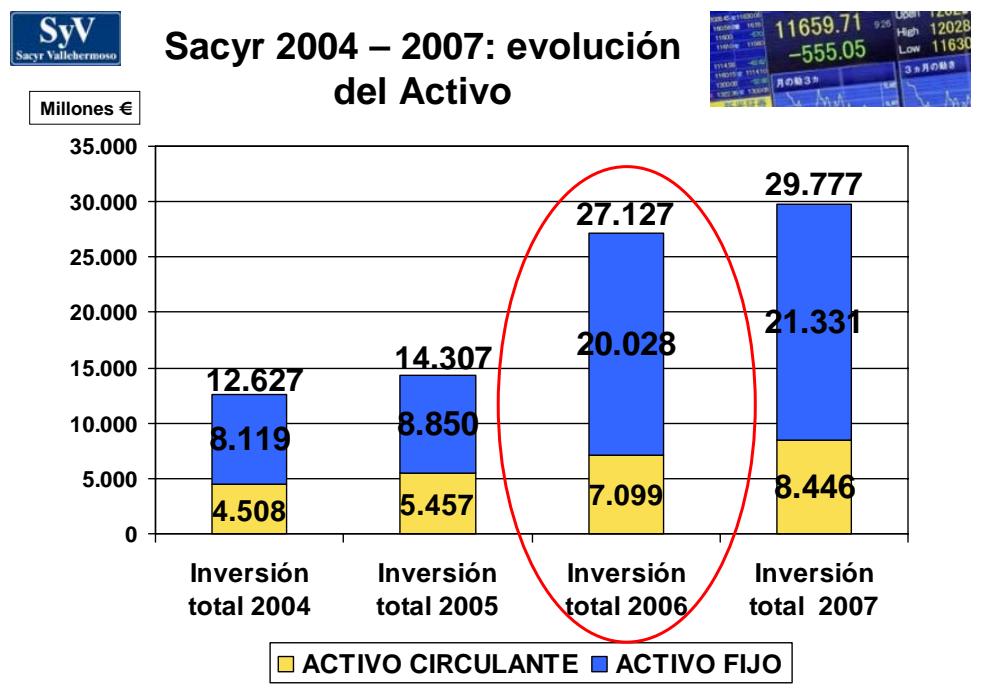


## A caballo entre el crecimiento y el endeudamiento: Sacyr, una lección sobre apalancamiento<sup>1</sup>

**José M<sup>a</sup> Gay. Profesor de la UB y EAE**

De vez en cuando se necesitan lecciones edificantes para saber mesurar adecuadamente las cosas y casos financieros. Sacyr constituye, sin duda, una enseñanza de primer orden acerca de los crecimientos empresariales desaforados donde la moraleja acaba siendo la de crecer en plan “pian piano si va lontano”, con mesura, aumentando el tamaño paulatinamente, golpe a golpe, balance a balance, huyendo de esos aumentos de dimensión brutales, de guarismos multimillonarios, de varios dígitos. ¡Ay, con el crecer y crecer!

La evolución del activo de Sacyr durante los cuatro últimos ejercicios finalizados, ofrece esta perspectiva:



Por las entrañas de las cuentas de SACYR VALLEHERMOSO (2004-2007) (1). J.M. Gay de Liébana

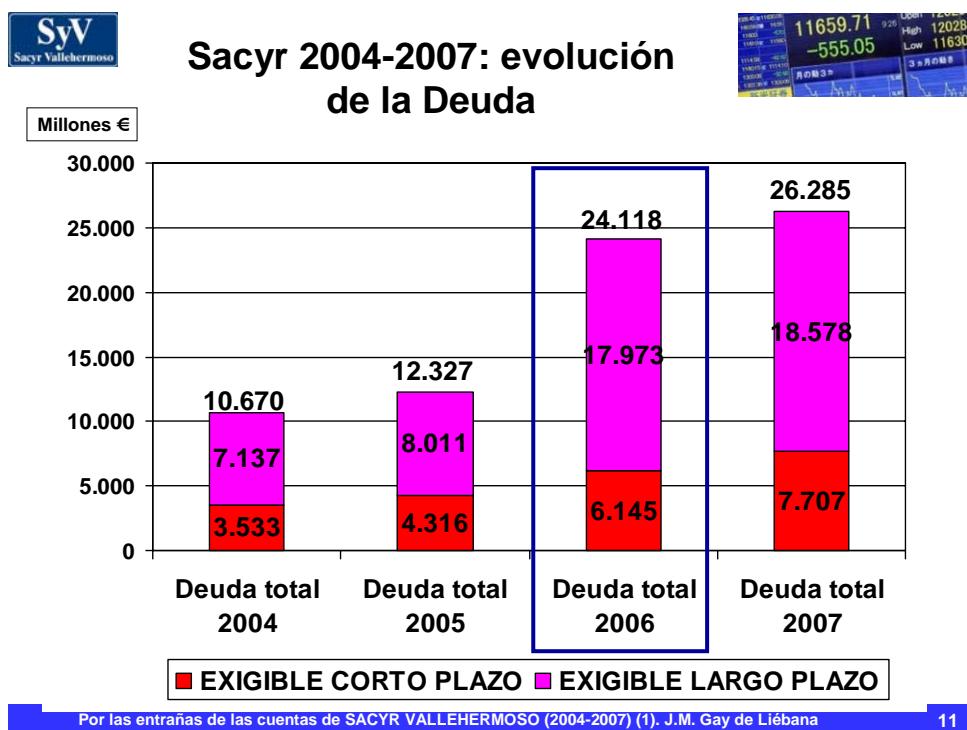
10<sup>2</sup>

Fue en 2006, sobre todo a raíz de la adquisición del paquete clave de las acciones de Repsol, cuando Sacyr experimenta un crecimiento descolgante en sus inversiones que prácticamente hace que sus activos se doblen en un año.

<sup>1</sup> Este análisis resumido acerca de la situación financiera y económica de Sacyr Vallehermoso está basado en la información facilitada por la propia compañía en las Cuentas Anuales consolidadas correspondientes a los ejercicios estudiados.

<sup>2</sup> Los gráficos que ilustran este suave análisis están extraídos del trabajo **Por las entrañas de las cuentas de Sacyr Vallehermoso 2004-2007. Entre el crecimiento y el endeudamiento: una lección de finanzas**, del profesor José M<sup>a</sup> Gay de Liébana y Saludas.

Este aumento tan acusado en los activos, esencialmente en el activo fijo como consecuencia de inversiones de tipo financiero que sumaban más de 10.000 millones de euros al concluir 2007, no fue financiado a través de fondos propios sino que se hizo recurriendo a la deuda. Así, Sacyr, que ofrecía una estructura financiera hasta ese momento más moderada aunque caracterizada por una baja tasa de capitalización – fondos propios sobre pasivo exigible total – pasaba a manejar una deuda muy elevada aunque con la ventaja de trabajar con deuda a largo plazo que, sin embargo, parece, por cómo se precipitan los acontecimientos, que no lo es a tan largo plazo.



11

Como se constata, la deuda total, es decir, la suma del exigible a corto plazo más el exigible a largo plazo, de Sacyr al cierre de 2006 se elevaba a 24.118 millones de euros, lo que significaba doblar la deuda contraída respecto a 2005 (12.327 millones). Durante 2007 la deuda se acrecienta despidiendo el ejercicio con 26.285 millones de euros de pasivo ajeno.

En consecuencia, el crecimiento de Sacyr, tanto por la vía de sus inversiones en Repsol como en concesiones y la figura de Itinere, se ha sustentado en demasía sobre un apalancamiento que ante el cambio de ciclo económico y la contracción habida junto con la bajada en los mercados bursátiles, ha puesto a la teóricamente conocida como constructora contra las cuerdas. Su bajísimo nivel de capitalización, esto es, de fondos propios o patrimonio neto, le ha jugado una mala pasada que, sin duda, con el optimismo de una economía en ebullición, expansiva y exuberante, como la vivida en España hasta 2006 puesto que en 2007 la marcha de nuestra economía ya refleja claros síntomas de parón, no entraba en el escenario previsional.

Los balances de los últimos cuatro ejercicios de Sacyr muestran ese empuje de la deuda y lo exiguo del patrimonio neto.



## Sacyr: Balances resumidos 2004-2007

	2004		2005		2006		2007	
	MM€	%	MM€	%	MM €	%	MM €	%
ACTIVOS NO CORRIENTES	8.119	64,30	8.850	61,86	20.028	73,83	21.331	71,64
ACTIVOS CORRIENTES	4.508	35,70	5.457	38,14	7.099	26,17	8.446	28,36
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>12.627</b>	<b>100,0</b>	<b>14.307</b>	<b>100,0</b>	<b>27.127</b>	<b>100,0</b>	<b>29.777</b>	<b>100,0</b>
PATRIMONIO NETO	1.957	15,50	1.980	13,84	3.009	11,09	3.492	11,73
PASIVOS NO CORRIENTES	7.137	56,52	8.011	55,99	17.973	66,26	18.578	62,39
PASIVOS CORRIENTES	3.533	27,98	4.316	30,17	6.145	22,65	7.707	25,88
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO</b>	<b>12.627</b>	<b>100,0</b>	<b>14.307</b>	<b>100,0</b>	<b>27.127</b>	<b>100,0</b>	<b>29.777</b>	<b>100,0</b>
<b>EXIGIBLE TOTAL = PASIVOS NO CORRIENTES + PASIVOS CORRIENTES</b>	<b>10.670</b>	<b>84,50</b>	<b>12.327</b>	<b>86,16</b>	<b>24.118</b>	<b>88,90</b>	<b>26.285</b>	<b>88,27</b>

Por las entrañas de las cuentas de SACYR VALLEHERMOSO (2004-2007) (1). J.M. Gay de Liébana

8

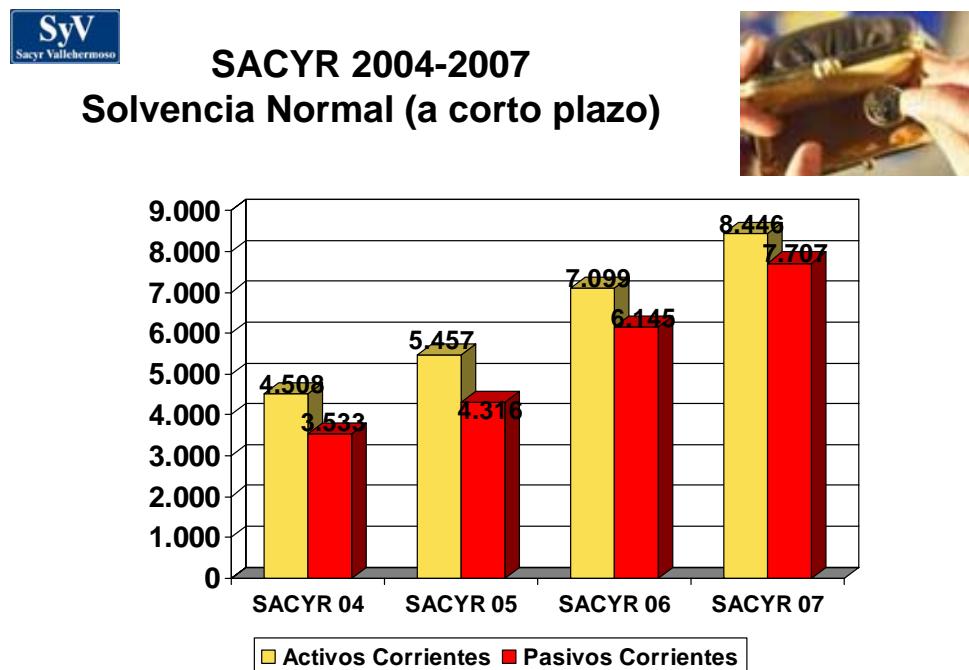
La concentración de las inversiones en los activos no corrientes cifrados en 21.331 millones de euros y cuyo peso al cierre de 2007 se acerca al 72%, unido a lo liviano de sus activos corrientes con 8.446 millones (28,36% de la inversión global), ofrecen una debilidad manifiesta dado que sus existencias, dentro del activo corriente, alcanzan los 4.623 millones de euros al terminar 2007 limitando ostensiblemente sus potenciales financieros, recortando enormemente su cintura financiera ya que los activos digamos que monetarios a corto plazo se construyen a 3.823 millones de euros – suma de deudores, inversiones financieras temporales y efectivo -, insuficientes a todas luces para hacer frente a deudas totales por 26.285 millones, con el añadido que de esa suma la deuda financiera a corto plazo asciende, al 31 de diciembre de 2007, a 4.067 millones de euros mientras que la deuda financiera a largo plazo se cifra en 16.987 millones; en junio, una deuda financiera total 21.054 millones de euros que en 2007 pasa su factura en forma de intereses.

El quid de la cuestión de Sacyr se focaliza, pues y en primera instancia, en esos detalles: con activos circulantes disponibles, o sea, descontando el peso del stock (4.623 millones) por importe de 3.823 millones no se puede hacer frente a la deuda a corto plazo existente al 31 de diciembre de 2007, que se eleva a 7.707 millones, ni tampoco a los compromisos de la deuda financiera a menos de un año que son de 4.067 millones.

Bajo ese marco al cierre de 2007, los problemas acucian durante 2008. El corto plazo juega en Sacyr una mala pasada que complica un escenario caracterizado por el uso exagerado de deuda. Como se ve tanto en 2006, con un impacto porcentual del 88,90% de la financiación de la compañía, y en 2007, con un porcentaje del 88,27%, el exigible total monopolizaba las fuentes de financiación empresariales.

Entretanto, el patrimonio neto, o fondos propios, de Sacyr se muestra muy tímido, con una contribución al total de la financiación de sólo 3.009 millones en 2006 (11,09% del pasivo total) y de 3.492 millones en 2007 (11,73%).

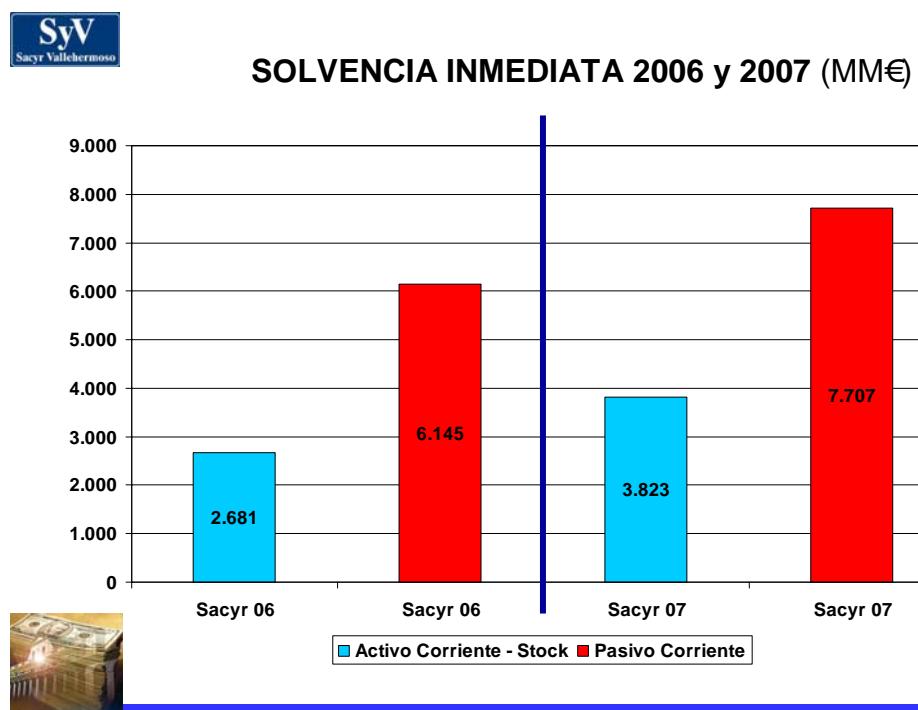
Si sobre el papel, la solvencia normal de la compañía, dada por la comparación entre el activo corriente y la deuda a corto plazo, ofrece un cierto equilibrio como se ve en el gráfico siguiente, con todo debe andarse con cautela a causa de la calidad de los activos.



Por las entrañas de las cuentas de SACYR VALLEHERMOSO (2004-2007) (1). J.M. Gay de Liébana

25

Si de esos activos circulantes de Sacyr, se descuentan las existencias la llamada solvencia inmediata denota tensiones en el corto plazo, como se advierte en este gráfico:



Por las entrañas de las cuentas de SACYR VALLEHERMOSO (2004-2007) (1). J.M. Gay de Liébana

28

Tal vez una de las debilidades de Sacyr radique en el desequilibrio que se detecta entre el cash flow económico que genera y el volumen de su deuda. En el cuadro siguiente se detallan estas referencias.

**SACYR: Cash Flow Económico 2004 - 2007**




Concepto	Sacyr 04	Sacyr 05	Sacyr 06	Sacyr 07
<b>CASH FLOW: CONCRECIÓN</b>				
<b>BENEFICIO NETO IS</b>	<b>290</b>	<b>422</b>	<b>562</b>	<b>951</b>
<b>AMORTIZACIONES DEL EJERCICIO</b>	<b>+199</b>	<b>+235</b>	<b>+207</b>	<b>+317</b>
<b>CASH FLOW ECONÓMICO</b>	<b>489</b>	<b>657</b>	<b>769</b>	<b>1.268</b>
<b>INDICADORES DE CASH FLOW</b>				
<b>COBERTURA DEUDA TOTAL</b>				
<b>CASH FLOW</b>	<b>489</b>	<b>657</b>	<b>769</b>	<b>1.268</b>
<b>EXIGIBLE TOTAL (LP + CP)</b>	<b>10.671</b>	<b>12.327</b>	<b>23.618</b>	<b>26.285</b>
<b>CASH FLOW/EXIGIBLE TOTAL en %</b>	<b>4,6%</b>	<b>5,3%</b>	<b>3,3%</b>	<b>4,8%</b>
<b>NÚMERO AÑOS DE DEVOLUCIÓN DE LA DEUDA TOTAL</b>	<b>21,8</b>	<b>18,8</b>	<b>30,7</b>	<b>20,7</b>
<b>COBERTURA DEUDA LARGO PLAZO</b>				
<b>CASH FLOW</b>	<b>489</b>	<b>657</b>	<b>769</b>	<b>1.268</b>
<b>EXIGIBLE LARGO PLAZO</b>	<b>7.138</b>	<b>8.011</b>	<b>17.973</b>	<b>18.578</b>
<b>CASH FLOW/EXIGIBLE LP en %</b>	<b>6,8%</b>	<b>8,2%</b>	<b>4,3%</b>	<b>6,8%</b>
<b>NÚMERO AÑOS DE DEVOLUCIÓN DE DEUDA LARGO PLAZO</b>	<b>14,6</b>	<b>12,2</b>	<b>23,4</b>	<b>14,7</b>

Por las entrañas de las cuentas de SACYR VALLEHERMOSO (2004-2007) (1). J.M. Gay de Liébana

35

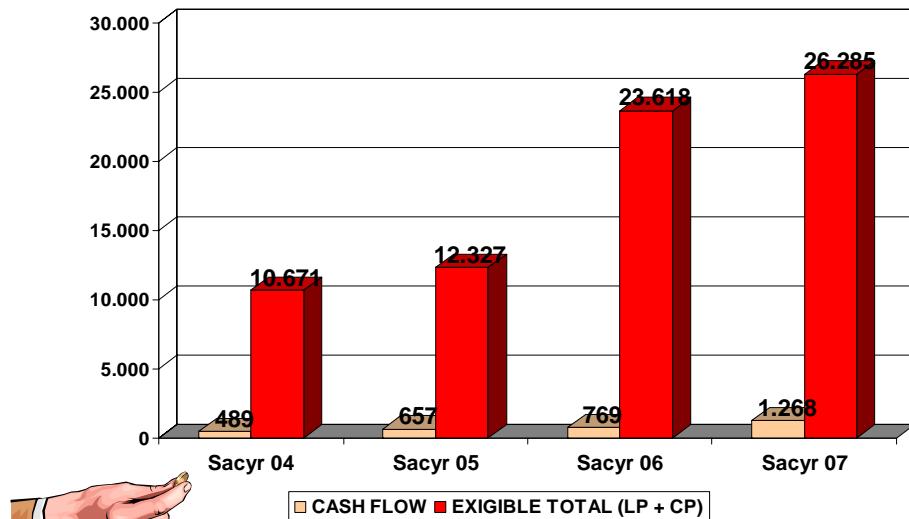
El cash flow generado por Sacyr durante cada uno de los ejercicios que conforman el último cuatrienio es relativamente bajo teniendo en cuenta la deuda manejada, al punto que en 2006 sólo representa el 3,3% de su exigible total y en 2007 el 4,8%.

Si se parte de la premisa que con el cash flow actual, es decir, el generado al cierre del ejercicio es con lo que efectivamente se puede contar para liquidar la deuda a largo plazo, el número de años de devolución de dicha deuda es muy dilatado en Sacyr: de 14,6 años en 2004, cuando aún no se habían consumado las grandes operaciones de adquisición de activos, pasando por los 23,4 años de 2006 y acabando en los 14,7 años de 2007.

Una de dos: o se genera poco cash flow o se maneja deuda en exceso. A la larga, esas disfunciones comportan un precio para la compañía.



### SACYR: CASH FLOW vs. DEUDA TOTAL 2004 - 2007 MM€



Por las entrañas de las cuentas de SACYR VALLEHERMOSO (2004-2007) (1). J.M. Gay de Liébana

38

Si bien es cierto que las cuentas de pérdidas y ganancias de los dos últimos años confirman una tendencia al alza en la actividad de la compañía, con un repunte destacado en el importe neto de la cifra de negocios, no obstante se advierte un estrechamiento del resultado de explotación como consecuencia del aumento de sus gastos, lo que desemboca en un superávit de explotación de 919 millones de euros en 2007, por encima en valor absoluto de los 862 millones de 2006, aunque con un retroceso en términos porcentuales al descender del 17,6% al 15,3% sobre los respectivos ingresos de explotación.



CUENTAS PÉRDIDAS Y GANANCIAS 2006-2007



Concepto	SACYR 2006		SACYR 2007	
	Miles €	%	Miles €	%
Importe neto de la cifra de negocios	4.684.664	95,8	5.759.810	95,7
Trabajos efectuados por la empresa para el inmovilizado	113.846	2,4	123.390	2,1
Otros ingresos de explotación	64.765	1,3	98.853	1,7
Subvenciones de capital transferidas al resultado ejercicio	20.394	0,4	21.020	0,3
Otras ganancias	6.706	0,1	14.006	0,2
<b>Ingresos de Explotación</b>	<b>4.890.375</b>	<b>100,0</b>	<b>6.017.079</b>	<b>100,0</b>
Variación de existencias de productos terminados	-916.798	-18,7	-189.150	-3,1
Aprovisionamientos	3.167.962	64,8	3.008.565	50,0
Gastos de personal	582.610	11,9	700.394	11,6
Dotaciones para amortizaciones de inmovilizado	207.190	4,3	317.163	5,2
Deterioro del fondo de comercio de consolidación	-	--	1.737	0,1
Variación de las provisiones de tráfico	-3.367	-0,1	39.762	0,6
Otros gastos de explotación	984.746	20,1	1.206.570	20,1
Otras pérdidas	6.112	0,1	13.294	0,2
<b>Gastos explotación</b>	<b>4.028.455</b>	<b>82,4</b>	<b>5.098.335</b>	<b>84,7</b>
<b>Resultado de Explotación</b>	<b>861.920</b>	<b>17,6</b>	<b>918.744</b>	<b>15,3</b>

Por las entrañas de las cuentas de SACYR VALLEHERMOSO (2004-2007) (2). J.M. Gay de Liébana

10

El inconveniente de ese paso atrás del resultado de explotación queda plasmado en el resto de la cuenta de pérdidas y ganancias. En 2006 los gastos financieros netos ascendieron a 428 millones de euros y el resultado financiero – ingresos financieros menos gastos financieros – fue negativo en 335 millones de euros. Pese a ello, la fortaleza del beneficio de explotación con 862 millones de euros encajaba el golpe de ese resultado financiero negativo por 335 millones lo que unido a los resultados en empresas asociadas – donde la baza de Repsol juega un papel determinante – permitía a Sacyr acabar ganando antes de impuestos casi 723 millones de euros y culminar 2006 con un beneficio neto después de impuestos de 562 millones.



## CUENTAS PÉRDIDAS Y GANANCIAS 2006-2007



Concepto	SACYR 2006		SACYR 2007	
	Miles €	%	Miles €	%
<b>Resultado de Explotación</b>	<b>861.920</b>	<b>17,6</b>	<b>918.744</b>	<b>15,3</b>
Ingresos de participaciones en capital	-	-	-	-
Ingresos de otros val.neg. y cdtos. Activo inmovilizado	6.674	0,1	12.363	0,2
Otros intereses e ingresos asimilados	64.855	1,4	79.377	1,3
Gastos financieros netos imputados a inversión	14.717	0,3	31.238	0,5
Diferencias positivas de cambio	6.761	0,1	22.575	0,4
<b>Ingresos Financieros</b>	<b>93.007</b>	<b>1,9</b>	<b>145.553</b>	<b>2,4</b>
Gastos financieros y gastos asimilados	445.099	9,1	1.099.606	18,3
Variación de valor de instrum. financ. a valor razonable	-15.538	-0,3	-1.453	-0,1
Variación de las provisiones de inversiones financieras	1.350	0,1	7.994	0,1
Variación provisiones inmov. Material y cartea	-2.516	-0,1	2.020	0,1
<b>Gastos financieros</b>	<b>428.395</b>	<b>8,8</b>	<b>1.108.167</b>	<b>18,4</b>
<b>Resultado financiero</b>	<b>-335.388</b>	<b>-6,9</b>	<b>-962.614</b>	<b>-16,0</b>
Resultado de asociadas	181.563	3,8	951.082	15,8
Resultado en ventas de activos	14.751	0,3	16.619	0,3
<b>Resultados consolidados antes de impuestos</b>	<b>722.846</b>	<b>14,8</b>	<b>923.831</b>	<b>15,4</b>
Impuestos sobre Sociedades	-161.184	-3,3	+26.918	0,4
<b>Resultado consolidado del ejercicio</b>	<b>561.662</b>	<b>11,5</b>	<b>950.749</b>	<b>15,8</b>

Por las entrañas de las cuentas de SACYR VALLEHERMOSO (2004-2007) (2). J.M. Gay de Liébana

11

El retroceso del resultado de explotación en 2007 se torna en un arma arrojadiza para la compañía puesto que sus 919 millones de superávit se ven engullidos por la dentellada de los gastos financieros que ascienden a la friolera de 1.108 millones de euros, provocando que el resultado financiero habido en 2007 sea de 963 millones, con lo cual el resultado digamos que normal u ordinario se salda en términos negativos. Es ahí donde interviene de manera decisiva la participación en Repsol de tal suerte que los 951 millones de euros que reportan los resultados de empresas asociadas junto con los cerca de 17 millones de ventas de activos, confluyen en unos resultados consolidados antes de impuestos por parte de Sacyr de 924 millones de euros a lo que se tiene que añadir – atención a este detalle – el efecto positivo de la contabilización del impuesto sobre beneficios que aporta del orden de 27 millones adicionales para, así, concluir el año 2007 con un beneficio neto final después de impuestos de 951 millones de euros.

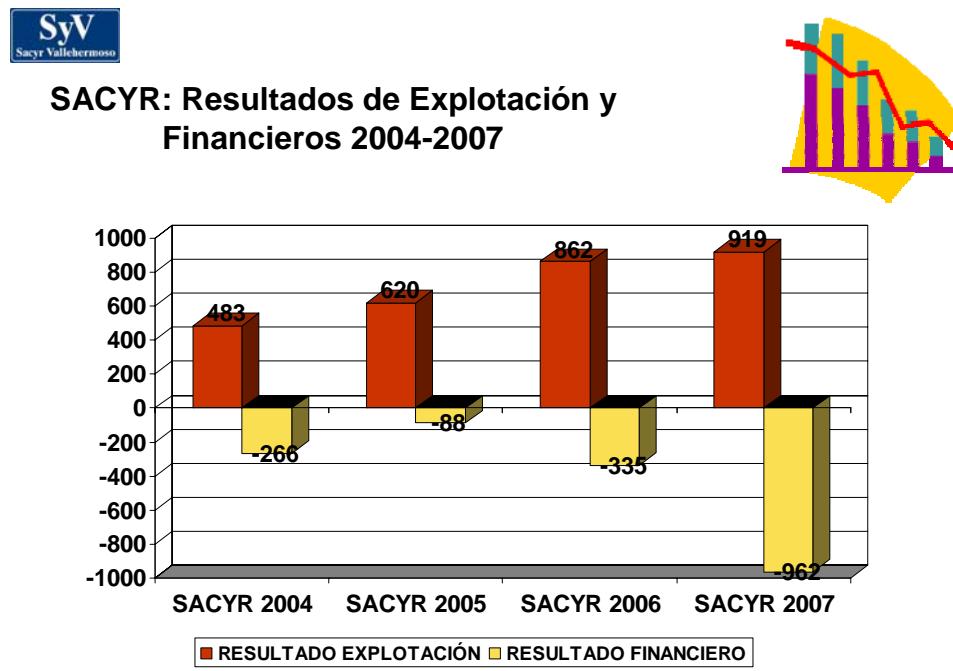
Sin ánimo de entrar en absoluto en el espíritu de esas cifras – por qué son éas, cuando y cómo se engendran ... -, sí que no obstante conviene tener presente la calidad del resultado. De no ser por la inyección de los beneficios procedentes de empresas asociadas, donde Repsol supone un gran as, y sin los toques de beneficios atípicos por venta de activos y el salero de la paradójica contabilización del impuesto sobre beneficios que de gasto desgarrador se transforma en ingreso reparador, Sacyr no hubiera tirado adelante su cuenta de pérdidas y ganancias.

Endeudamiento muy elevado, problemas en la calidad de los activos circulantes por culpa del excesivo stock, cash flow modesto, resultado de explotación en retroceso, mejorías en pérdidas y ganancias gracias a resultados no ordinarios en lo que debiera de constituir el negocio vocacional de la empresa, costes financieros castigadores ..., síntomas, en definitiva, de una cierta crisis que durante 2008 termina estallando.

Se creció demasiado, mucho y muy rápido, no se mesuró ese crecimiento y cuando la sombra de la inversión es la financiación ajena siempre es alargada conllevando a

menudo problemas. Lo del apalancamiento es un bello cuento que explicamos a nuestros queridos alumnos en las aulas, ferviente y entusiastamente, pero cuidado porque también conviene explicarles a los chavales y no tan chavales aquel clásico cuento de Caperucita Roja y el Lobo Feroz. Por si las moscas ...

La comparación entre los resultados de explotación y los financieros se plasma en el gráfico siguiente:



Por las entrañas de las cuentas de SACYR VALLEHERMOSO (2004-2007) (2). J.M. Gay de Liébana

13

Quizá uno de los handicaps que se aprecia en Sacyr sea lo bajo de su rentabilidad económica, entendida la misma como la comparación entre el resultado de explotación y el activo total. Si en 2005, por ejemplo, la rentabilidad económica era del 4,3% en 2007 cae al 3,1%.



### Rentabilidad Económica: Resultado de Explotación sobre Activo Total (MM € y %)

	SACYR 04	SACYR 05	SACYR 06	SACYR 07
<b>RESULTADO EXPLOTACIÓN</b>	<b>483</b>	<b>620</b>	<b>862</b>	<b>919</b>
<b>ACTIVO TOTAL</b>	<b>12.627</b>	<b>14.307</b>	<b>27.127</b>	<b>29.777</b>
<b>RESULTADO EXPLOTACIÓN</b>	<b>483</b>	<b>620</b>	<b>862</b>	<b>919</b>
<b>-----</b>	<b>-----</b>	<b>-----</b>	<b>-----</b>	<b>-----</b>
<b>ACTIVO TOTAL</b>	<b>12.627</b>	<b>14.307</b>	<b>27.127</b>	<b>29.777</b>
<b>RENTABILIDAD ECONÓMICA</b>	<b>3,8%</b>	<b>4,3%</b>	<b>3,2%</b>	<b>3,1%</b>

Por las entrañas de las cuentas de SACYR VALLEHERMOSO (2004-2007) (2). J.M. Gay de Liébana

14

Es cierto que, sin embargo, la rentabilidad financiera, esto es, el resultado de relacionar el beneficio neto después de impuestos con el patrimonio neto, va en aumento en Sacyr, concluyendo 2007 con un 27,2%. Empero, la débil capitalización de la compañía es un déficit singular y, bien a las claras, un lastre para su viabilidad.



### Rentabilidad Financiera: BDI sobre Patrimonio Neto (MM € y %)

	SACYR 04	SACYR 05	SACYR 06	SACYR 07
<b>BENEFICIO NETO IS</b>	<b>290</b>	<b>422</b>	<b>562</b>	<b>951</b>
<b>PATRIMONIO NETO</b>	<b>1.957</b>	<b>1.980</b>	<b>2.427</b>	<b>3.492</b>
<b>BENEFICIO NETO (BDI)</b>	<b>290</b>	<b>422</b>	<b>562</b>	<b>951</b>
<b>-----</b>	<b>-----</b>	<b>-----</b>	<b>-----</b>	<b>-----</b>
<b>PATRIMONIO NETO</b>	<b>1.957</b>	<b>1.980</b>	<b>2.427</b>	<b>3.492</b>
<b>RENTABILIDAD FINANCIERA</b>	<b>14,8%</b>	<b>22,1%</b>	<b>23,2%</b>	<b>27,2%</b>



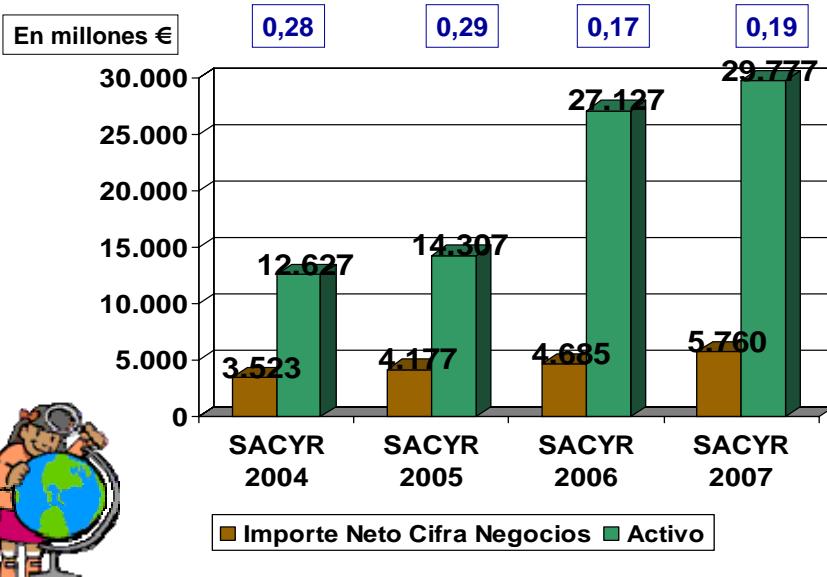
Por las entrañas de las cuentas de SACYR VALLEHERMOSO (2004-2007) (2). J.M. Gay de Liébana

20

Desfase importante es el que se observa al relacionar el importe neto de la cifra de negocios con las inversiones totales en activos durante estos cuatro años, dando una rotación de los activos realmente muy baja como se constata en el gráfico siguiente:



## SACYR: Rotación del Activo 2004-2007



Por las entrañas de las cuentas de SACYR VALLEHERMOSO (2004-2007) (2). J.M. Gay de Liébana

34

Y si durante el período 2004-2006, Sacyr ha sido capaz de enjugar con su resultado de explotación el impacto de los gastos financieros, el diferencial que se produce en 2007 constituye una inequívoca prueba de las dificultades de tipo económico a la vez que financiero en las que se adentraba la sociedad.



## COBERTURA DE GASTOS FINANCIEROS MEDIANTE RESULTADO DE EXPLOTACIÓN

EN MILES €

Concepto	SACYR 04	SACYR 05	SACYR 06	SACYR 07
RESULTADO EXPLOTACIÓN	482.604	619.770	861.920	918.744
GASTOS FINANCIEROS	308.292	360.440	428.395	-1.109.620
DIFERENCIAL	+174.312	+259.330	+433.525	-190.876



Por las entrañas de las cuentas de SACYR VALLEHERMOSO (2004-2007) (2). J.M. Gay de Liébana

36

Finalicemos este breve estudio acerca de las cuentas y finanzas de Sacyr, presentando el coste del pasivo y de la deuda financiera, que se comparan con su rentabilidad económica.



### SACYR: Coste del pasivo y de la deuda financiera 2005-2007

En millones de euros

	SACYR 2005	SACYR 2006	SACYR 2007
DEUDA TOTAL INICIO EJERCICIO (LP + CP)	10.670	12.327	24.118
DEUDA TOTAL FINAL EJERCICIO (ELP+ECP)	12.327	24.118	26.285
EXIGIBLE MEDIO DEL EJERCICIO	11.498	18.222	25.201
GASTOS FINANCIEROS (sin compensar gastos)	370	446	1.110
<b>COSTE DEL PASIVO</b>	<b>3,2%</b>	<b>2,4%</b>	<b>4,4%</b>
<b>DEUDA FINANCIERA INICIO EJERCICIO</b>	<b>8.127</b>	<b>9.310</b>	<b>19.197</b>
<b>DEUDA FINANCIERA FINAL EJERCICIO</b>	<b>9.310</b>	<b>19.197</b>	<b>21.054</b>
<b>DEUDA FINANCIERA MEDIA DEL EJERCICIO</b>	<b>8.718</b>	<b>28.507</b>	<b>20.125</b>
<b>GASTOS FINANCIEROS</b>	<b>370</b>	<b>446</b>	<b>1.110</b>
<b>COSTE DE LA DEUDA FINANCIERA</b>	<b>4,2%</b>	<b>1,6%</b>	<b>5,5%</b>

	SACYR 05	SACYR 06	SACYR 07
RESULTADO EXPLOTACIÓN	620	862	919
ACTIVO TOTAL	14.307	27.127	29.777
RENTABILIDAD ECONÓMICA	4,3%	3,2%	3,1%



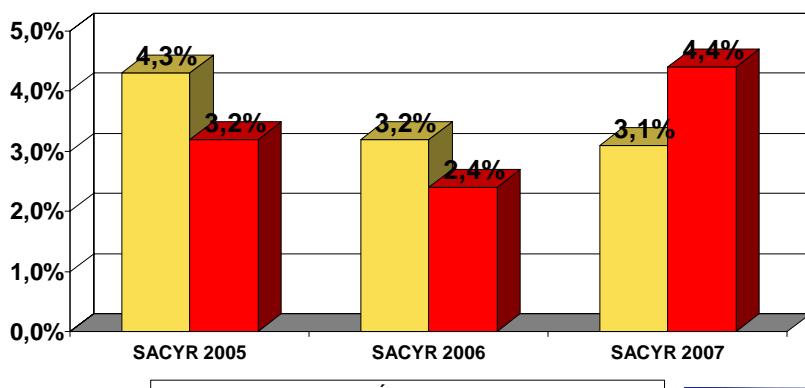
Por las entrañas de las cuentas de SACYR VALLEHERMOSO (2004-2007) (2). J.M. Gay de Liébana

38

Si desde 2004 hasta 2006, la rentabilidad económica superaba el coste del pasivo, en 2007 ese rumbo se tuerce y el 3,1% de rentabilidad económica es insuficiente para hacer frente a un coste del pasivo del 4,4%.



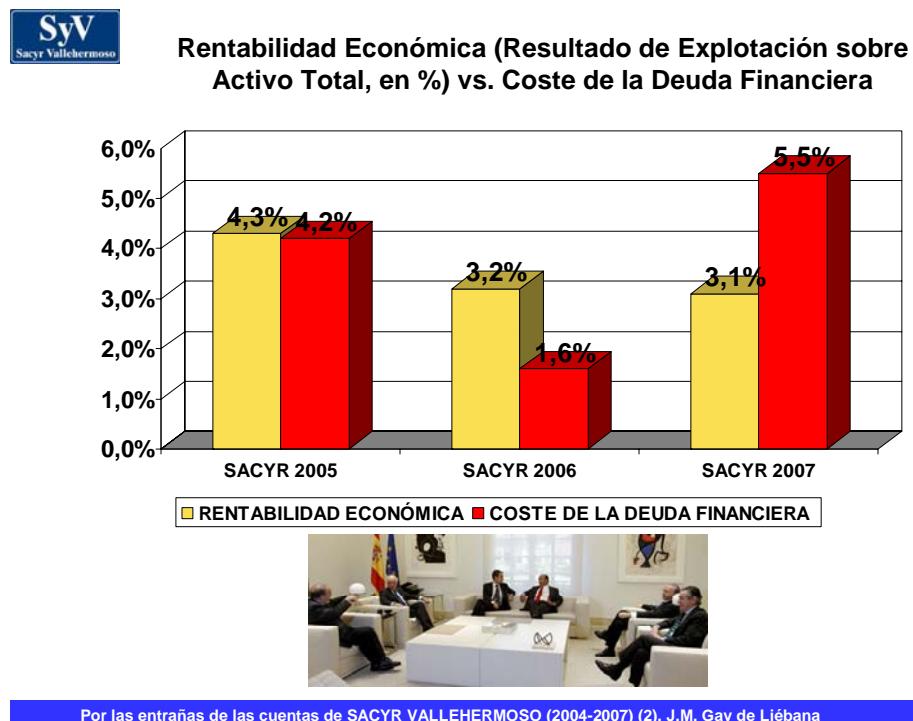
### Rentabilidad Económica (Resultado de Explotación sobre Activo Total, en %) vs. Coste del Pasivo



Por las entrañas de las cuentas de SACYR VALLEHERMOSO (2004-2007) (2). J.M. Gay de Liébana

39

Tomando por último la susodicha rentabilidad económica frente al coste de la deuda financiera, que es a la postre la que efectivamente desencadena gastos financieros, se tiene:



El desajuste, por consiguiente, entre lo que rinden los activos y lo que cuesta la deuda financiera, es contundente. Mientras que Sacyr, en los períodos precedentes, ha sabido manejar esa relación entre rentabilidad económica y coste de la deuda financiera, las cuentas han cuadrado. El elevado endeudamiento, los repuntes del coste del dinero, el estrechamiento del margen de explotación por cuanto el aumento de sus gastos ha excedido al incremento de los ingresos, las abultadas inversiones con baja rotación, las alicaídas rentabilidades obtenidas sobre las inversiones, en suma, han empujado a Sacyr, empresa prototipo en el menester del apalancamiento, a una difícil tesisura al punto de verse forzada a desprenderse de sus joyas de la corona – Repsol, Itinere ... - sobre las que tendría que dibujar su futuro. La encrucijada del apalancamiento lleva a una situación “in extremis” que requiere intervenciones dolorosas.

Tal vez, a la vista de esos guarismos que se han sintetizado, se convocara alguna reunión en el Palacio de la Moncloa. Acaso por esas y otras cuentas se explique lo del utópico o, mejor, quimérico, plan de rescate financiero. En cualquier caso, cifras, números y cantidades que hoy por hoy hablan español. Veremos hasta cuándo.