



---

**Universidad de Valladolid**

FACULTAD DE CIENCIAS SOCIALES, JURÍDICAS Y DE LA COMUNICACIÓN

Grado en Administración y Dirección de Empresas

TRABAJO DE FIN DE GRADO

**El sector inmobiliario en España: Un análisis económico y  
financiero comparativo entre Reyal Urbis, S.A. y  
Realia Business, S.A.**

Presentado por Sara Fernández Álvarez

Tutelado por Cristina de Miguel Bilbao

Segovia, 16 de diciembre de 2016



## ÍNDICE

---

<b>INTRODUCCIÓN</b> .....	6
---------------------------	---

### **CAPÍTULO 1**

#### **"Principales rasgos característicos del sector inmobiliario en España"**

<b>1.1 Evolución del Sector Inmobiliario en España</b> .....	8
<b>1.2 Historia de las empresas objeto de análisis</b> .....	10
1.2.1 Historia de Royal Urbis, S.A. ....	10
1.2.2 Historia de Realía Business, S.A. ....	13
<b>1.3 Análisis del Sector</b> .....	14
1.3.1 Análisis Externo. ....	14
1.3.2 Análisis Interno. ....	18

### **CAPÍTULO 2**

#### **"Análisis comparativo de la situación económico-financiera entre Royal Urbis, S.A. y Realía Business, S.A."**

<b>2.1 Análisis Patrimonial</b> .....	22
2.1.1 Evolución y composición del activo.....	23
2.1.2 Evolución y composición del p.neto y pasivo .....	28
<b>2.2 Análisis del Riesgo Financiero</b> .....	32
2.2.1 Análisis de Liquidez.....	32
2.2.2 Análisis de Solvencia.....	36
<b>2.3 Análisis de Rentabilidad</b> .....	38
2.3.1 Rentabilidad Económica.....	38
2.3.2 Rentabilidad Financiera .....	42
<b>2.4 Modelos Predictivos de Insolvencia</b> .....	44

<b>CONCLUSIONES</b> .....	47
---------------------------	----

<b>REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS</b> .....	49
---	----

<b>ANEXO I</b> .....	51
----------------------	----

## ÍNDICE DE FIGURAS

---

Figura 1.1 - Principales accionistas de la Sociedad y porcentaje de participación.....	12
Figura 1.2 - Estructura Societaria de Realia Business S.A.....	13
Figura 1.3 - Modelo de las cinco fuerzas competitivas básicas. Sector Inmobiliario y Construcción.....	17

## ÍNDICE DE GRÁFICOS

---

Gráfico 1.1 - Grado de éxito en la obtención de préstamos financieros por parte de las empresas del sector inmobiliario y construcción.....	9
Gráfico 1.2 - Evolución del índice del precio de la vivienda (año base 2007).....	9
Gráfico 2.1 - Evolución del Activo de Reyal Urbis S.A.....	23
Gráfico 2.2 - Evolución del Activo de Realia Business S.A.....	24
Gráfico 2.3 - Composición del Activo de Reyal Urbis S.A. (I).....	24
Gráfico 2.3.1- Composición del Activo de Reyal Urbis S.A. (II).....	26
Gráfico 2.4 - Composición del Activo de Realia Business S.A. (I).....	26
Gráfico 2.4.1 - Composición del Activo de Realia Business S.A. (II).....	27
Gráfico 2.5 - Evolución del p.neto y pasivo de Reyal Urbis S.A.....	28
Gráfico 2.5.1 - Evolución de los epígrafes más representativos del P.Netto y Pasivo de Reyal Urbis S.A.....	28
Gráfico 2.6 - Evolución del p.neto y pasivo de Realia Business S.A.....	29
Gráfico 2.7 - Composición del p.neto y pasivo de Reyal Urbis S.A.....	30
Gráfico 2.8 - Composición del p.neto y pasivo de Realia Business S.A. ....	31
Gráfico 2.9 - Evolución del FM de Reyal Urbis, S.A. y Realia Business S.A.....	33
Gráfico 2.10 - Evolución del margen sobre ventas en Reyal Urbis S.A.....	39
Gráfico 2.11 - Evolución de la rotación de activos en Reyal Urbis S.A. ....	39
Gráfico 2.12 - Evolución de la ROA en Reyal Urbis S.A.....	40
Gráfico 2.13 - Evolución del margen sobre ventas en Realia Business S.A.....	41
Gráfico 2.14 - Evolución de la rotación de activos en Realia Business S.A.....	41
Gráfico 2.15 - Evolución de la ROA en Realia Business S.A.....	41
Gráfico 2.16 - Evolución de la ROE y ROA en Realia Business S.A.....	44

## ÍNDICE DE TABLAS

---

Tabla 2.1 - Ratio de circulante de Reyal Urbis, S.A. y Realia Business, S.A.....	34
Tabla 2.2 - Ratio de Liquidez Inmediata de Reyal Urbis, S.A. y Realia Business,S.A..	35
Tabla 2.3 - Ratio de Solvencia de Reyal Urbis, S.A. y Realia Business, S.A.....	37
Tabla 2.4 - Ratio de Endeudamiento de Reyal Urbis, S.A. y Realia Business, S.A.....	37
Tabla 2.5 - Cálculo de la ROE de Realia Business, S.A.....	43
Tabla 2.6 - Aplicación de Altman en Reyal Urbis, S.A.....	46
Tabla 2.7 - Aplicación de Altman en Realia Business, S.A.....	46

## INTRODUCCIÓN

---

Azofra (1995) define el análisis económico financiero como el proceso metodológico que trata e interpreta la información económica, contable-financiera y jurídica, relativa a una empresa o a un colectivo de empresas, con el propósito de emitir un juicio o diagnóstico sobre la evolución pasada, situación actual y posibilidades futuras de la empresa.

Entre la multitud de formas que existen para evaluar la situación económico-financiera de la empresa, se encuentra el análisis e interpretación de los estados contables, éstos constituyen la principal fuente de información cuantitativa sobre las empresas. No obstante, es preciso también, para llevar a cabo dicho análisis, tener en cuenta la coyuntura económica general, las características del sector y la estrategia adoptada por la empresa.

El objetivo de este TFG es analizar la situación económico-financiera de Reyal Urbis, S.A. así como su evolución durante los últimos seis años (2010-2015). El estudio que se va a realizar de dicha situación será comparativo con una empresa competidora del sector, Realia Business, S.A.

El motivo que ha impulsado a la elección de estas empresas, es en primer lugar, tratar de determinar las causas que han motivado el escenario actual de incertidumbre que atraviesa la compañía Reyal Urbis, S.A., en situación de concurso de acreedores desde el mes de marzo de 2013 y a la espera, posiblemente, de una de las liquidaciones más importantes de la historia. En segundo lugar, Realia Business, S.A. se ha seleccionado para intentar que la comparación sea más significativa, considerando además de que ambas operen en el mismo sector industrial, que tengan en común su actividad primaria. Para ello se ha comprobado el código nacional de actividad económica (CNAE) para dichas empresas, resultando que ambas coinciden en actividad primaria, CNAE 4110 "Promoción Inmobiliaria".

Este trabajo seguirá una estructura compuesta por dos capítulos. En el primero de ellos, se llevará a cabo un estudio del sector inmobiliario en España y se tratará de obtener un mayor grado de conocimiento de las empresas objeto de estudio, exponiendo brevemente la historia de cada una de ellas. Siguiendo con el análisis del sector, se realizará un análisis externo del mismo, evaluando los entornos general y específico, y para finalizar un análisis interno que evidenciará aquellas fortalezas y debilidades de ambas empresas para afrontar las amenazas y oportunidades presentadas por el sector.

En el segundo capítulo se elabora el análisis comparativo en sí de los estados financieros de Reyal Urbis, S.A. y Realia Business, S.A. para el período señalado. Este análisis se desglosará en cuatro apartados, evaluando en éstos la estructura patrimonial de la empresa, tanto evolución como composición del activo y el patrimonio neto y pasivo, el riesgo financiero, tanto a corto plazo, entendido como el análisis de la liquidez, como a largo plazo, entendido como el análisis de solvencia o quiebra técnica, en un tercer lugar se analizará la rentabilidad, descomponiéndose para ello en rentabilidad económica y financiera y para finalizar se aplicará un modelo predictivo de insolvencia empresarial, modelo de la Z-Score, a dichos estados financieros.

# **CAPÍTULO 1**

## **PRINCIPALES RASGOS CARACTERÍSTICOS DEL SECTOR INMOBILIARIO EN ESPAÑA**

## 1.1. Evolución del Sector Inmobiliario en España

---

Durante los últimos 20 años, la economía española no ha presentado un crecimiento muy estable a lo largo del tiempo, sino que más bien éste ha sido un tanto volátil.

Podemos distinguir a grandes rasgos dos períodos, el transcurrido desde 1995 hasta el año 2006, de fuerte crecimiento, y otro de decadencia entre el año 2007 y prácticamente el momento actual.

En el primero de los períodos señalados, se produce un cambio radical en la tendencia económica, España pasa de obtener tasas de crecimiento de aproximadamente el 3% en 1995, a tasas más cercanas al 6% durante todo el período, que se extiende como he señalado hasta 2006. Dicho ritmo de crecimiento parecía ser insostenible y así resultó, en el año 2007 tras el estallido de la burbuja inmobiliaria, y algún tiempo más tarde, el estallido de la burbuja crediticia, la economía española cambia de rumbo, y comienza así la gran recesión en la que el país se ha visto inmerso hasta prácticamente el año 2014, que es el siguiente en el que la tasa de crecimiento real volvería a ser positiva, después de varios años en los que el crecimiento había sido negativo.

Como desencadenante de la recesión económica, encontramos por tanto, la estrecha relación existente entre la burbuja inmobiliaria y la burbuja crediticia, que condicionaría la evolución del sector inmobiliario en España.

Durante el período de auge, la elevada tasa de crecimiento económico explica el fuerte crecimiento de la tasa de empleo para el mismo período también (ambas magnitudes se relacionan directamente), que junto con tasas de inflación no muy altas y la política monetaria expansiva llevada a cabo, que implicaba la disminución de los tipos de interés, se convertía en escenario perfecto para la creación de la burbuja inmobiliaria.

La creación de empleo y la mejora de las condiciones de financiación, motivaron el crecimiento de la demanda agregada en España, impulsado por el crecimiento de la demanda inmobiliaria, la cual se puede afirmar que aumentó en una parte debido al consumo de las familias, que demandaban viviendas tanto de primer acceso como de mejora o de segunda residencia, y en otra parte no cuanto menos relevante, aumentó por motivos de inversión, patrimonialista y especulativa.

Las entidades financieras aumentaban su beneficio a través de la concesión de créditos vinculados a la adquisición de inmuebles, y ello impulsó un modelo de economía basado en el crédito, que daba lugar al sobreendeudamiento de familias y empresas.

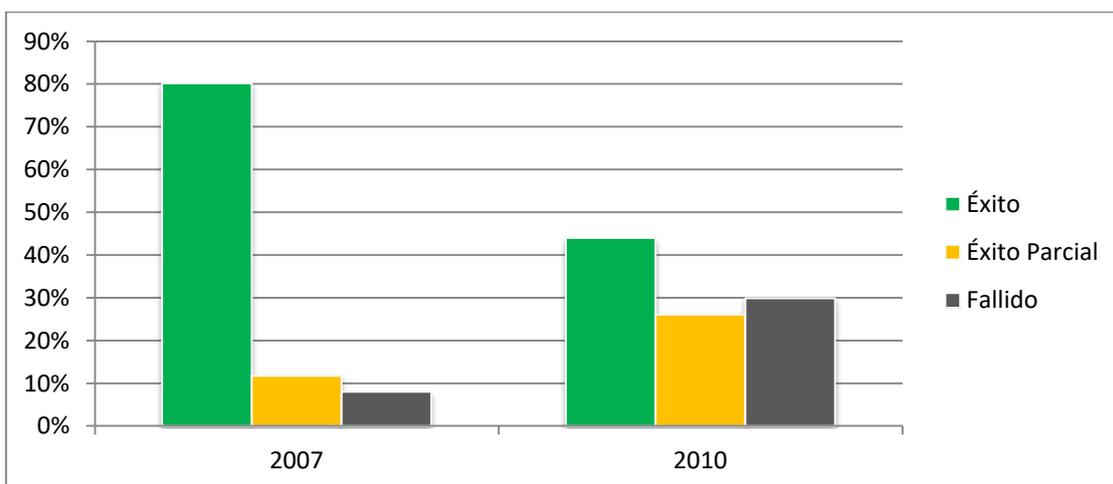
En el año 2007, cuando el precio de la vivienda se encontraba en máximos históricos, se produce el estallido de la burbuja debido a la falta de solvencia de la sociedad para hacer frente a la deuda, que para el ejercicio 2008 era aproximadamente similar al triple del valor del PIB. Se cortó entonces el acceso al crédito, y años más tarde, en 2010 estallarían la burbuja crediticia.

Todo ello provocó la acumulación de stocks en el sector inmobiliario que unido al progresivo ajuste en la valoración de los activos, propició el fracaso de un elevado número de empresas pertenecientes a este sector.

En el gráfico a continuación se analiza el grado de éxito en la obtención de préstamos financieros en el sector inmobiliario y construcción, durante los años 2007 y 2010. Éste refleja el elevado porcentaje de préstamos concedidos durante el año 2007, en el cual

únicamente era denegada el 8% de la financiación solicitada por empresas pertenecientes a dicho sector, reflejando así la facilidad crediticia existente hasta dicho momento, como ya hemos venido apuntando. Por el contrario para 2010, el porcentaje de préstamos concedidos al mismo sector es muy inferior, representando prácticamente la mitad al señalado para el año 2007 (44% frente a un 80% en 2007), en cambio se observa que se ha denegado financiación en una proporción considerablemente superior, alrededor del 30% de la financiación solicitada ha sido fallida en el año 2010.

Gráfico 1.1 - Grado de éxito en la obtención de préstamos financieros por parte de las empresas del sector inmobiliario y construcción

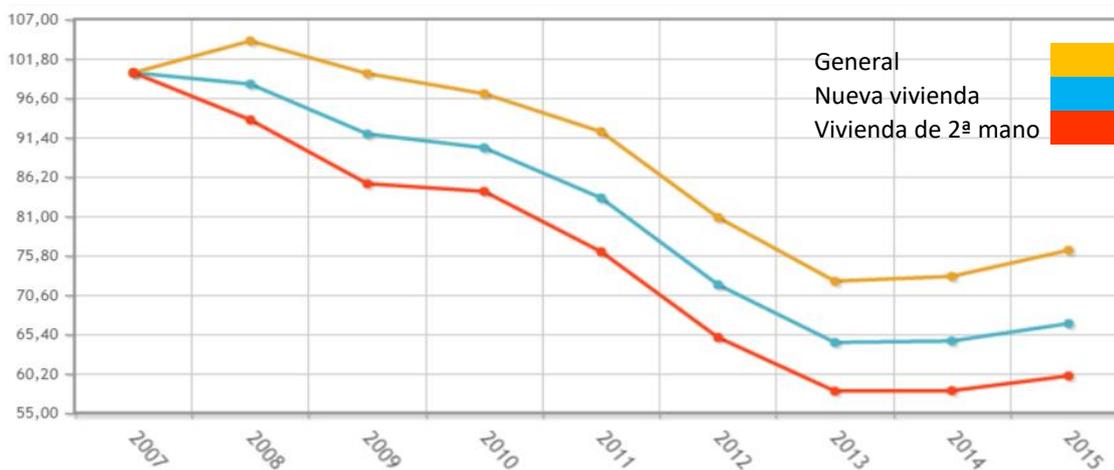


Fuente: Elaboración propia a partir de Instituto Nacional de Estadística (INE)

En cuestión de siete años de crisis del sector, se destruyeron dos de cada tres puestos de trabajo en la industria de la construcción y desaparecieron dos de cada tres empresas relacionadas con la misma, según la Encuesta de Población Activa (EPA). A lo anterior hay que añadir que la delicada situación financiera del sector, derivada de su elevado nivel de apalancamiento, en un entorno de devaluación de sus activos, y el impacto de la crisis en el sistema financiero, han generado importantes dificultades en el sector para disponer de los recursos necesarios para desarrollar su actividad.

Para continuar estudiando la evolución del sector vamos a tomar en consideración el índice de precios de la vivienda (IPV).

Gráfico 1.2 - Evolución del índice del precio de la vivienda (año base 2007)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE)

El IPV constituye uno de los principales indicadores del sector inmobiliario y construcción en España. Como se puede apreciar a partir del gráfico anterior 1.1, el precio de la vivienda de primera adquisición continuó subiendo durante 2008, a pesar del estallido de la burbuja inmobiliaria. En cambio el precio general de la vivienda, motivado por el precio de la vivienda de segunda mano, comienza a caer ya para dicho año. Desde entonces, el IPV ha evolucionado negativamente, cayendo de manera empicada hasta tocar fondo en el año 2013, posteriormente dicho indicador presenta síntomas de recuperación.

Según el informe publicado "Situación Inmobiliaria en España" en diciembre de 2015, elaborado por el Grupo BBVA, la recuperación del sector inmobiliario residencial en 2015 es una realidad.

Señalan que la divergente evolución de la oferta y la demanda residencial está contribuyendo a la paulatina estabilización de los precios residenciales, que desde mediados de 2015 presentan tasas de revalorización positivas.

El año 2015 por tanto, finalizó con un aumento de la demanda y del precio de la vivienda moderado, en línea con la evolución positiva del sector e influenciados dichos aumentos por un contexto de tipos de interés bajos. En cuanto al crecimiento de la demanda residencial, se ve marcado por el aumento de la demanda de viviendas de segunda mano, pues la demanda de nuevas viviendas cae, probablemente debido a la ausencia de nueva oferta y la depreciación de las ya existentes.

El año 2016 se presenta de nuevo como un año de crecimiento económico, en el que el sector inmobiliario avanza en su recuperación, aumentando las ventas de viviendas, aspecto que estimula la edificación residencial, en un contexto en el que el precio de la vivienda experimenta nuevas revalorizaciones.

## **1.2. Historia de las empresas objeto de análisis**

---

### **1.2.1. Historia de Reyal Urbis, S.A.**

Reyal Urbis S.A., en adelante Reyal Urbis, matriz del Grupo, es una empresa que opera principalmente en el sector inmobiliario y construcción. Surge en el año 2007 tras la fusión de dos grandes compañías, Construcciones Reyal S.A. e Inmobiliaria Urbis S.A.

El Grupo Reyal inició su actividad en 1970, con Construcciones Reyal S.A. como empresa matriz. La sociedad Construcciones Reyal fue fundada por el padre de Rafael Santamaría Trigo, actual presidente del Grupo Reyal Urbis S.A.

Originariamente el grupo se dedicó a la construcción de pequeñas promociones urbanas en los pueblos del sur de Madrid, pero años más tarde, en 1985, optó por penetrar en Madrid capital realizando promociones urbanas dentro del casco, que fueron adquiriendo mayor notoriedad con el paso del tiempo.

El grupo optó por especializarse en la promoción de viviendas de nueva construcción dirigidas a segmentos de población de clase media y media-alta. Estas viviendas se construían principalmente a través de una de la sociedades dependientes, Constructora Retiro S.A. , ya que su filosofía se basaba en concebir la empresa constructora no como generadora de beneficio añadido sino como un instrumento al servicio de la promotora.

La sociedad presentaba como aspecto de diferenciación un servicio de reformas y un servicio postventa, mediante el primero se daba satisfacción a cualquier cambio en la distribución que el cliente deseara y a través del segundo, se canalizaban las sugerencias que el cliente pudiera realizar en cuanto a posibles mejoras, defectos, etc. De esta manera la sociedad afianzaba a los clientes y consolidaba el concepto de calidad, ya que muchas de las ventas de viviendas se efectuaban a familiares y personas cercanas a sus clientes.

Según avanzaron los años el grupo comenzó su expansión nacional hacia Barcelona, la Costa del Sol y el Levante. Además de la promoción urbanística, Reyal Grupo contaba con una división hotelera gestionada por otra de las sociedades dependientes, Rafael Hoteles S.A., contando por aquel entonces con tres hoteles en Madrid, uno en Barcelona y el último en Baqueira Beret.

Por su parte, Inmobiliaria Urbis comenzaba su andadura empresarial mucho antes que el Grupo Reyal, hacia el año 1946, y su trayectoria se ha visto marcada por altos y bajos a lo largo de toda su historia.

En 1949, tras una recesión del mercado inmobiliario, Manuel de la Quintana Fergusson, Licenciado en Derecho por la Universidad de Granada y posterior Doctor por la Universidad Complutense de Madrid, pasó a ocupar, por petición de los accionistas, el cargo de Director General de la compañía Urbis, durante alrededor de 40 años. Éste pasaría más tarde a la presidencia de la sociedad, desde 1971 hasta su fallecimiento en 1989.

Inmobiliaria Urbis S.A. era una de las empresas líderes en el sector, Manuel de la Quintana se encargó de impulsar la creación de viviendas que encontraron una gran demanda gracias a la innovación en diseño, introducían zonas comunes públicas y privadas, jardines,..., gracias a la calidad en la construcción y gracias a precios ajustados, más competentes por ejemplo que los precios marcados por el Grupo Reyal, que era muy superior a la media.

Urbis experimentó una fuerte expansión en la época del desarrollismo económico, propiciada por una gran demanda de viviendas y por canales de financiación baratos, pero no fue capaz de esquivar la recesión del mercado inmobiliario de los años setenta, pues se vio inmersa en una fuerte acumulación de pérdidas y se vio obligada a emprender un plan de viabilidad, reduciendo su estructura productiva y desprendiéndose de una buena parte de sus activos.

En el año 2006 Construcciones Reyal presentó una OPA (Oferta Pública de Adquisición) para hacerse con la totalidad de la Inmobiliaria Urbis, ofreciendo 26€ por acción, lo que suponía una prima del 17% sobre la cotización bursátil. Fue así como convenció a Banesto, titular del 50,26% del capital, de que le vendiera su paquete de acciones, pues hasta el momento ésta última se mostraba recelosa a la venta al considerar a Urbis como inversión muy rentable que apoyaba su negocio hipotecario.

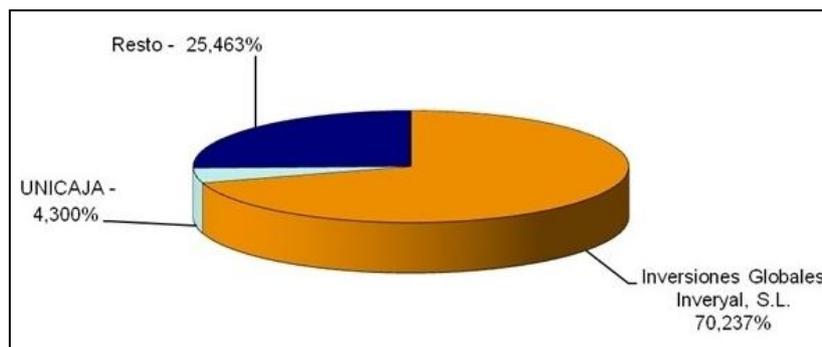
La adquisición de Urbis (96,41% del capital) por parte de Reyal, convertiría al Grupo Reyal Urbis, por su facturación, en la segunda mayor inmobiliaria de la bolsa española. Se formaría a partir de esta fusión un grupo líder en desarrollos residenciales en España y con una gran capacidad de expansión y diversificación internacional, gracias a la presencia de Urbis en Portugal y Estados Unidos.

Reyal Urbis S.A., como Sociedad Dominante del Grupo Reyal Urbis tiene, fundamentalmente, como objeto social las siguientes actividades:

- La promoción urbanística e inmobiliaria en general, siendo esta su principal línea de negocio (Actividad primaria: CNAE 4110, promoción inmobiliaria).
- La adquisición, tenencia, explotación, venta y arrendamiento de toda clase de fincas rústicas y urbanas, así como la construcción de estas últimas.

Los principales accionistas de la Sociedad y su porcentaje de participación son los que se muestran en la figura a continuación.

Figura 1.1 - Principales accionistas de la Sociedad y porcentaje de participación



Fuente: Página Web de la Sociedad

Como factor destacable de la compañía Reyal Urbis sobresale el importante banco de suelo edificable, que la convierte en una de las principales empresas europeas en la actividad de promoción residencial. Además cuenta con una importante cartera de activos en renta, oficinas, centros comerciales, locales, naves industriales, que entre otros, constituyen los activos que se explotan en régimen de alquiler. Y por último señalar que dispone de una línea de hoteles, seis en concreto que operan bajo la marca Rafael Hoteles.

La adquisición de Urbis supuso para Reyal 3.300 millones de euros y parecía ser un proyecto estrella, mas con el estallido de la burbuja inmobiliaria la empresa vio como sus ingresos se desplomaban. El grupo llegó a varios acuerdos de financiación con bancos en 2008, 2010 y 2011, pero la quiebra técnica era inminente, y Reyal Urbis entró en situación de preconcursado en el mes de octubre de 2012.

En Marzo de 2013 fue declarado formalmente el que es considerado "el segundo mayor concurso de la historia", después de la suspensión de pagos protagonizada por Martinsa Fadesa en el año 2008. Como causa atribuible a dicho fracaso empresarial se encuentra, según el Administrador Concursal, la adquisición "estrella" de Inmobiliaria Urbis.

El Grupo inició entonces un plan de viabilidad con la intención de llegar a un acuerdo con los acreedores y firmar un convenio, pero el importante agujero patrimonial sumado a las pérdidas continuas en que incurre el grupo, han dificultado el llegar a término.

En la actualidad, noviembre de 2016, la situación no es cuanto más buena para Reyal Urbis. Pese a haber reducido sus pérdidas durante el último ejercicio (2015) y seguir recortándolas en lo que va de año, de acuerdo a sus informes trimestrales, el concurso de acreedores se encuentra paralizado debido al recurso interpuesto por el Grupo tras el último rechazo de la Audiencia Provincial de Madrid de la propuesta de convenio presentada, y ante tal espera, esta podría ser la última oportunidad para Reyal Urbis.

### **1.2.2 Historia de Realia Business S.A.**

Realia Business S.A., en adelante Realia, matriz del grupo, es una empresa que opera principalmente en el sector inmobiliario y construcción. Se constituye en 1997 como consecuencia de la escisión de Proyectos y Desarrollos Urbanísticos S.A. (PRODUSA) en Produsa Este S.L. y Produsa Oeste S.L..

Años más tarde, en el 2000, nace el Grupo Realia como producto de la integración del patrimonio, las actividades inmobiliarias y un equipo de profesionales de FCC y Bankia, pero su presencia en el sector comenzó ya en la década de los 80.

Desde su creación Realia tiene como objeto social promover, gestionar y explotar toda clase de bienes inmuebles. Sus áreas de actividad incluyen patrimonio, mediante el desarrollo y arrendamiento de oficinas y centros comerciales en propiedad, así como promoción de viviendas y gestión de suelo.

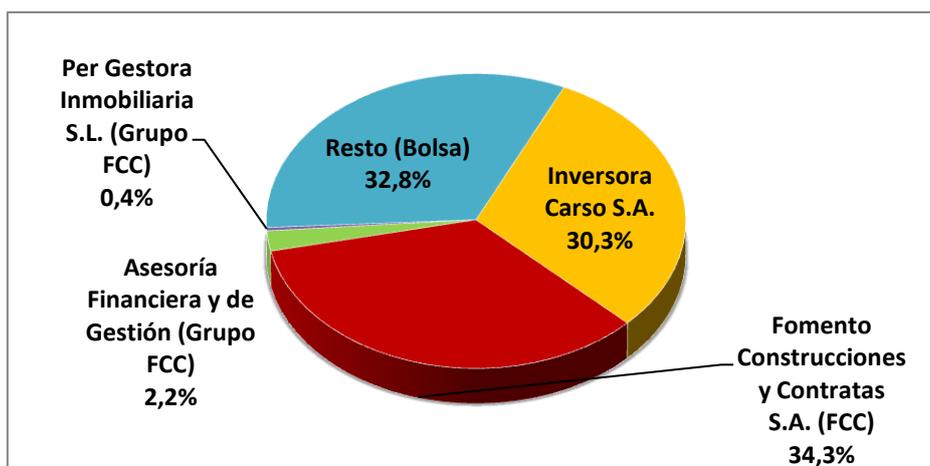
La compañía ha apostado por el crecimiento en el exterior a través de dos vías: inversión en Patrimonio en Francia y desarrollo residencial en el Este de Europa. Fruto de esta estrategia, en mayo de 2006 Realia tomó el control de SIIC de Paris, una sociedad patrimonial que cotiza en la Bolsa francesa. En el Este de Europa, Realia ha realizado inversiones y desarrolla proyectos en Polonia y Rumania.

En el año 2007, la Junta General de Accionistas de Realia Business, S.A., aprobó la reestructuración del Grupo, mediante la constitución de una nueva Sociedad denominada Realia Patrimonio, S.L.U., participada en un 100% por Realia Business, S.A., y a la que se aportó la actividad patrimonial del Grupo Realia.

Tras los últimos cambios accionariales, Realia está mayoritariamente participada por FCC e Inversora Carso, dos grupos de gran solvencia y prestigio.

Los principales accionistas de la sociedad y su porcentaje de participación se detallan a continuación:

*Figura 1.2 - Estructura Societaria de Realia Business S.A.*



*Fuente: Elaboración propia a partir de CCAA Consolidadas a 31/12/2015 de la Sociedad.*

Realia cuenta con dos líneas de negocio, el negocio patrimonial y el negocio residencial, según se detalla a continuación.

El negocio patrimonial genera ingresos mediante el arrendamiento y gestión de edificios de oficinas, caracterizados por su calidad y ubicación principalmente en zonas prime de Madrid y Barcelona; y genera ingresos también mediante el arrendamiento y gestión de centros comerciales, que cuentan con la presencia de los principales operadores de moda, hogar, restauración y ocio, además de una privilegiada situación.

En cuanto al negocio residencial, produce ingresos por la promoción y venta de productos inmobiliarios y gestión de suelo. El stock inmobiliario está compuesto principalmente por viviendas, pero también por oficinas y locales comerciales en menor medida. Relacionado con la gestión de suelo, cuenta con una amplia cartera de suelo edificable.

Es preciso por último señalar, que Realia ha atravesado dificultades financieras durante los últimos años y también se ha visto obligada a llevar a procesos de renegociación de deuda.

## 1. 3 Análisis del Sector

---

En los epígrafes anteriores se ha realizado un estudio generalizado del contexto económico en el que se enmarcan las actividades de las sociedades objeto de análisis, así como un estudio sobre la historia de éstas para así obtener un mayor grado de conocimiento individualizado de cada una de ellas.

Sin embargo, resulta necesario conocer en profundidad el sector en el que operan las empresas, y para ello se va a realizar a continuación un análisis del mismo.

### 1.3.1 Análisis Externo

Guerras Martín, L.A, y J.E. Navas López (2007) definen el entorno como todo aquello que se encuentra fuera de los límites de la organización y que está constituido por todos aquellos factores que puedan tener alguna influencia, directa o indirecta, sobre las decisiones y resultados de la empresa.

De acuerdo a la definición del entorno, podemos distinguir dos acepciones del mismo, que se analizarán por separado a continuación:

- **Entorno General:** Medio externo que rodea a la empresa. Es decir, todo aquello que puede influir en la empresa derivado del sistema socioeconómico en el que ésta desarrolla su actividad. Estos factores afectan a cualquier tipo de organización.
- **Entorno Específico:** Es la parte del entorno más próxima a la actividad habitual de la empresa, es decir, conjunto de factores que afectan al sector o rama de actividad económica al que la empresa pertenece.

#### a) Análisis del Entorno General

El estudio del entorno general se va a realizar a través del análisis PEST, una herramienta utilizada para comprender el crecimiento o declive de un determinado mercado, en definitiva, se va a emplear para identificar los factores que desde la perspectiva del sistema económico y social general, afectan a la actuación de las empresas objeto de estudio.

En el análisis PEST vamos a distinguir cuatro grupos de factores: **Políticos**, **Económicos**, **Sociales** y **Tecnológicos**.

~ Factores Político-legales:

Hacen referencia a la estabilidad gubernamental y las políticas generales que llevan a cabo las administraciones públicas, así como a las leyes y normas implantadas por el legislativo. Estos condicionarán de alguna forma el pensamiento y actuación de las organizaciones.

Entre los factores político-legales destacables, el hecho de pertenecer a la Zona Euro ha supuesto en España la adhesión a una política monetaria común, que se ha caracterizado por la bajada de tipos de interés (política monetaria expansiva), este hecho ha proporcionado una mayor accesibilidad a créditos hipotecarios, que ha sido uno de los estimulantes de la inversión y especulación en el sector inmobiliario y construcción en nuestro país, ello provocó el progresivo endeudamiento de las familias y empresas.

Entre otros, nuestra economía también se ha visto condicionada por la Reforma Laboral llevada a cabo por el Gobierno en 2012, la cual convertía la regulación laboral caracterizada por una fuerte protección del trabajador, en otra algo más laxa, con la intención de flexibilizar el mercado de trabajo, y ello ha favorecido que un elevado volumen de empresas hayan llevado a cabo reducciones en la estructura de personal. Reyal Urbis ha llevado a cabo dos Expedientes de Regulación de Empleo (EREs) tras la declaración del concurso de acreedores, el primero en 2014 que afectó a 60 empleados y el segundo a finales del ejercicio 2015, afectando esta vez a 67 empleados de la compañía. Por su parte, Realia también llevó a cabo un ERE en el año 2013, reduciendo el 40% de su plantilla, ambas han acudido al despido colectivo, pero con anterioridad a éstos ya se habían llevado a cabo reestructuraciones de plantilla despidiendo a empleados por el método individual.

~ Factores Económicos:

Son variables de índole económica que influyen en el sistema en el que se desenvuelve la empresa, y que afectarán con mayor o menor intensidad dependiendo del tipo de sector económico.

Entre los factores económicos que han condicionado la actuación de Reyal Urbis y Realia, como ya hemos señalado anteriormente, se encuentra el más relevante, la gran recesión económica y financiera que han atravesado todos los países desarrollados en general durante los últimos años (finales 2007), fruto de varios desencadenantes, burbuja financiera, inmobiliaria, sobreendeudamiento de las familias, etc.

Durante los años previos a la crisis, el crecimiento económico de España era muy superior al de la media europea, 1 de cada 2 puestos de empleo que se creaban en Europa eran generados en nuestro país, no existían restricciones en el crédito ...

En concreto en España, ésta ha tenido un impacto brutal, y ello ha surtido de importantes consecuencias a ambas empresas, pues particularizando, el sector inmobiliario y construcción ha sido sin duda el más azotado por la gran crisis. La misma ha dado lugar a tasas de desempleo de alrededor del 25%, un descenso generalizado de los salarios, una fuerte reducción del consumo, entre otros. Es importante por ello vigilar de cerca indicadores como el PIB, la tasa de desempleo, la inflación, los tipos de interés, tipos de cambio...

~ Factores Sociales:

Se pueden definir como aquellos que engloban creencias, valores, actitudes y estilo de vida de las personas que forman parte de la sociedad. Son muy importantes en la determinación del comportamiento del individuo y de la empresa. La cultura es un factor aprendido que va a condicionar aspectos básicos de dicho comportamiento y tiene un impacto importante, tanto desde la perspectiva del consumidor, como de la empresa,

ya que ésta última debe comprender la cultura de su mercado objetivo, y también entender la filosofía empresarial con la que plantear su negocio.

En cuanto al negocio de Reyal Urbis y Realía, la cultura y estilo de vida puede ser relevante en el sentido de que, existen sociedades en las cuales para las personas, el hecho de vivir en una vivienda de su propiedad es inconcebible, pues prefieren vivir en régimen de alquiler, esto supone una barrera de entrada para empresas del sector inmobiliario y construcción, pues únicamente podrían explotar los inmuebles en régimen de alquiler y no obteniendo plusvalías de ellos.

En cambio en España, la mentalidad de la población es totalmente la opuesta, una amplia mayoría prefiere comprar inmuebles que destinarán a vivienda habitual, antes que vivir como inquilinos, y eso favorece al sector.

Como aspecto socio-cultural ha de destacarse la creciente preocupación por el medioambiente y el bienestar social, por parte de la población. Cada vez más empresas disponen de una Política de Responsabilidad Social Corporativa (RSC) para afrontar ciertos deseos, en este sentido, de la sociedad.

Según afirma el Grupo Realía en su Política de RSC, uno de sus grandes retos se centra en la sostenibilidad, criterio que aplica a todos sus proyectos.

Por su parte, Reyal Urbis asume su compromiso de RSC preocupándose permanentemente, según afirma, por: la protección del medio ambiente, la mejora continua en las relaciones laborales y la contribución al desarrollo de la sociedad. Estos principios conllevan un comportamiento ético en sus negocios y en las relaciones con empleados, accionistas, clientes, proveedores,... y la sociedad en general.

~ Factores Tecnológicos:

Se refieren al estado de desarrollo tecnológico y sus aportes en la actividad empresarial. Depende de su estado la cifra en gasto público en investigación, la preocupación gubernamental y de industria por la tecnología, el grado de obsolescencia y madurez de las tecnologías convencionales,...

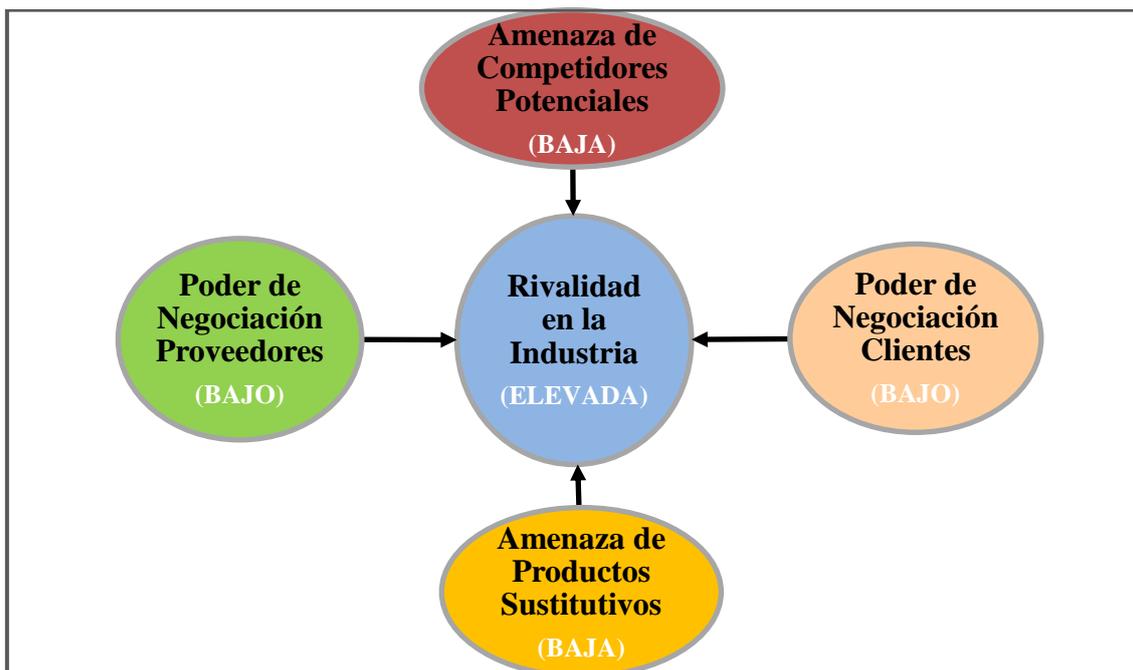
Como factores tecnológicos que influyen sobre la industria, adquiere el protagonismo la introducción de la seguridad en los inmuebles, los sistemas de video vigilancia y las puertas y ventanas con un grado alto de seguridad (materiales macizos, cerraduras cifradas, blindaje, ...) se han convertido en argumento de la mayoría de peticiones realizadas por los clientes al sector. Influye también como factor tecnológico la introducción de la domótica en todo tipo de edificaciones, y tampoco se le ha de restar importancia a las subvenciones otorgadas por Administraciones Públicas según el Plan de Vivienda, que incentivan el empleo de materiales con propiedades de ahorro energético en la rehabilitación de edificaciones.

**b) Análisis del Entorno Específico**

Continuando con el objetivo de analizar el sector de actividad en el que operan Reyal Urbis y Realía, pasamos a estudiar el entorno específico, más cercano a la actividad empresarial de éstas. Dicho estudio se va a llevar a cabo a través del modelo de Porter (1982), conocido como el modelo de las cinco fuerzas competitivas básicas.

El modelo de las cinco fuerzas, constituye una metodología de análisis estándar para investigar las oportunidades y amenazas que la industria ofrece a la empresa y que determinan su capacidad para obtener beneficios. Según Porter (1982) el grado de atractivo de una industria viene determinado por la acción de cinco fuerzas competitivas básicas que, en su conjunto, definen la posibilidad de obtención de rentas superiores.

Figura 1.3 - Modelo de las cinco fuerzas competitivas básicas. Sector Inmobiliario y Construcción



Fuente: Elaboración propia a partir de Porter (1982)

~ Rivalidad en la Industria:

Hace referencia a la intensidad de la competencia actual. A medida que la intensidad de la competencia sea mayor, la posibilidad de obtención de rentas superiores es menor, y por tanto, el atractivo de la industria disminuye.

El sector inmobiliario y construcción durante los años previos a la crisis, 2000 a 2008, se encontraba en fase de crecimiento, ello propició una intensidad de la competencia en el sector muy fuerte, convirtiendo al mismo en un sector sobreexplotado.

En cuanto a los productos que se ofertaban, la diferenciación existente se encontraba en la consideración del producto bien como vivienda de lujo o bien como vivienda accesible para segmentos de población de clase media. Si se tiene en cuenta el uso que se le fuera a dar al producto, diferenciación entre vivienda habitual o segunda vivienda. Más allá de estas dos consideraciones, no existía apenas diferenciación.

El número de competidores era muy elevado, y apenas existían barreras de entrada y de salida, el único aspecto relevante en esta línea era la inversión inicial a realizar, pero gracias a la facilidad crediticia existente en aquel momento, la inversión no se convertía en obstáculo.

Tras el declive del sector con el estallido de la burbuja inmobiliaria a finales de 2007, muchas de las empresas que se habían creado durante el boom inmobiliario quebraron, pero aún en la actualidad la rivalidad existente en la industria es elevada, el número de competidores es elevado y se está compitiendo en ocasiones agresivamente en precios.

Reyal Urbis y Realia son empresas competidoras entre sí, en su día lo serían también empresas como Martinsa Fadesa, S.A., Llanera Construcciones Obras y Proyectos, S.A., y un largo etc. éstas fracasaron tras el estallido de la burbuja, como competidores actuales se encuentran Inmobiliaria Colonial, S.A. e Inmobiliaria del Sur, S.A. entre otros.

~ Competidores Potenciales:

Cuando hablamos de competidores potenciales nos referimos a aquellos inversores que, cumpliéndose ciertas condiciones estarían dispuestos a crear una nueva empresa en la industria, convirtiéndose así en competidores reales.

Consideramos que la amenaza de competidores potenciales es baja puesto que el atractivo que adquiere la industria en estos momentos es bajo, debido a la experiencia sufrida por el sector durante los últimos años, que incluso ha afectado a aquellas empresas fuertes y más consolidadas en el mismo. Este hecho unido al fuerte control existente en el acceso a la financiación bancaria en la actualidad, motiva que la amenaza de competidores potenciales en el sector no sea elevada.

~ Productos Sustitutivos:

Se refiere a aquellos productos que satisfacen las mismas necesidades de los clientes que el producto que ofrece la industria. Cuantos más sustitutivos haya en una industria, menor será el grado de atractivo de ésta.

En cuanto a la amenaza de productos sustitutivos en el sector inmobiliario también es baja, e incluso podría decirse que insignificante, ya que apenas existen productos que satisfagan la misma necesidad que la ofrecida por el sector.

~ Poder negociador de los proveedores y de los clientes

Es la capacidad de proveedores y clientes de imponer condiciones en las transacciones que realizan con las empresas de la industria. Cuanto mayor es el poder de negociación, menor es el atractivo del sector.

Se considera bajo el poder negociador de los proveedores, pues apenas existe concentración de éstos en el sector inmobiliario sino al contrario, el número de empresas que pueden abastecer de materiales al sector es elevado, pues el mismo creció al mismo ritmo que lo hizo la construcción, existiendo hoy en día una gran diversidad de proveedores. No existirá dependencia sobre ningún proveedor, además el grado de diferenciación entre ellos es prácticamente inapreciable, traducándose esto en un bajo poder de negociación por parte de los mismos.

En cuanto a la condición negociadora de los clientes la conclusión es la misma, es muy reducida. No existe dependencia sobre ningún cliente, ya que las promociones urbanísticas se venden en su mayoría a familias, que no presentan poder para influir sobre las transacciones del sector.

### **1.3.2 Análisis Interno**

El análisis interno tiene como objetivo identificar las fortalezas y debilidades que tiene una empresa, a partir de los factores internos de la misma, recursos, medios, habilidades y capacidades de los que dispone, para desarrollar su actuación competitiva. El análisis interno lo vamos a llevar a cabo a través de la matriz DAFO.

El análisis de las debilidades se elabora para identificar aquellos factores internos que influyen o pueden influir negativamente en el desarrollo de la actividad inmobiliaria y de las empresas objeto de estudio.

El sector inmobiliario español se ha caracterizado por la similitud de las promociones inmobiliarias ejecutadas, independientemente de la localización de los inmuebles, del

destino que se fuera a dar a los mismos así como de los usuarios que disfrutarían de las viviendas.

Independientemente del tipo de actividad, el hecho de disponer de un volumen reducido de fondos propios en la empresa se convierte también en debilidad, ya que dicha situación condiciona la inversión a la obtención de financiación ajena. Evaluando a grandes rasgos la estructura de capital de Reyal Urbis para contemplar dicha posibilidad, observamos que éste factor se convierte en su debilidad principal. Sucede lo mismo en el caso de Realia, donde la financiación propia no alcanza un porcentaje de representación superior a un tercio del total durante todo el período.

El elevado apalancamiento financiero constituye otra de las principales debilidades de las empresas del sector inmobiliario. Reyal Urbis y Realia cuentan con un elevado nivel de apalancamiento financiero.

También se plantea como debilidad del sector la depreciación y obsolescencia de los activos, ello se refleja en la reducción sufrida en el valor de los activos en todas las empresas de la industria.

En cuanto a las amenazas, hacen referencia a situaciones que provienen del exterior y que pueden afectar negativamente al desempeño de la actividad. Como por ejemplo la recesión de la economía en España desde 2007 a 2014, también han afectado a la industria las leyes sobre la congelación de los alquileres y la eliminación de las ayudas concedidas a jóvenes que hayan accedido a una vivienda en régimen de alquiler, la actividad inmobiliaria se ve influenciada negativamente por la reducción del crédito, entre muchas otras.

Al tratar las fortalezas del sector inmobiliario, encontramos la diferenciación en cuanto a marca, la diversificación por el territorio internacional, el elevado margen sobre ventas, ...

Reyal Urbis se diferencia del resto de competidores por prestar servicios complementarios, como el servicio de reforma y servicio postventa. Además presenta varias líneas de negocio, diversificando el riesgo por ejemplo, a través del sector hotelero,...

Respecto a la estrategia de Realia, opta por la diferenciación a través de la localización de sus activos, situados en zonas prime de Madrid y Barcelona, y por la posesión de activos como oficinas y centros comerciales en importantes enclaves estratégicos y distritos industriales.

Realia focaliza su desarrollo en las regiones españolas con mayor crecimiento de población y en las viviendas destinadas al uso habitual de la familia, o primera residencia, aunque cuenta con una cartera de segundas residencias de calidad.

Por último como oportunidades creadas por el entorno, se encuentran los ciclos de auge económico, como el experimentado por nuestro país desde 1995 a 2006, expansión del mercado de los "single" y adaptación de viviendas para dicho segmento, aparición de nuevos nichos de mercado, como los alquileres destinados únicamente a turistas, etc.



# **CAPÍTULO 2**

**ANÁLISIS COMPARATIVO DE LA  
SITUACIÓN ECONÓMICO-FINANCIERA  
ENTRE REYAL URBIS S.A. Y REALIA  
BUSINESS S.A.**

Una vez realizado el estudio de la coyuntura económica general, las características del sector y la estrategia adoptada por la empresa, el capítulo a continuación trata sobre el análisis comparativo en sí, de los estados financieros de las sociedades Reyal Urbis, S.A. y Realía Business, S.A. a tres niveles; patrimonial, de financiación y de rentabilidad, para el período 2010-2015.

Los datos utilizados en dicho estudio se han extraído de las CCAA Consolidadas (Balance de Situación y Cuenta de P y G), obtenidas a través de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). Dichas cuentas han sido elaboradas con arreglo a las Normas Internacionales de Contabilidad / Normas Internacionales de Información Financiera (NIC / NIIF) establecidas por el Reglamento nº 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo.

Estas CCAA Consolidadas (tanto de Reyal Urbis, S.A. como de Realía Business, S.A.) han sido auditadas en todos los ejercicios objeto de análisis, y según se extrae de la lectura del párrafo de opinión de los correspondientes informes de auditoría, "las cuentas anuales consolidadas expresan en todos los aspectos significativos la imagen fiel del patrimonio neto consolidado y de la situación financiera consolidada", se puede utilizar de manera fiable dicha información. Con anterioridad al análisis, se ha procedido al tratamiento y homogenización de los datos en Excel.

## **2.1 ANÁLISIS PATRIMONIAL**

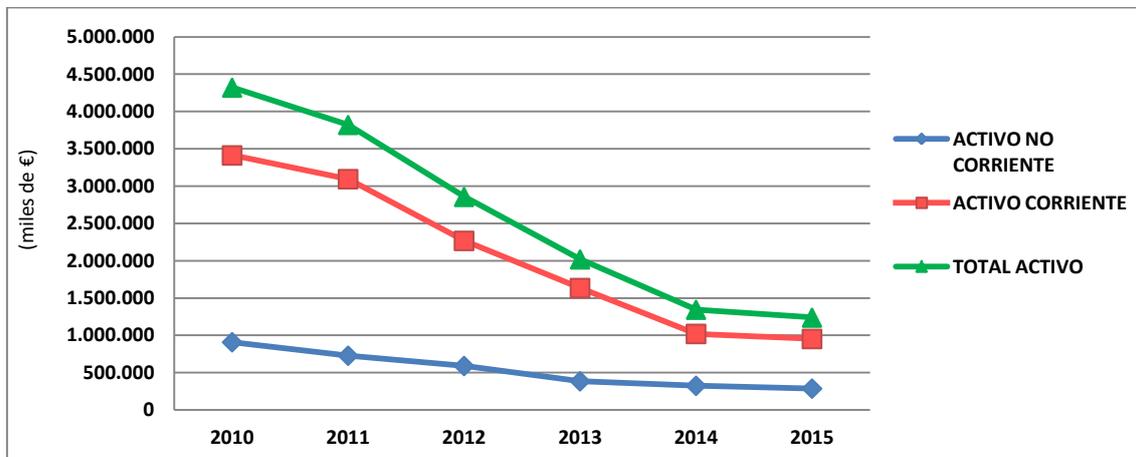
---

El presente epígrafe se va a dedicar al análisis patrimonial, entendido éste como el estudio, a través del balance, de la estructura económica y financiera de la sociedad. Se van a distinguir por tanto dos bloques, activo y patrimonio neto y pasivo, y se analizarán así las inversiones efectuadas y los derechos adquiridos con los recursos captados, y por otro lado, las diferentes fuentes a las que ha recurrido la sociedad para obtener recursos con los que financiar la inversión.

Las herramientas empleadas en el estudio patrimonial han sido los porcentajes verticales, para evaluar la composición de activo y patrimonio neto y pasivo (análisis estático), y porcentajes horizontales para analizar la evolución del activo y patrimonio neto y pasivo (análisis dinámico), no obstante se ha preferido presentar los resultados a través de gráficos, y las tablas se encuentran recogidas en el Anexo.

## 2.1.1 EVOLUCIÓN Y COMPOSICIÓN DEL ACTIVO

Gráfico 2.1 - Evolución del Activo de Reyal Urbis, S.A.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos extraídos de la CNMV.

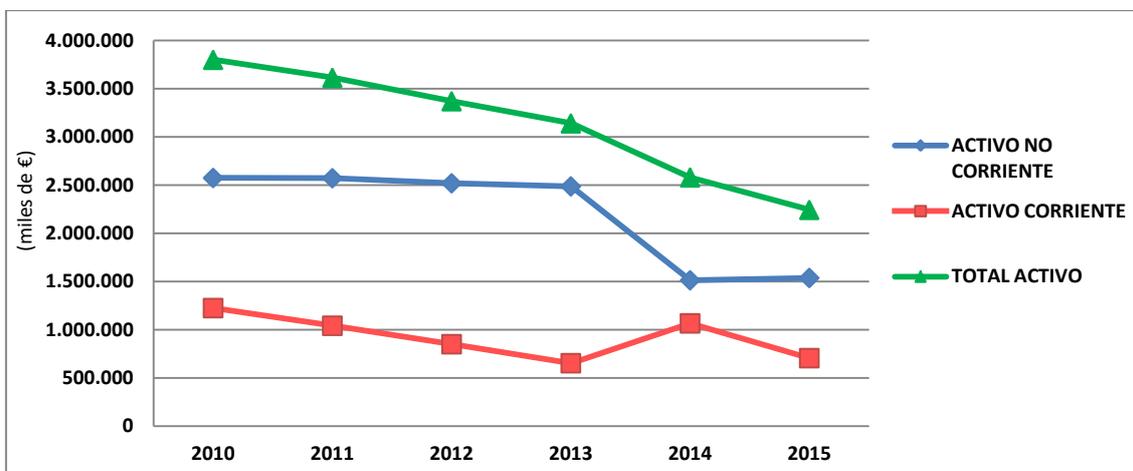
El gráfico muestra la evolución del activo de Reyal Urbis en el período 2010-2015. En este sentido, se observa que la inversión presenta una tendencia decreciente para el período de análisis, concretamente el activo de la sociedad en 2015 es un 71,3% menor respecto del ejercicio 2010.

Como puede apreciarse, tanto el ANC como el AC explican dicha desinversión, ambos experimentan una evolución negativa. Si bien, el AC es quién realmente propicia esta drástica reducción de la inversión, ya que obtiene un peso muy relevante (entorno a 80%) en la composición del activo de Reyal Urbis. El activo circulante pasa de alcanzar cifras de alrededor de 3,4 mil millones de € a tan solo 953 millones de € en cinco años.

Hasta el cierre del 2012 el AC había evolucionado desfavorablemente, pero es en dicho ejercicio cuando su reducción es muy destacada (-33,6% respecto al ejercicio 2010). Posterior a dicho cierre (momento en el cual Reyal Urbis entra en concurso de acreedores, febrero 2013), el AC continúa minorándose de forma cada vez más destacada, -52,1% en 2013 y -70,1% en 2014, hasta alcanzar el volumen de inversión señalado para 2015. Esta evolución es consecuencia, principalmente, del deterioro del mercado inmobiliario, que afecta al epígrafe de "**Existencias**", siendo éste el más representativo del activo circulante.

El gráfico a continuación nos permite comparar la evolución del activo de Reyal Urbis con otra empresa competidora del sector, Realia Business:

Gráfico 2.2 - Evolución del Activo de Realia Business S.A.

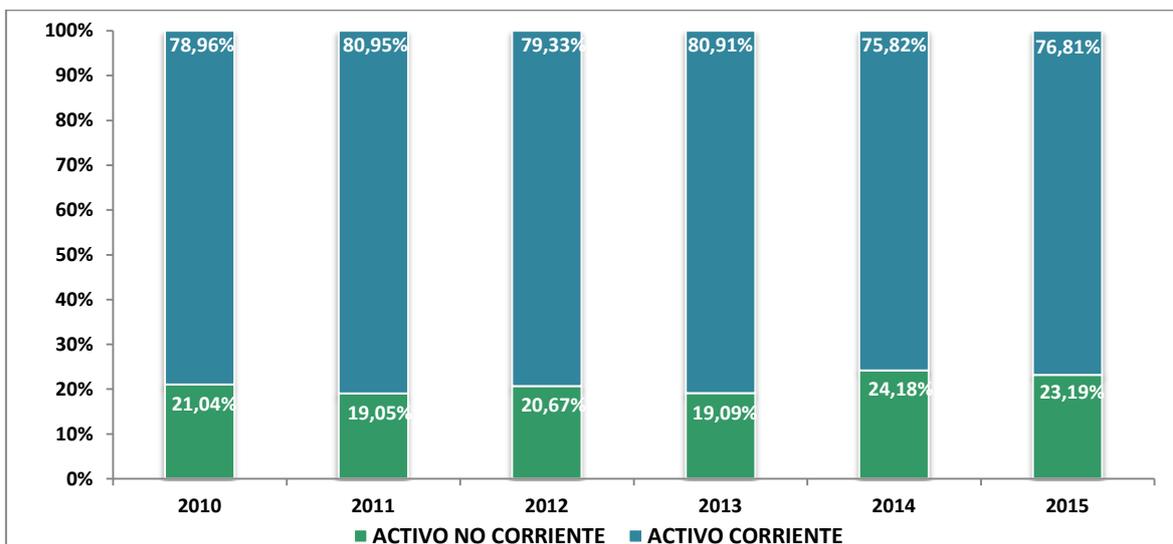


Fuente: Elaboración propia a partir de datos extraídos de la CNMV.

Para el período 2010-2015, el activo de Realia Business también presenta una tendencia decreciente, mas se aprecia que esta evolución aunque es desfavorable, es menos acentuada que en el caso anterior de Reyal Urbis. En esta ocasión la inversión en 2015 es un 40,9% inferior respecto del ejercicio 2010.

A la vista del gráfico podemos distinguir dos tramos, el primero, 2010-2013, en el que la evolución negativa de la inversión viene marcada por la reducción de AC, y un segundo tramo, 2013-2015, en el que la caída de activo total es motivada por la decisión de la sociedad de desinvertir en activo fijo.

Gráfico 2.3 - Composición del Activo de Reyal Urbis S.A. (I)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos extraídos de la CNMV.

En líneas generales, se observa que la composición de la estructura económica de la sociedad Reyal Urbis ha sido similar durante todo el período objeto de análisis, 2010-2015, ya que las variaciones en la proporción entre inversión a largo y corto plazo han

sido mínimas. Las cifras de ANC suponen alrededor de un 20% del total de la inversión, correspondiendo el 80% restante a AC.

Profundizando en esta composición, el epígrafe más representativo del ANC corresponde a "**Inversiones Inmobiliarias**", y dentro del AC el más significativo es el epígrafe de "**Existencias**". Estos dos en conjunto, representan en torno a un 90% del total activo para el intervalo de tiempo comprendido entre 2010 y 2015.

Para analizar la estructura económica de Reyal Urbis, es preciso señalar qué se considera inversión inmobiliaria y qué se considera existencias.

El epígrafe "**Inversiones Inmobiliarias**" muestra los inmuebles (terrenos o edificios, considerados en su totalidad o en parte, o ambos) que se tienen (por parte del dueño o por parte del arrendatario que haya acordado un arrendamiento financiero) para obtener rentas, plusvalías o ambas, en lugar de para su uso en la producción o suministro de bienes o servicios, o bien para fines administrativos; o su venta en el curso ordinario de las operaciones (NIC 40, párrafo 5).

Según se recoge en la Memoria consolidada de ambas sociedades se considera "**Inversiones Inmobiliarias**" a los valores netos de los terrenos, edificios y otras construcciones que se mantienen bien para explotarlos en régimen de alquiler, o bien para obtener una plusvalía en su venta como consecuencia de los incrementos que se produzcan en el futuro en sus respectivos precios de mercado.

El epígrafe "Existencias" recoge los activos:

- (a) poseídos para ser vendidos en el curso normal de la explotación;
- (b) en proceso de producción de cara a esa venta; o
- (c) en forma de materiales o suministros, para ser consumidos en el proceso de producción o en el suministro de servicios (NIC 2, párrafo 6).

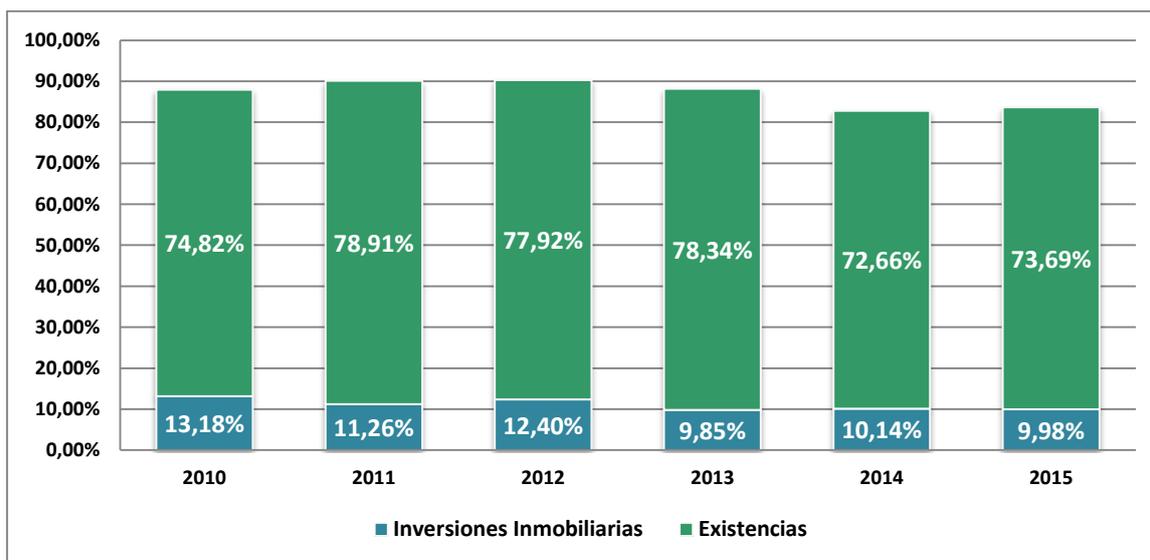
Según se recoge en la Memoria consolidada de ambas sociedades se considera "**Existencias**" a los activos que las entidades consolidadas:

- (d) Mantienen para su venta en el curso ordinario de su negocio,
- (e) Tienen en proceso de producción, construcción o desarrollo con dicha finalidad, o
- (f) Prevén consumirlos en el proceso de producción o en la prestación de servicios.

Es decir, se consideran existencias los terrenos y demás propiedades (inmuebles) que se mantienen para su venta o para su integración en una promoción inmobiliaria en el curso ordinario del negocio.

Como ya se ha señalado en el Capítulo I, las actividades a las que actualmente se dedica Reyal Urbis son la promoción urbanística e inmobiliaria en general y la adquisición, tenencia, explotación, venta y arrendamiento de toda clase de fincas rústicas y urbanas, así como la construcción de estas últimas.

Gráfico 2.3.1- Composición del Activo de Reyal Urbis S.A. (II)

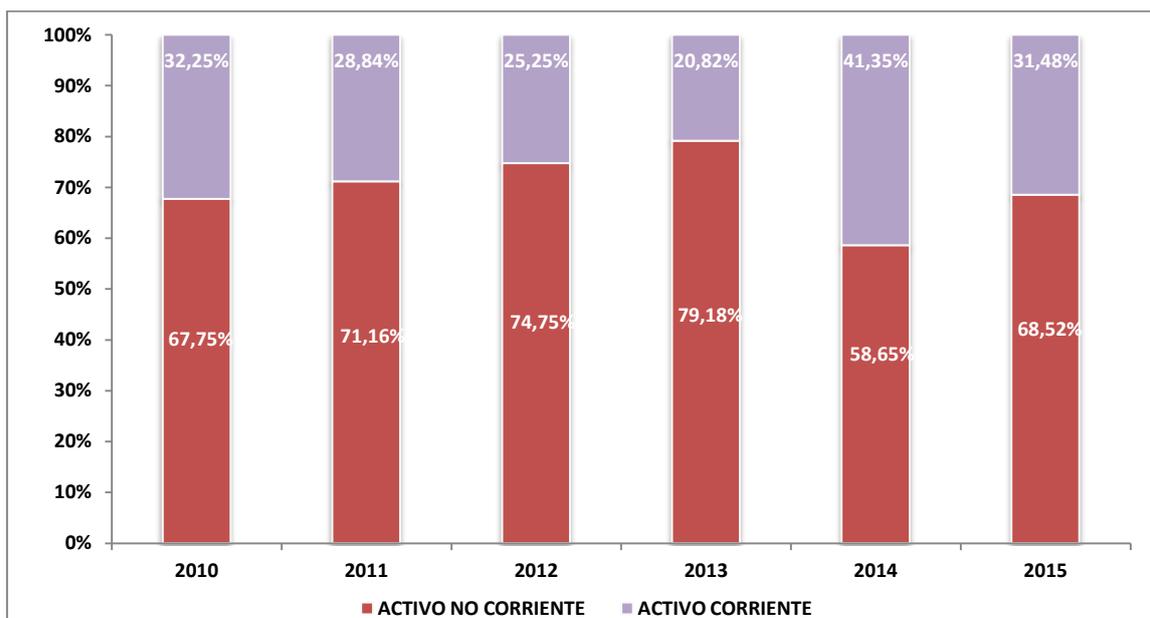


Fuente: Elaboración propia a partir de datos extraídos de la CNMV.

El gráfico anterior recoge de nuevo la composición del total activo de Reyal Urbis, pero esta vez con mayor nivel de detalle, considerando los epígrafes más significativos de éste, y muestra que la principal línea de negocio de Reyal Urbis es la promoción urbanística, concretamente según se deduce de la Memoria consolidada, la venta de viviendas de nueva construcción y suelo. Estos activos (existencias) suponen del total de inversión entre un 72% y 79% para el período 2010-2015. Además la sociedad dispone de construcciones que explota en régimen de alquiler (inversiones inmobiliarias), y éstas suponen para todo el período entre un 10% y un 13%.

El siguiente gráfico nos permite comparar la situación económica de Reyal Urbis con la del competidor Realía Business S.A. :

Gráfico 2.4 - Composición del Activo de Realía Business S.A. (I)

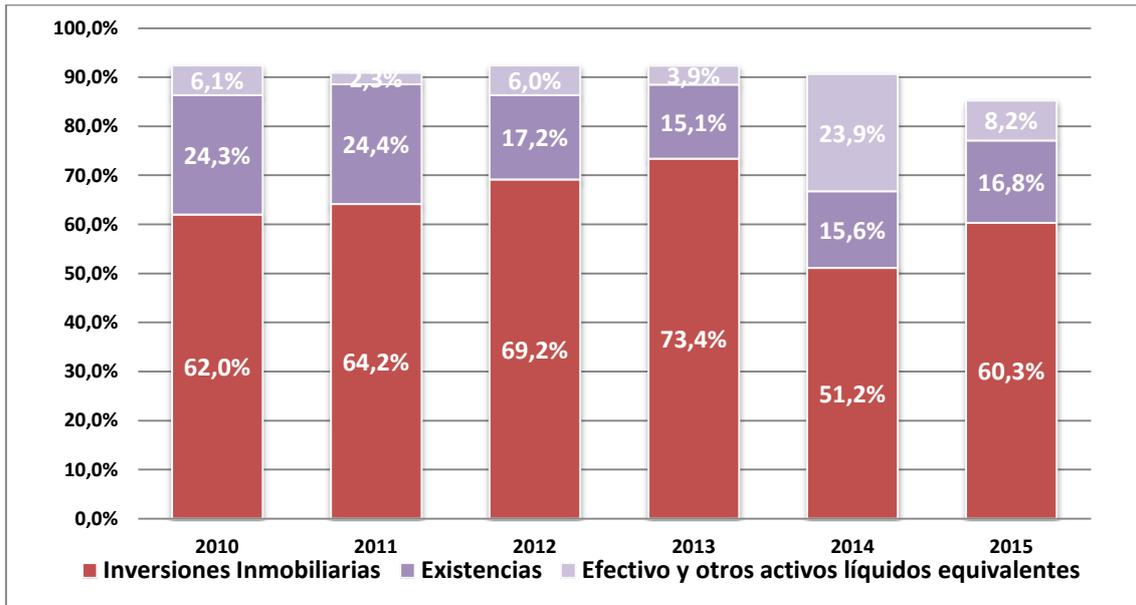


Fuente: Elaboración propia a partir de datos extraídos de la CNMV.

La principal conclusión extraída es que la estructura del activo de Realia es completamente contraria a la de Reyal Urbis. En este caso, la importancia del ANC es muy superior a la del AC.

Otra diferencia que se aprecia en esta ocasión, es que sí se han producido alteraciones en la composición del activo significativas, concretamente en el ejercicio 2013 el ANC representa el 79% del activo total, frente a un 68% que suponía en el ejercicio 2010, es decir, el peso del ANC aumenta un 11% en 2013 respecto a 2010, y un ejercicio económico después, en 2014 sufre una reducción también muy significativa del 20%.

Gráfico 2.4.1 - Composición del Activo de Realia Business, S.A. (II)



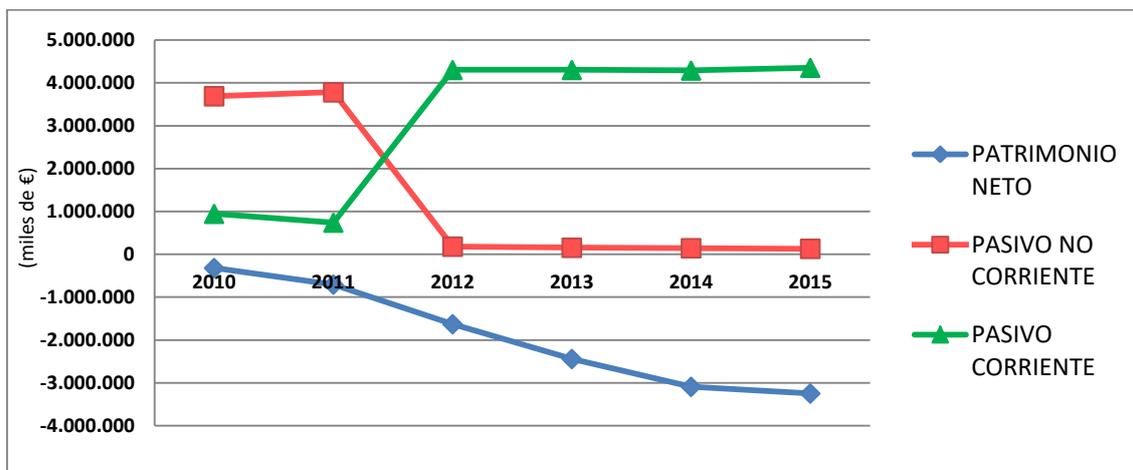
Fuente: Elaboración propia a partir de datos extraídos de la CNMV.

A partir del gráfico anterior, en el que se ha reflejado la composición del activo de Realia, teniendo en cuenta los epígrafes de mayor relevancia del ANC y AC, observamos que el epígrafe más representativo del activo de esta sociedad es el de "**Inversiones Inmobiliarias**", seguido del de "**Existencias**", situación inversa a la de Reyal Urbis. Además se ha considerado incluir en la representación gráfica "**Efectivo y otros activos líquidos equivalentes**", a partir del cual se explica la reducción en el ANC comentada anteriormente para el ejercicio 2014.

Como conclusión, aunque ambas sociedades tienen como actividad primaria la promoción urbanística e inmobiliaria en general (CNAE 4110), y entre sus actividades secundarias el alquiler de bienes inmuebles, el activo de Reyal Urbis refleja que su actividad principal sí es la promoción urbanística, y por contra, el activo de Realia deja entre ver que su actividad principal es la obtención de rentas por el alquiler de los inmuebles.

## 2.1.2 EVOLUCIÓN Y COMPOSICIÓN DEL P.NETO Y PASIVO

Gráfico 2.5 - Evolución del p.neto y pasivo de Reyal Urbis, S.A.

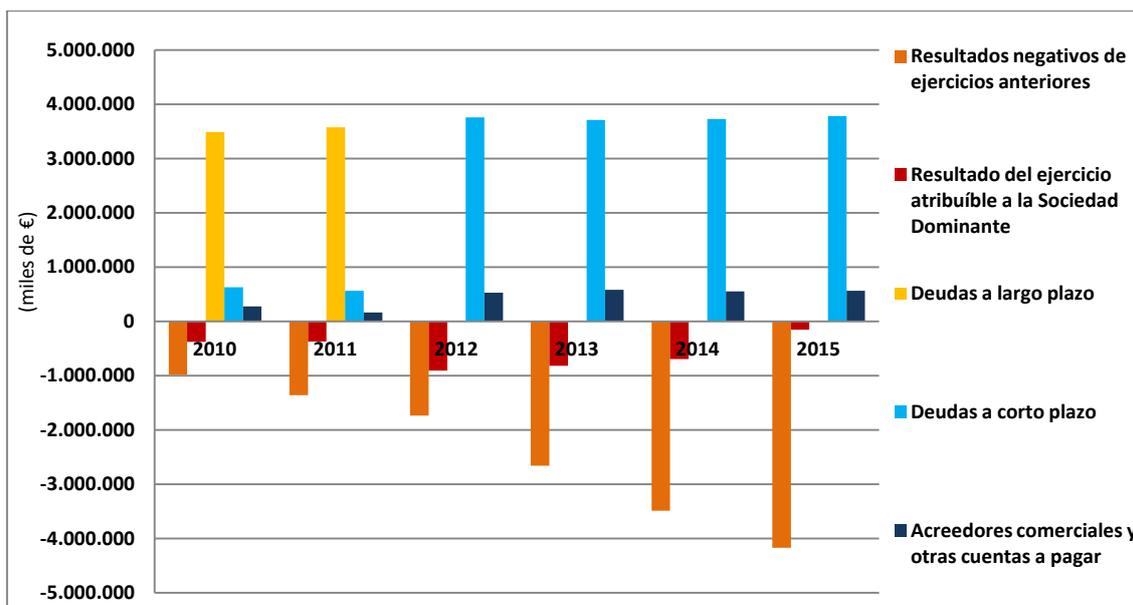


Fuente: Elaboración propia a partir de datos extraídos de la CNMV.

El gráfico muestra la evolución que ha experimentado la estructura financiera de Reyal Urbis durante el período de estudio.

Se observa que el PN de la sociedad parte de cifras negativas en 2010 y que continúa con una evolución desfavorable hasta el año 2015. La causa de que los recursos propios hayan sufrido dicha evolución, se encuentra en los resultados negativos que la sociedad viene encadenando desde el estallido de la burbuja inmobiliaria (2007). El "**Resultado del ejercicio**" determina por tanto la evolución del PN, y en el caso del PNC y PC la evolución viene marcada por los epígrafes más representativos de éstos, "**Deudas a largo plazo**" para el primero, y "**Deudas a corto plazo**" y "**Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar**" para el segundo.

Gráfico 2.5.1 - Evolución de los epígrafes más representativos del P.Neto y Pasivo de Reyal Urbis, S.A.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos extraídos de la CNMV.

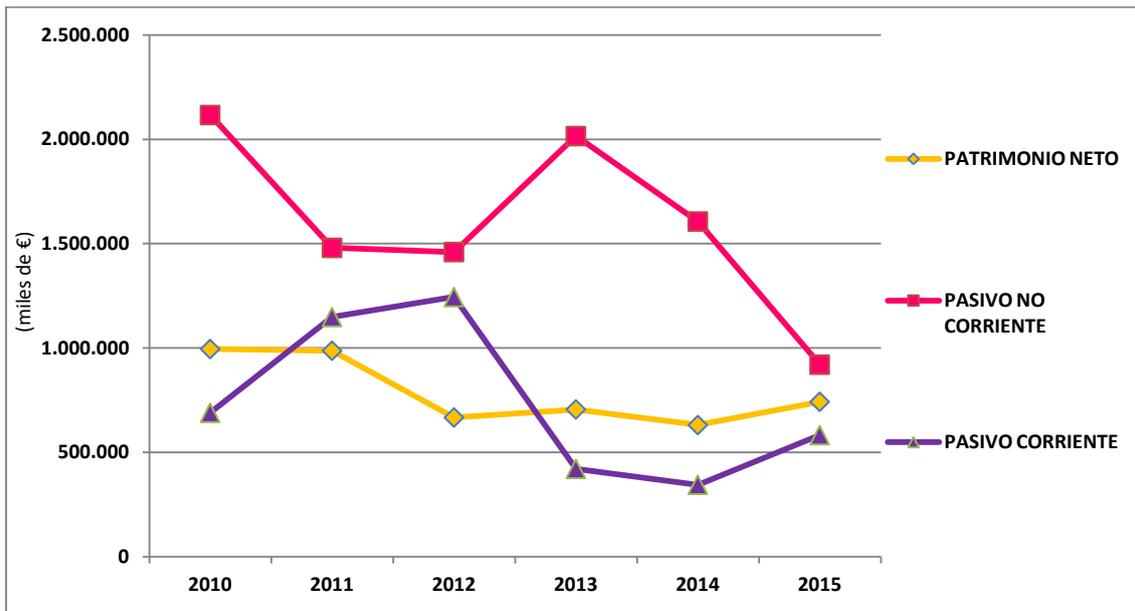
En cuanto a las pérdidas atribuibles a la sociedad dominante, fueron de -379 millones de € en 2010, que unido a los resultados negativos que acumulaba ésta de ejercicios anteriores, suma una cifra que excede en 318 millones de € a los recursos propios de la sociedad (capital y reservas) para dicho ejercicio. Estas pérdidas se duplicaron en el ejercicio 2012 (el resultado llegó a alcanzar la cifra de -910,2 millones de €), no obstante en el ejercicio 2015 aún con pérdidas, el resultado negativo ha sido inferior (-155,1 millones de €).

En lo que concierne al epígrafe "**Deudas a largo plazo**", es preciso reseñar que la sociedad solicitó voluntariamente concurso de acreedores en Febrero de 2013, y que éste fue declarado formalmente un mes más tarde, Marzo de 2013. Hasta ese momento, según la información extraída de las CCAA consolidadas correspondientes al ejercicio 2012, durante dicho ejercicio la sociedad puso en conocimiento del juzgado competente el inicio de renegociaciones de deuda con acreedores (propuesta anticipada de convenio). Este hecho es la causa que motiva la reclasificación al corto plazo de las deudas derivadas de los contratos de financiación. Por tanto, la reducción de "**Deudas a largo plazo**" sufrida en el ejercicio 2012 tiene su origen en el traspaso a la partida de *Otros Pasivos Corrientes*, reflejada en el epígrafe "**Deudas a corto plazo**", por los importes transferidos de determinadas entidades financieras al Sareb (Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria).

En relación con el epígrafe "**Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar**", hasta Octubre de 2012 (inicio de las renegociaciones de deuda con acreedores), la Sociedad venía atendiendo a sus vencimientos comerciales con normalidad (el volumen de deuda corriente con acreedores comerciales era el que cabía esperar de su actividad empresarial), si bien, al comenzar las tensiones de liquidez, el grupo intentó alcanzar un acuerdo con éstos que permitiera la viabilidad financiera, y ante la falta de acuerdo realizó la solicitud de concurso voluntario.

Procedemos a comparar la evolución comentada con la experimentada por Realia Business:

Gráfico 2.6 - Evolución del p.neto y pasivo de Realia Business, S.A.



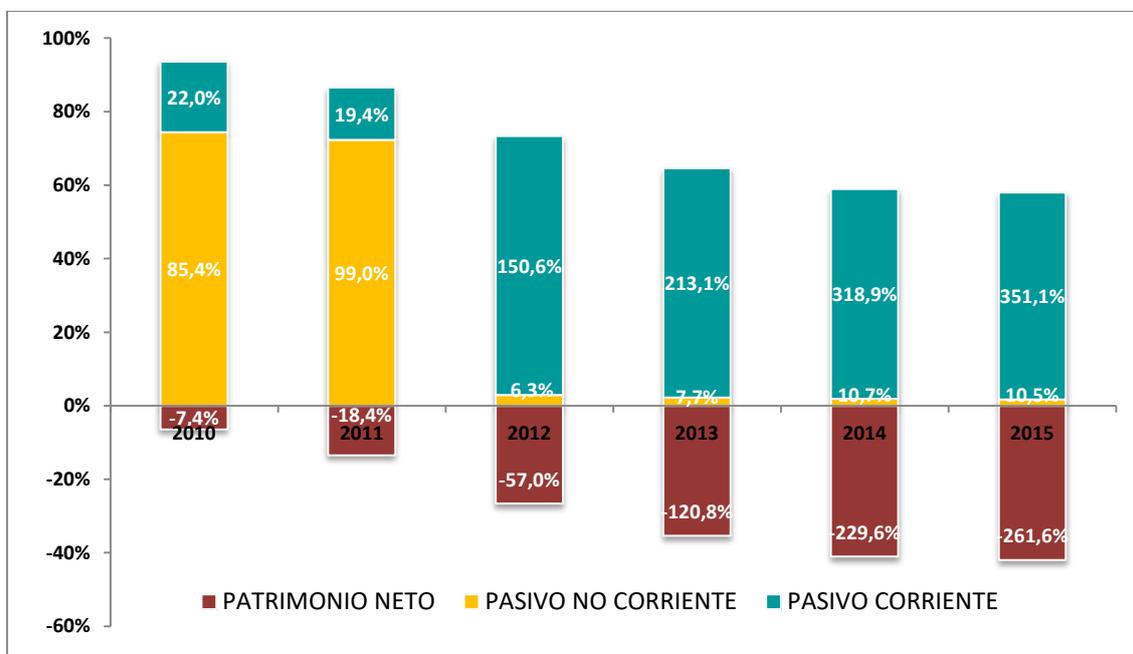
Fuente: Elaboración propia a partir de datos extraídos de la CNMV.

La estructura financiera de Realia es muy diferente a la Reyal Urbis. Hasta 2012 Realia no había tenido resultados negativos (el resultado de Reyal Urbis es negativo para todo el período), en cambio para dicho ejercicio, presentó pérdidas en alrededor de 319 millones de €, lo que provocó una fuerte reducción del PN de la sociedad. En 2013, se puede observar que el PN de Realia aumenta respecto al ejercicio inmediato anterior, y ello es debido a la ampliación de capital social realizada por la compensación de créditos, mediante la emisión de nuevas acciones ordinarias que además conllevaban prima de emisión. En el último ejercicio (2015) el PN evoluciona favorablemente también, gracias a una nueva ampliación de capital social y al resultado obtenido, por primera vez positivo desde 2012.

En cuanto a la evolución del PNC y PC en Reyal Urbis, el gráfico refleja en 2011 una fuerte reducción de la financiación a largo plazo (-30% respecto a 2010), que se explica, según se deduce de las CCAA consolidadas de dicho ejercicio, por la amortización anticipada de las cuotas comprendidas entre 31-12-11 y 31-12-14 de un préstamo sindicado (préstamo sindicado - patrimonio en renta) que tiene contraído la sociedad y por la reclasificación de deuda con entidades de crédito de largo a corto plazo, motivo este último que propicia el gran aumento experimentado por la financiación a corto plazo ese mismo año (+67% respecto a 2010).

Durante el ejercicio 2013, en relación con otro préstamo sindicado (préstamo sindicado - promoción), la sociedad llega a un acuerdo referente a la extensión y reestructuración de la deuda con bancos, según el cual se fijan nuevos vencimientos, y por tanto se procede de nuevo a la reclasificación de la deuda, esta vez de corto a largo plazo, de ahí el aumento del PNC en detrimento del PC para dicho año. Durante los ejercicios 2014 y 2015, la sociedad fue amortizando las cuotas correspondientes y este hecho hace que la financiación ajena presente una tendencia decreciente para dichos años.

Gráfico 2.7 - Composición del p.neto y pasivo de Reyal Urbis, S.A.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos extraídos de la CNMV.

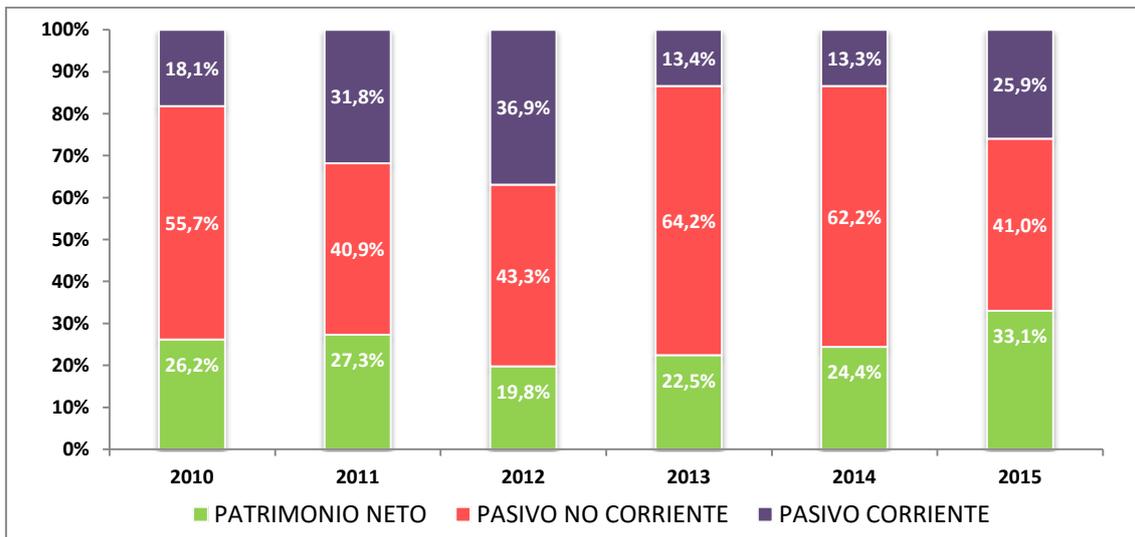
La composición de la estructura financiera de Reyal Urbis para el intervalo de análisis es la que se recoge en el gráfico anterior. Durante todo el período, el activo de la sociedad, e incluso las pérdidas de la actividad, se financian con recursos ajenos, pues

como ya se ha señalado y muestra de nuevo el gráfico, el PN es negativo para los cinco años, y por tanto el pasivo no corriente junto con el corriente, sustentan toda la inversión y las pérdidas.

Se observa que para los ejercicios 2010 y 2011, prácticamente la totalidad de la inversión está financiada con deuda a largo plazo, el PNC supone sobre la financiación total un 85% y un 99% respectivamente para dichos años. En cambio, se produce una alteración en la composición muy significativa para el ejercicio 2012, puesto que el PNC reduce su peso en un 90% respecto del ejercicio inmediato anterior. Como se puede apreciar en la representación gráfica, la importancia que pierde el PNC la adquiere el PC, como consecuencia de la reclasificación de deuda comentada anteriormente en la evolución del pasivo, en este momento la importancia relativa de las deudas a corto plazo supera en un 50,6% a la inversión de la sociedad, y con el transcurso del tiempo la situación empeora, pues en 2015 el peso de la financiación a C/P es 3 veces superior al del total de la inversión de la sociedad.

Al realizar una comparación con la composición de la estructura de financiación de Realia Business, se observa lo siguiente:

*Gráfico 2.8 - Composición del p.neto y pasivo de Realia Business S.A.*



*Fuente: Elaboración propia a partir de datos extraídos de la CNMV.*

La principal diferencia respecto de Reyal Urbis, se encuentra en que las fuentes de financiación no son únicamente ajenas, sino que dispone de recursos propios que financian parte de la inversión. En Realia, la financiación ajena total sustenta alrededor del 70% del activo de la sociedad. Además, como se puede apreciar la estructura de financiación presenta una composición mucho más estable que en la situación comentada anteriormente de Reyal Urbis.

## 2.2 ANÁLISIS DEL RIESGO FINANCIERO

---

Archel, Lizarraga, Sánchez y Cano (2015) sostienen que el riesgo empresarial se estructura alrededor de dos categorías: el riesgo económico y el riesgo financiero.

El riesgo financiero, en definitiva, hace referencia a la posibilidad de que la empresa no sea capaz de hacer frente a sus compromisos de pago en su vencimiento. Dicho riesgo se estudiará en el presente epígrafe a través del análisis de liquidez (riesgo de crédito a corto) y análisis de la solvencia (riesgo de crédito a largo / riesgo de quiebra).

El estudio del riesgo financiero es vital desde el instante en que la sociedad recurre a capital ajeno para financiar su inversión, ya que resulta preciso entonces determinar la estructura financiera más adecuada, que permita el equilibrio financiero.

De acuerdo con Azofra (1995), el equilibrio de la empresa entre inversiones y financiaciones requiere que el activo fijo esté financiado con recursos financieros a largo plazo, mientras que, el activo circulante esté financiado con créditos a corto plazo. Sin embargo señala, que para que exista solvencia financiera, los capitales permanentes deben ser suficientes no sólo para financiar el activo fijo, sino también parte estable del activo circulante.

### 2.2.1 ANÁLISIS DE LIQUIDEZ

El objetivo del subepígrafe en el que nos encontramos, es evaluar la capacidad de la empresa para hacer frente a sus obligaciones financieras, considerando como horizonte temporal el corto plazo.

El término "liquidez" suele emplearse para designar aquellos recursos disponibles de la empresa, bien en forma de tesorería, o bien como activos fácilmente transformables en efectivo.

#### VISIÓN TRADICIONAL: EL FONDO DE MANIOBRA

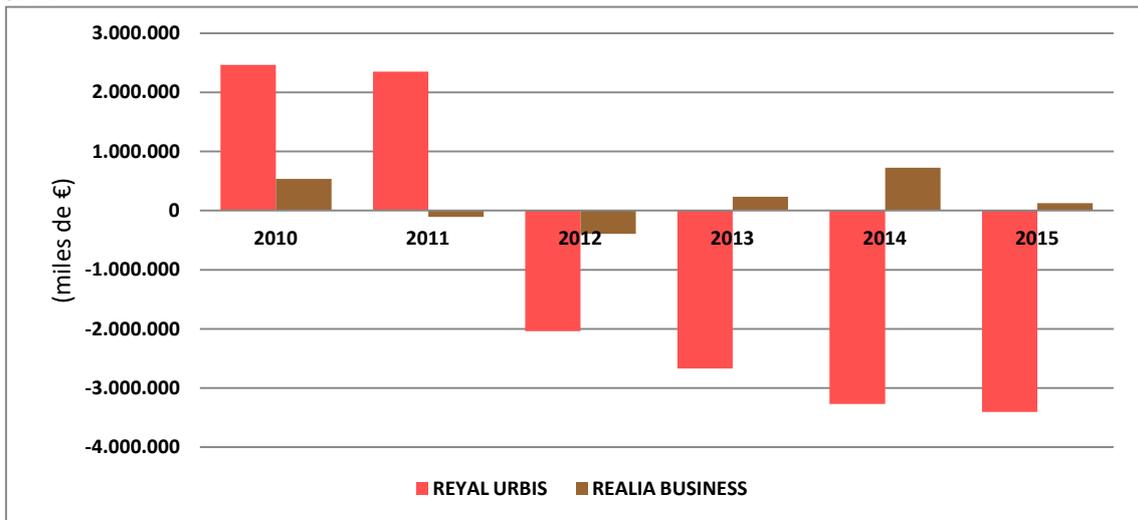
El fondo de maniobra, también denominado capital circulante, se determina por diferencia entre AC y PC. Indica por tanto, la parte de activo corriente que queda libre una vez atendidas las obligaciones de pago a corto plazo, desde el punto de vista de la inversión, o la parte de AC que no se financia con deuda a corto plazo, sino que requiere de recursos a largo plazo, desde el punto de vista de la financiación.

$\text{CAPITAL CIRCULANTE} = \text{ACTIVO CORRIENTE} - \text{PASIVO CORRIENTE}$
---

Esta visión tradicional del análisis de liquidez presume que cifras positivas del fondo de maniobra reflejan que la empresa no tendrá problemas para afrontar sus pagos en el corto plazo, y por el contrario, que cifras negativas supondrán serias dificultades financieras, pudiendo llegar incluso a la situación de suspensión de pagos.

El gráfico siguiente refleja la evolución que ha experimentado el capital circulante durante el período 2010-2015 para Reyal Urbis y Realía, y expone como podemos ver, el gran problema de liquidez que atraviesa la compañía Reyal Urbis desde 2012, ejercicio inmediato anterior a la declaración de ésta en concurso.

Gráfico 2.9 - Evolución del Fondo de Maniobra de Reyal Urbis, S.A. y Realia Business S.A.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos extraídos de la CNMV.

Durante los ejercicios 2010 y 2011 el fondo de maniobra es positivo en el caso de Reyal Urbis, alcanzando cifras de 2,4 mil millones de €, lo cual estaría indicando que la sociedad no debería tener problemas de liquidez a corto plazo, mas es preciso tener en cuenta la limitación principal de este enfoque, y es que en Reyal Urbis el AC está compuesto principalmente por el epígrafe de "Existencias" , que además por su naturaleza son de difícil venta.

En 2012 la tendencia cambia, convirtiéndose el capital circulante en negativo para el resto del período, siendo el motivo de ello la reclasificación de deuda de largo a corto plazo, comentada anteriormente en el análisis patrimonial, y la posterior suspensión de pagos a la que se ve avocada la empresa.

En cuanto a la evolución del capital circulante de Realia, se aprecia la existencia de desequilibrios financieros en los años 2011 y 2012, sin embargo para el resto de años, aunque débil, el fondo de maniobra es positivo.

### RATIO DE CIRCULANTE

El ratio de circulante o de solvencia a corto plazo relaciona por cociente el activo corriente de una empresa con el pasivo corriente de la misma. También mide la capacidad de la empresa para hacer frente a sus compromisos de pago a corto plazo, pero al tratarse de una magnitud relativizada, solventa otra de las limitaciones que plantea el análisis del capital circulante, y es que este último no es representativo a la hora de realizar comparaciones entre varias empresas.

$$\text{Ratio de circulante} = \frac{\text{ACTIVO CORRIENTE}}{\text{PASIVO CORRIENTE}}$$

En cuanto al valor adecuado para este ratio, se entiende que debe ser superior a la unidad, lo que significaría que el activo corriente es superior al pasivo corriente de la empresa, y por tanto, que ésta podría atender sus deudas en el corto plazo liquidando su activo corriente. No obstante, al igual que sucedía con el fondo de maniobra, sigue siendo preciso tener en cuenta el grado de liquidez de los componentes del activo corriente, pues si éste estuviera representado mayoritariamente por existencias, está condicionado a la mayor o menor facilidad de venta de las mismas.

Tabla 2.1 - Ratio de circulante de Reyal Urbis y Realia Business

RATIO DE CIRCULANTE	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>REYAL URBIS</b>	<b>3,60</b>	<b>4,16</b>	<b>0,53</b>	<b>0,38</b>	<b>0,24</b>	<b>0,22</b>
<b>REALIA BUSINESS</b>	<b>1,78</b>	<b>0,91</b>	<b>0,68</b>	<b>1,56</b>	<b>3,10</b>	<b>1,21</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de datos extraídos de la CNMV.

El ratio de circulante de Reyal Urbis únicamente alcanza valores superiores a la unidad en 2010 y 2011, y es inferior a la unidad para el resto de años, por lo que se extrae la misma conclusión que en el análisis del fondo de maniobra de la compañía. Además de alcanzar valores mayores que 1 en dichos ejercicios, el AC es 3 y 4 veces mayor que el PC de la sociedad, principalmente porque Reyal Urbis dispone de una muy fuerte cartera de existencias y no cuenta con un volumen elevado de deuda a corto en esos años.

Al alcanzar el ratio de circulante un valor de 4,6 en 2011, éste estaría indicando que la sociedad no tendría problemas para afrontar sus deudas durante los próximos doce meses (durante 2012), en cambio como hemos tratado a lo largo del capítulo los hechos no transcurrieron de esta manera, porque en Octubre de 2012 la sociedad inició renegociaciones de deuda con acreedores puesto que no podía hacer frente al pago.

Esta entrada en suspensión de pagos de la compañía dio lugar a la reclasificación de largo a corto plazo de deuda en 2012, y este hecho junto con la drástica reducción de AC experimentada desde 2010 al 2015, es el motivo de que el ratio de circulante experimente una evolución negativa y presente valores inferiores a 1 para el resto de años del período.

El ratio de circulante en el caso de Realia Business presenta una tendencia mucho más cambiante, obtiene valores inferiores a 1 en los ejercicios 2011 y 2012 y superiores en el resto. Durante 2011 también en el caso de Realia se produce una reclasificación de deuda de largo a corto plazo que marca el resultado del ratio de circulante dos períodos, pero según se extrae de sus CCAA, durante 2013 la sociedad llega a un acuerdo con bancos fijando nuevos vencimientos a largo plazo, de manera que el PC presenta de nuevo un volumen en línea con la actividad de la empresa y el ratio de circulante se recupera en dicho ejercicio. Respecto a los nuevos vencimientos de pago, la sociedad fue atendiendo las cuotas correspondientes, por lo que el PC evoluciona con normalidad y siendo cubierto en todo momento por el AC de la compañía. El ratio de circulante en el ejercicio 2014 resulta llamativo, pues según el valor obtenido (3,1) el AC cubre 3 veces el PC de la sociedad, y ello es debido a un pico de tesorería derivado de la venta de inversiones inmobiliarias en ese año. A tal efecto cabe señalar que, valores tan elevados reflejan una posición ociosa de activo circulante, que podría repercutir negativamente sobre la rentabilidad económica de la sociedad.

#### RATIO DE LIQUIDEZ INMEDIATA: ACID TEST

Como ya se ha señalado anteriormente, una gran limitación tanto del fondo de maniobra como del ratio solvencia a corto plazo, es que no tienen en cuenta la naturaleza de los componentes que integran el activo corriente, incluyen desde efectivo y activos líquidos equivalentes hasta partidas que requieren de varias fases hasta su transformación en líquido.

Para solventar este inconveniente, se plantea el ratio de liquidez inmediata o prueba ácida, que mide la capacidad de la empresa para cancelar sus obligaciones financieras a

corto, teniendo en cuenta únicamente elementos que no precisan de varias fases (transformación, venta, ...) para su conversión en líquido.

El ratio de liquidez inmediata se calcula del siguiente modo:

$$\text{Acid test} = \frac{\text{DISPONIBLE} + \text{REALIZABLE}}{\text{PASIVO CORRIENTE}}$$

La prueba ácida, respecto del fondo de maniobra y el ratio de circulante, al considerar partidas con mayor grado de liquidez, proporciona una medida más estricta de la liquidez.

*Tabla 2.2 - Ratio de Liquidez Inmediata de Reyal Urbis y Realia Business*

<b>RATIO DE LIQUIDEZ INMEDIATA</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
<b>REYAL URBIS</b>	<b>0,19</b>	<b>0,10</b>	<b>0,01</b>	<b>0,01</b>	<b>0,01</b>	<b>0,01</b>
<b>REALIA BUSINESS</b>	<b>0,44</b>	<b>0,14</b>	<b>0,22</b>	<b>0,43</b>	<b>1,93</b>	<b>0,57</b>

*Fuente: Elaboración propia a partir de datos extraídos de la CNMV.*

La primera conclusión que se extrae a simple vista del resultado, es que el ratio de liquidez inmediata difiere bastante del ratio de solvencia a corto plazo, pues presenta valores muy inferiores a la unidad para ambas empresas, como consecuencia del elevado peso que suponen las existencias en el activo corriente de ambas.

El ratio del acid test es fiel reflejo del gran problema de liquidez que ha atravesado Reyal Urbis desde al menos 2010, pues ya en dicho ejercicio si ésta hubiera tenido que liquidar su activo, obviando las existencias (de difícil venta por su naturaleza y el declive del mercado inmobiliario), tan solo habría sido capaz de cancelar el 19% del pasivo a corto plazo. Lo mismo sucede en Realia, donde el activo más líquido (realizable + disponible) únicamente cancelaría la mitad de sus deudas a corto plazo.

El ratio de liquidez inmediata además evoluciona desfavorablemente en el ejercicio 2011 en Reyal Urbis, y ello incita la posterior suspensión de pagos declarada formalmente en marzo de 2013.

La capacidad de Realia para hacer frente a sus compromisos de pago corrientes también se encuentra en entredicho prácticamente durante todo el período. Cabe señalar que en 2014 el resultado del ratio de liquidez inmediata se encuentra bastante por encima del valor óptimo ( $1,93 > 1$ ), pero un ejercicio después en 2015, el problema de liquidez reaparece de nuevo, suponiendo en este momento el activo más líquido el 57% de la financiación a corto plazo.

Como conclusión, a partir de los resultados que muestra la tabla 2.2, ambas empresas cuentan con un importante problema de liquidez para todo el período de análisis (valores  $< 1$ ).

## 2.2.2 ANÁLISIS DE SOLVENCIA

El objetivo del presente subepígrafe, es evaluar la capacidad de la empresa para hacer frente a sus compromisos de pago, considerando como horizonte temporal el largo plazo. Este análisis se llevará a cabo a través de ratios, y se tratará de determinar si existe o no equilibrio financiero a largo plazo. El análisis del riesgo financiero a largo plazo es menos preciso, en el sentido de que presenta mayor incertidumbre, que el que se realiza para el corto plazo.

Siguiendo a Archel et al. (2015),

El análisis de la solvencia a largo plazo trata de determinar si la firma se encuentra en situación de equilibrio financiero. A este respecto, el equilibrio financiero a largo plazo exige que la corriente de cobros sea capaz de hacer frente a los pagos necesarios. Dada la dificultad en hacer previsiones fiables sobre las corrientes de cobros y pagos más allá de un ejercicio económico, el análisis de la solvencia ha venido utilizando las cifras de los activos y pasivos como sustitutiva de las de cobros y pagos (p.407).

Al analizar la solvencia financiera, comparamos el activo total con el pasivo, intentando así medir la capacidad de la empresa para atender la totalidad de sus compromisos de pago.

Al realizar el análisis de liquidez, indicábamos que por equilibrio financiero a corto plazo se entendía que la cifra de activo corriente fuese superior a la de pasivo corriente, aunque después se ahondaba en más detalle no considerando en el activo corriente aquellas partidas que eran menos líquidas.

Cuando hablamos de equilibrio financiero a largo plazo entendemos por tal, que el activo total ha de ser superior al pasivo, implicando esta situación la existencia de patrimonio neto positivo que financie una parte del activo fijo de la empresa.

### RATIO DE SOLVENCIA

El ratio de solvencia también es conocido como ratio de garantía o de cobertura y se obtiene por cociente entre el activo total de la empresa y el pasivo.

$$\text{Ratio de solvencia} = \frac{\text{ACTIVO TOTAL}}{\text{PNC} + \text{PC}}$$

En cuanto al valor adecuado para este ratio, se entiende que debe ser superior a la unidad, lo que significaría que el activo total es superior al pasivo de la empresa, y por tanto, que ésta podría atender la totalidad de sus deudas liquidando su activo.

De nuevo se plantea una limitación, ya que se está suponiendo que la empresa será capaz de transformar todos sus activos así como que el ritmo de transformación de éstos cumplirá con el vencimiento de la totalidad de las deudas, y que en el caso de liquidar la totalidad del activo se paralizaría la actividad.

En cualquier caso, un ratio inferior a la unidad estaría indicando una situación de quiebra técnica, pues la empresa no podría hacer frente a sus obligaciones de pago aún liquidando el activo total, y la situación límite, que sería previa a este desequilibrio financiero sería que el ratio fuera igual a la unidad, indicando que el patrimonio neto es igual a cero.

*Tabla 2.3 - Ratio de Solvencia de Reyal Urbis y Realia Business*

RATIO DE SOLVENCIA	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>REYAL URBIS</b>	<b>0,93</b>	<b>0,84</b>	<b>0,64</b>	<b>0,45</b>	<b>0,30</b>	<b>0,28</b>
<b>REALIA BUSINESS</b>	<b>1,35</b>	<b>1,38</b>	<b>1,25</b>	<b>1,29</b>	<b>1,32</b>	<b>1,49</b>

*Fuente: Elaboración propia a partir de datos extraídos de la CNMV.*

Se ha calculado el ratio de solvencia para las empresas Reyal Urbis y Realia y según reflejan los resultados, en Reyal Urbis ya en 2010 se podía pronosticar la situación de quiebra técnica, el valor de los activos resulta insuficiente para afrontar la totalidad de los compromisos del pasivo, las pérdidas no solo han abarcado el patrimonio neto sino que además éste es negativo.

Por el contrario, a priori Realia se encuentra en equilibrio financiero a largo plazo, obtiene cifras superiores a la unidad durante todo el período de análisis, 2010-2015, mas no son cifras muy elevadas, por lo que puede que estos valores no sean los adecuados, pudiendo existir así una debilidad financiera, si se tiene en cuenta la inestabilidad del entorno económico durante todo el período, que influye sobre la generación de flujos de su actividad social, y por tanto puede requerir de una mayor cobertura.

#### RATIO DE ENDEUDAMIENTO

El endeudamiento es muy relevante a la hora de analizar el riesgo financiero, una forma de medir dicha magnitud es relacionar la cifra de pasivo y patrimonio neto:

$$(L) \text{ Endeudamiento} = \frac{PASIVO}{PATRIMONIO NETO}$$

A partir de dicha expresión podemos analizar el endeudamiento total, pero la misma podría transformarse para analizar el endeudamiento a corto plazo ( PC / PN) o el endeudamiento a largo plazo ( PNC / PN ).

Un valor del ratio de endeudamiento total igual a la unidad presenta una empresa sin riesgo de insolvencia, dado que toda la financiación ajena estaría cubierta por fondos propios, a partir de dicho valor, cuanto mayor sea la relación entre las dos magnitudes mayor será el riesgo financiero.

*Tabla 2.4 - Ratio de Endeudamiento de Reyal Urbis y Realia Business*

RATIO DE ENDEUDAMIENTO	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>REYAL URBIS</b>	<b>-14,57</b>	<b>-6,44</b>	<b>-2,76</b>	<b>-1,83</b>	<b>-1,44</b>	<b>-1,38</b>
<b>REALIA BUSINESS</b>	<b>2,82</b>	<b>2,66</b>	<b>4,05</b>	<b>3,45</b>	<b>3,09</b>	<b>2,02</b>

*Fuente: Elaboración propia a partir de datos extraídos de la CNMV.*

Los resultados que muestra la tabla 2.4 anterior son llamativos en el caso de Reyal Urbis, el ratio de endeudamiento obtiene valores negativos, lo cual encuentra su explicación en lo siguiente; el patrimonio neto de la sociedad es negativo durante todo el período como ya se ha comentado en anteriores ocasiones, por lo que evaluando el

endeudamiento a partir de dicha aclaración, la totalidad del activo y las pérdidas son financiadas con recursos ajenos, el ratio de endeudamiento es superior al 100% para todo el período. En 2013 Reyal Urbis entró en suspensión de pagos, pero es que ya en el año 2010 la compañía contaba con un importante problema de insolvencia financiera al tener tal volumen de endeudamiento.

En cuanto a Realía, la financiación ajena es durante todo el período entre 2 y 4 veces superior a la financiación propia, el total activo es financiado de media con recursos propios en un 26% durante el período siendo el 74% restante financiado con recursos ajenos.

## 2.3 ANÁLISIS DE RENTABILIDAD

---

De acuerdo con Archel et al. (2015) la rentabilidad es una magnitud relativa que puede definirse como el cociente entre el beneficio obtenido y el esfuerzo realizado en forma de recursos invertidos para su obtención.

Cuervo y Rivero (1986) señalan la rentabilidad como el objetivo económico-financiero de la empresa.

Existen dos acepciones de rentabilidad, la rentabilidad económica o de la inversión y la rentabilidad financiera o de los recursos propios.

### 2.3.1 RENTABILIDAD ECONÓMICA

La finalidad del presente subepígrafe es analizar la rentabilidad económica de las sociedades Reyal Urbis y Realía para el período 2010-2015, al respecto cabe señalar que la rentabilidad económica se vincula a la gestión económica de la sociedad, y por tanto es independiente de la estructura de capital de la misma.

La rentabilidad económica o return on assets (ROA) hace referencia a la rentabilidad de las inversiones (total activos) realizadas por la empresa como unidad de producción.

La rentabilidad económica es independiente de la forma en que la empresa financia sus activos, y por ello se debe considerar como flujo asociado a la inversión, el Beneficio Antes de Intereses e Impuestos (BAIT), ya que éste depende únicamente de las actividades llevadas a cabo por la empresa con sus activos.

$$ROA = \frac{BAIT}{TOTAL ACTIVO}$$

Azofra (1995) sugiere que la ROA es una combinación del margen de ventas y de la rotación de activos, como consecuencia de la descomposición del ratio anterior, por ello ésta también puede ser calculada a partir de la siguiente expresión:

$$ROA = \text{MARGEN S/ VENTAS} * \text{ROTACIÓN DE ACTIVOS}$$

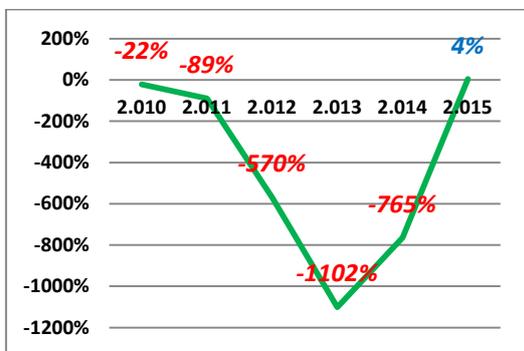
El margen sobre ventas mide el beneficio bruto obtenido por cada unidad monetaria vendida, se obtiene por cociente entre el beneficio antes de intereses e impuestos y las ventas, ambas magnitudes se relacionan directamente en el sentido de que a medida que aumentan las ventas (entendiéndose que en mayor proporción que los costes de estructura) también lo hace el BAIT, para que ello afecte positivamente sobre la rentabilidad económica no sólo se requiere que el BAIT sea cuanto más elevado mejor, sino que además ha de aumentar en mayor proporción que las ventas, para así obtener un mayor margen.

$$\text{Margen s/ventas} = \frac{\text{BAIT}}{\text{VENTAS}}$$

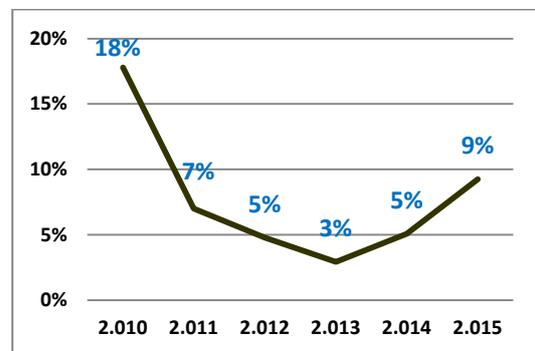
La rotación de los activos según Rivero y Cuervo (1986) mide la eficacia del uso de los activos, ya que mide el número de unidades monetarias vendidas por cada unidad monetaria invertida, y se obtiene relacionando las ventas con el total activo. Cuanto mayor sea el ratio de rotación de activos mayor será el rendimiento económico.

$$\text{Rotación Activos} = \frac{\text{VENTAS}}{\text{TOTAL ACTIVO}}$$

*Gráfico 2.10 - Evolución del margen sobre ventas en Reyal Urbis S.A.*



*Gráfico 2.11 - Evolución de la rotación de activos en Reyal Urbis S.A.*



*Fuente: Elaboración propia a partir de datos extraídos de la CNMV.*

Como se puede apreciar en la representación gráfica 2.10, en Reyal Urbis el margen sobre ventas es negativo desde 2010 a 2014, y prácticamente igual a cero en el año 2015. El motivo de que los valores resultantes de dicho ratio sean negativos se encuentra en el numerador del cociente, el BAIT es negativo desde 2010 a 2014, lo que indica que Reyal Urbis ha estado vendiendo por debajo de coste, y es por primera vez positivo en el ejercicio 2015 siendo de alrededor de 4,8 millones de €.

En cuanto a la rotación de activos, las cifras son bajas durante todo el período, además dicha rotación presenta una tendencia decreciente desde 2010 a 2013 y creciente los dos últimos años,.

En la mayoría de casos, la estrategia de empresas pertenecientes al sector inmobiliario, y en concreto de aquellas que tienen por actividad principal la promoción urbanística,

no es vender mucho volumen, sino vender con menor intensidad pero obteniendo un mayor margen sobre ventas. En este caso a partir del ratio de rotación de activos hemos visto, que el volumen de venta es bajo, pero que el margen es negativo, principalmente por la depreciación que ha sufrido el precio de la vivienda como consecuencia de la gran recesión que ha atravesado el mercado inmobiliario durante los últimos años. Ello conlleva a obtener una rentabilidad económica negativa.

Gráfico 2.12 - Evolución de la ROA en Reyal Urbis S.A.



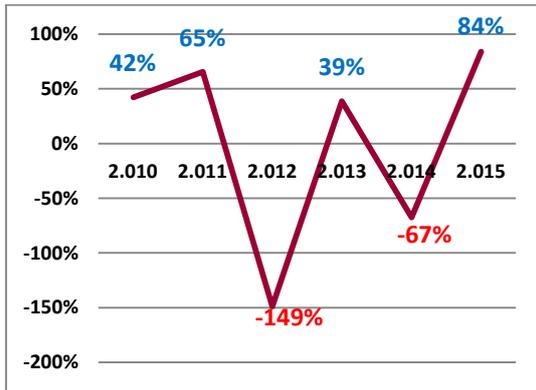
Fuente: Elaboración propia a partir de datos extraídos de la CNMV.

Al realizar el producto de margen sobre ventas y rotación de activo, se obtiene la rentabilidad económica representada en el gráfico anterior 2.12. La ROA viene marcada especialmente por la evolución del margen sobre ventas, y al igual que éste es negativa desde 2010 a 2014 y prácticamente cero en 2015, por lo que se puede concluir que la gestión económica no ha sido buena durante dichos años, no obstante tras declararse el concurso de acreedores en 2013, Reyal Urbis va mejorando su posición económica, como se puede ver la ROA pasa de ser negativa en un 38% a prácticamente cero.

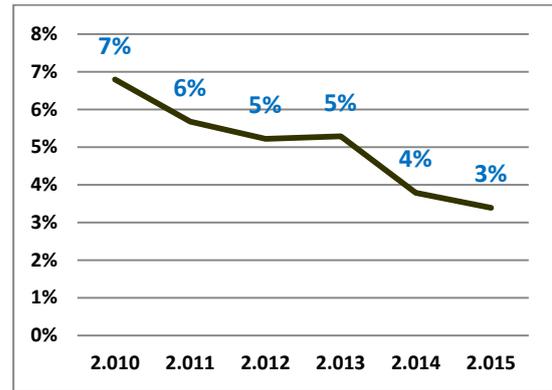
Tratando de comparar esta gestión económica, con la llevada a cabo por otra empresa competidora del sector, los gráficos a continuación, 2.13 y 2.14, muestran cuál ha sido la evolución en Realia, del margen de venta y la rotación de activos para el mismo período.

*Análisis comparativo de la situación económico-financiera entre Reyal Urbis, S.A. y Realia Business, S.A.*

*Gráfico 2.13 - Evolución del margen sobre ventas en Realia Business S.A.*



*Gráfico 2.14 - Evolución de la rotación de activos en Realia Business S.A.*



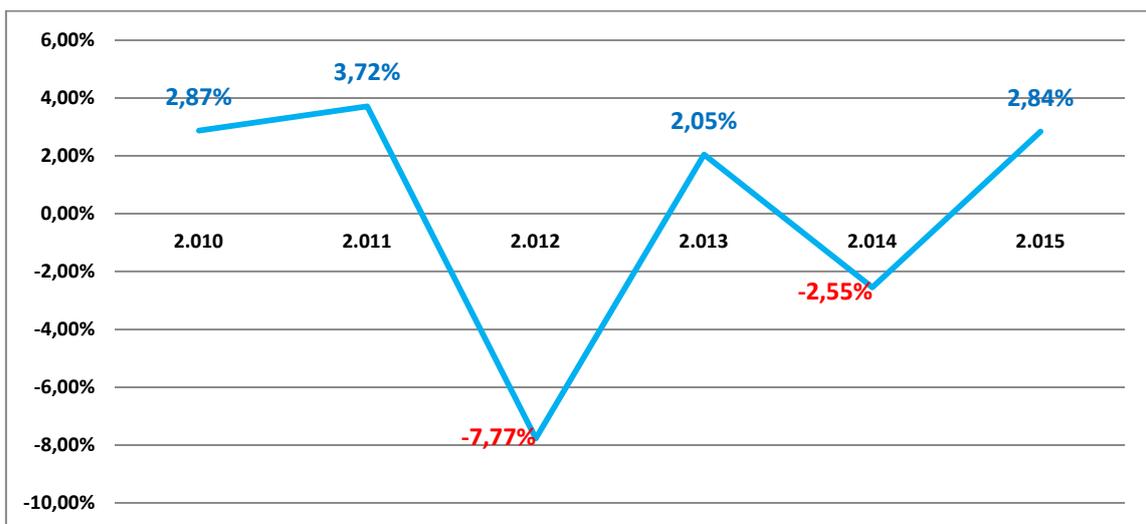
*Fuente: Elaboración propia a partir de datos extraídos de la CNMV.*

A priori la primera conclusión que se extrae es que la gestión económica llevada a cabo por esta empresa ha sido mejor que en Reyal Urbis. La rotación de activos en Realia para los ejercicios 2010 y 2011 es muy inferior a la de Reyal Urbis, pero a pesar de vender un menor volumen, el margen sobre ventas en primer lugar es positivo y además es elevado (42% y 65%), lo cual le ha permitido obtener una ROA positiva en dichos años.

Para el resto de ejercicios, Reyal Urbis y Realia venden más o menos el mismo volumen de activos, aunque señalando que Reyal Urbis desde 2013 se encuentra en una situación de descapitalización intentando hacer frente al concurso de acreedores en el que se encuentra inmersa, de ahí que su margen de venta a partir de la declaración de concurso llegue a alcanzar valores de -1102% entre otros.

En los ejercicios 2012 y 2014 Realia también vende por debajo de coste, el margen sobre venta es negativo, pero éste parece recuperarse en el último ejercicio (84% en 2015), aunque siendo el volumen de venta muy reducido (3%).

*Gráfico 2.15 - Evolución de la ROA en Realia Business S.A.*



*Fuente: Elaboración propia a partir de datos extraídos de la CNMV.*

Como la ROA se obtiene por el producto de las dos magnitudes anteriores, margen sobre ventas y rotación de activos, la evolución de ésta en Realia encuentra su explicación en todo lo anteriormente comentado. Únicamente es negativa en los ejercicios 2012 y 2014 y positiva para el resto de años.

### 2.3.2 RENTABILIDAD FINANCIERA

Una vez analizada la rentabilidad económica pasamos a estudiar en este subepígrafe la rentabilidad financiera.

La rentabilidad financiera o return on equity (ROE) hace referencia a la rentabilidad de las inversiones efectuadas por los propietarios, y a diferencia de la ROA sí contempla la estructura de capital de la empresa.

Se obtiene relacionando por cociente el beneficio antes de impuestos y los capitales propios. Cabe señalar, que vamos a emplear el beneficio antes de impuestos para así medir el rendimiento de los fondos propios con independencia del impuesto de sociedades, no obstante podrían considerarse otros resultados, como por ejemplo el beneficio neto.

$$ROE = \frac{BAT}{PATRIMONIO NETO}$$

La rentabilidad de los fondos propios puede descomponerse en dos vectores, Archel et al. (2015), el primero vinculado a la gestión económica, que viene representado por la rentabilidad de los activos, y el segundo vinculado a la gestión financiera, que viene representado por el efecto del apalancamiento financiero:

$$ROE = ROA + (ROA - CF) \times \frac{PASIVO}{PN}$$

Interpretando esta expresión, en una empresa no endeudada la rentabilidad financiera coincidiría con la rentabilidad económica, ya que los propietarios únicamente asumirían el riesgo que se deriva de que los resultados de la inversión sean inferiores a los esperados. La diferencia se encuentra en empresas que sí cuentan con financiación ajena, en éstas la rentabilidad de los fondos propios es igual a la económica más una prima en función del apalancamiento financiero, y ello se debe a que en esa situación los propietarios requieren de una rentabilidad superior por el riesgo financiero asumido, que es el que se deriva de la forma en que se financia la empresa, considerando por tanto el riesgo de crédito a corto plazo y el riesgo de quiebra. La rentabilidad financiera por ello es como un concepto de rentabilidad final.

Siguiendo con esta interpretación, el apalancamiento financiero indica que si la empresa dispone de oportunidades de inversión con una rentabilidad superior a la del coste de la financiación ajena (coste financiero medio), será beneficioso para los propietarios de la empresa incurrir en dicha inversión recurriendo a capital ajeno, en cambio, cuando la rentabilidad de dichas inversiones sea inferior al coste de la deuda, éstas no deberán

*Análisis comparativo de la situación económico-financiera entre Reyal Urbis, S.A. y Realia Business, S.A.*

realizarse pues de lo contrario el efecto del apalancamiento financiero sería negativo, reduciéndose de esta manera la rentabilidad final.

Tomando como base esta segunda expresión de cálculo de la ROE y su interpretación, podemos directamente analizar la rentabilidad financiera de la sociedad Reyal Urbis.

En Reyal Urbis la ROE es negativa, y más reducida que la ROA. Reyal Urbis no dispone de fondos propios, es más según refleja el balance y se ha señalado a lo largo del capítulo, los fondos propios son negativos durante todo el período de análisis, como consecuencia de las pérdidas que viene encadenando la sociedad desde años atrás. Como hemos podido ver en el subepígrafe anterior de rentabilidad económica, estas pérdidas conducen a Reyal Urbis a obtener una rentabilidad económica negativa durante todo el período 2010-2015. Al ser la ROA negativa y además no haber dispuesto de medios para solventar el problema de los fondos propios, como ampliaciones de capital con las que obtener recursos por ejemplo, la sociedad no puede realizar ninguna inversión, porque ello implicaría recurrir a financiación ajena, aumentando aún más el pasivo de la sociedad, que en el hipotético caso de que le fuera concedida, empeoraría la situación y reduciría más la rentabilidad financiera. Reyal Urbis cuenta con un importante problema de gestión tanto económica como financiera desde el inicio del período de estudio, que además tiene su origen años atrás.

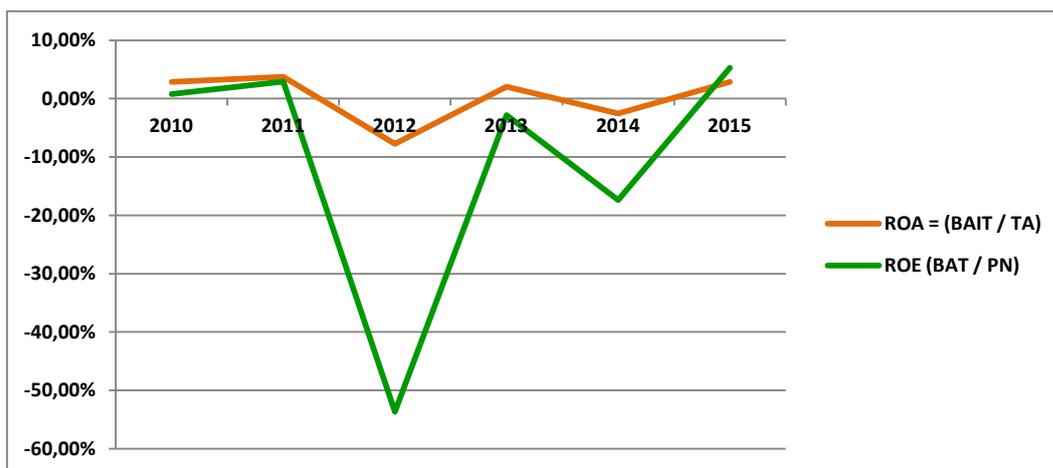
En Realia Business por el contrario en el subepígrafe anterior concluíamos que sí había obtenido rentabilidad económica, exceptuando los años 2012 y 2014 y por ello pasamos a analizar la rentabilidad financiera de dicha sociedad:

*Tabla 2.5 - Cálculo de la ROE de Realia Business*

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
BAT	8.025	28.778	-358.041	-19.934	-109.454	39.019
Gastos financieros	101.014	105.583	96.159	84.200	43.583	24.778
BAIT	109.039	134.361	-261.882	64.266	-65.871	63.797
AT	3.800.643	3.614.978	3.371.168	3.141.688	2.581.395	2.244.709
ROA = (BAIT / TA)	2,87%	3,72%	-7,77%	2,05%	-2,55%	2,84%
PASIVO	2.805.649	2.628.171	2.704.192	2.436.080	1.950.694	1.502.523
PN	994.994	986.807	666.976	705.608	630.701	742.186
L ( Pasivo / PN)	2,82	2,66	4,05	3,45	3,09	2,02
CF ( Gastos finan / Pasivo)	3,60%	4,02%	3,56%	3,46%	2,23%	1,65%
ROE (BAT / PN)	0,81%	2,92%	-53,68%	-2,83%	-17,35%	5,26%
ROE [ ROA + (ROA - CF) * L ]	0,81%	2,92%	-53,68%	-2,83%	-17,35%	5,26%

*Fuente: Elaboración propia a partir de datos extraídos de la CNMV.*

Gráfico 2.16 - Evolución de la ROE y ROA en Realia Business S.A.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos extraídos de la CNMV.

Al calcular la ROE la conclusión que se extrae es que la rentabilidad financiera de Realia es inferior a la rentabilidad económica para todos los ejercicios, por lo que la gestión financiera no ha sido la correcta, excepto para el año 2015, donde la rentabilidad financiera es prácticamente el doble a la económica (5,26% frente a 2,84%). Señalar que como veíamos anteriormente la rentabilidad económica para el ejercicio 2013 era positiva, en cambio la gestión financiera la perjudica mucho, pues la rentabilidad financiera se ve penalizada y además de los ejercicios 2012 y 2014, también es negativa para dicho año.

## 2. 4 MODELOS PREDICTIVOS DE INSOLVENCIA: ALTMAN

Los ratios financieros representan la base tradicional del análisis e interpretación de estados financieros, sin embargo presentan limitaciones a la hora de cuantificar de forma eficiente el éxito o fracaso financiero de la empresa.

En los apartados anteriores se ha realizado un análisis económico financiero de los estados contables a través de ratios. En este apartado en cambio, los ratios no se van a tomar como output (información de salida, producto final) sino como input (información de entrada, base del análisis).

En los modelos de predicción de quiebra la idea que subyace es la de que, a través del análisis de la tendencia y del comportamiento de determinados ratios en las empresas antes de que se produzca la quiebra, puedan determinarse las características principales de los ratios de empresas que quiebran y utilizarse en la elaboración de pronósticos, Bernstein (1991).

En este sentido, el estudio empírico llevado a cabo por Edward Altman (1968), catedrático de la Universidad de Nueva York, es considerado por un gran número de académicos y profesionales, como uno de los mejores modelos teóricos de predicción de quiebras.

El modelo Z-Score de Altman surgió a raíz de los estudios de Beaver (1966, 1968), que fue pionero en la evaluación de la capacidad predictiva de los ratios. Beaver empleó el análisis univariante, con el que trataba de explicar la variable dependiente (fracaso financiero o insolvencia técnica) a través de una única variable explicativa, es decir,

introduciendo uno o varios ratios pero siempre por separado, con el propósito de identificar un único ratio que tuviera capacidad de predicción. Esto planteaba un importante inconveniente, la contradicción entre los resultados de los distintos ratios sobre la solvencia/insolvencia de la empresa, que podía dar lugar a predicciones incorrectas sobre el futuro de la empresa, y por tanto a un error en la toma de decisiones.

Altman amplió el análisis univariante de Beaver, introduciendo por primera vez indicadores múltiples de quiebra, a través del análisis discriminante múltiple (ADM), que intenta desarrollar una función lineal de un número de variables descriptivas para clasificar o predecir el valor de una variable dependiente cualitativa ( quiebra/no quiebra).

Para llevar a cabo su estudio, Altman seleccionó una muestra de 66 empresas, cotizadas del sector manufacturero del período de 1946-1965, que a su vez se dividía en dos submuestras, 33 empresas que fueron a quiebra y otras 33 empresas sin quiebra. Hay que señalar que para hacer esta selección, Altman tuvo en cuenta dos criterios relevantes, que las empresas operaran en el mismo sector industrial y que los activos de éstas fueran de tamaño similar, de esta manera se evitaba en la medida de lo posible que estos factores crearan distorsión en los resultados.

En cuanto a la elección de las variables independientes, inicialmente Altman consideró un grupo de 22 ratios financieros que se aplicaron a las dos submuestras del estudio. Finalmente, este grupo de ratios fue reducido y sintetizado en 5 factores que para Altman, suponían la mejor combinación como discriminante entre empresas en quiebra y empresas sin quiebra. Estos 5 factores miden : rentabilidad, actividad, liquidez, apalancamiento financiero y solvencia.

A partir de estos 5 indicadores Altman construyó la función discriminante "Z-score":

$$Z = 1.2 X_1 + 1.4 X_2 + 3.3 X_3 + 0.6 X_4 + 0.99 X_5$$

Donde

$$X_1 = \frac{\text{Capital Circulante}}{\text{Activos Totales}}$$

$$X_4 = \frac{\text{Capitalización bursatil}}{\text{Deuda Total}}$$

$$X_2 = \frac{\text{Beneficios no distribuidos}}{\text{Activos Totales}}$$

$$X_5 = \frac{\text{Ventas Netas}}{\text{Activos Totales}}$$

$$X_3 = \frac{\text{EBITDA}}{\text{Activos Totales}}$$

Las posibilidades que se pueden dar según el valor que tome la Z Score son las siguientes:

- $Z > 2,92$  : Se trata de una zona segura, en principio no existen motivos para preocuparse por la solvencia.
- $1,82 < Z < 2,92$  : Se trata de una zona gris, una zona no precisa en la que las conclusiones no son claras.
- $Z < 1,81$  : Se trata de una zona de peligro de quiebra inminente.

En cuanto a la exactitud predictiva del modelo de la Z-Score, el pronóstico era más exacto en los dos años previos a la quiebra (se obtuvo un 95% de aciertos un año antes de la quiebra y un 72% dos años antes), pero a medida que pasaban los años el modelo perdía exactitud de predicción.

Procedemos a aplicar el modelo de Altman a las empresas objeto de análisis:

Tabla 2.6 - Aplicación Altman en Reyal Urbis, S.A.

<b>Puntuación</b>	<b>2.010</b>	<b>2.011</b>	<b>2.012</b>
<b>X1</b>	0,5700	0,6151	-0,7130
<b>X2</b>	0	0	0
<b>X3</b>	-0,0470	-0,0500	-0,2433
<b>X4</b>	0,0586	0,0310	0,0055
<b>X5</b>	0,1779	0,0701	0,0476
<b>Z=</b>	<b>0,7402</b>	<b>0,6610</b>	<b>-1,6079</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de datos extraídos de la CNMV.

Tabla 2.7 - Aplicación Altman en Realia Business, S.A.

<b>Puntuación</b>	<b>2.010</b>	<b>2.011</b>	<b>2.012</b>	<b>2.013</b>	<b>2.014</b>	<b>2.015</b>
<b>X1</b>	0,1411	-0,0293	-0,1166	0,0744	0,2801	0,0553
<b>X2</b>	0,0026	0,0120	0,0000	0,0000	0,0000	0,0116
<b>X3</b>	0,0292	0,0291	-0,0460	0,0176	0,0140	0,0128
<b>X4</b>	0,1453	0,1657	0,0769	0,0945	0,0804	0,1555
<b>X5</b>	0,0680	0,0568	0,0522	0,0528	0,0378	0,0338
<b>Z=</b>	<b>0,4237</b>	<b>0,2334</b>	<b>-0,1939</b>	<b>0,2563</b>	<b>0,4680</b>	<b>0,2517</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de datos extraídos de la CNMV.

A la vista de los resultados de la regresión aplicada en Reyal Urbis y Realia, ambas empresas presentan problemas de insolvencia financiera y existe peligro de quiebra. Es importante señalar, que aunque se ha optado por aplicar el modelo de Altman de 1968, éste fue estimado de acuerdo a la tesitura concreta de aquella época, y por ello sería conveniente reestimar el modelo para adaptar los coeficientes a la coyuntura económica actual y al sector de actividad de la empresa, asegurando de esta manera la exactitud predictiva del modelo señalada en el párrafo anterior.

## **CONCLUSIONES**

El crecimiento de la economía española ha sido un tanto volátil a lo largo de su historia, en los últimos 20 años se pueden distinguir a grandes rasgos dos períodos, el primero, 1996-2006, caracterizado por un fuerte crecimiento, y el segundo comprendido entre 2007 y prácticamente el momento actual, en el que la economía española ha sufrido una gran recesión económica.

El sector inmobiliario español, ha sido el más afectado por dicha recesión, debido a la sobreexplotación del mismo durante el período de auge económico 1996-2006. La sobreexplotación del sector se vio impulsada por un crecimiento económico basado en el crédito, como consecuencia de bajos tipos de interés y la facilidad crediticia otorgada por el sistema financiero.

Esta situación dio lugar a una fuerte inversión residencial, motivada por la inversión de los hogares y la inversión patrimonialista y especulativa, y propició el sobreendeudamiento de las familias y niveles elevados de apalancamiento financiero en las empresas del sector.

La economía española comienza a salir de la crisis en el año 2014, y el sector inmobiliario comienza a presentar síntomas de recuperación durante el ejercicio 2015, en el cual el precio de la vivienda comienza a obtener tasas de revalorización positivas.

Si nos centramos en el análisis económico-financiero en sí, en cuanto a la estructura de inversión de las empresas objeto de estudio, Reyal Urbis y Realía, destaca como principal diferencia la composición del activo de las mismas, pues a pesar de tener ambas como actividad principal la promoción inmobiliaria, presentan estructuras de inversión totalmente inversas, mientras en Reyal Urbis el epígrafe más representativo es el de "Existencias", en Realía el más significativo es el de "Inversiones Inmobiliarias".

En relación a la evolución del activo de Reyal Urbis y Realía, podemos concluir que en las dos ha sufrido una drástica reducción desde 2010 a 2015, señalando que no se han producido retiros significativos de activos (venta de inmuebles), sino que dicha reducción se explica por los ajustes de valor de los activos, como consecuencia la depreciación del mercado inmobiliario. Resulta preciso destacar, que la reducción experimentada por el activo de Reyal Urbis es mucho más pronunciada que en el caso de Realía.

La estructura financiera de Reyal Urbis refleja el proceso de descapitalización en el que se encuentra inmersa la sociedad. Los resultados negativos han ido consumiendo paulatinamente su capital social, siendo el patrimonio neto negativo durante todo el período de análisis. La sociedad se declara formalmente en situación de quiebra técnica en Marzo de 2013, pero a través del análisis del riesgo financiero se deduce que Reyal Urbis presenta problemas de liquidez inmediata desde el ejercicio 2010, y también problemas de insolvencia durante todo el período, la financiación ajena soporta la totalidad de la inversión y de las pérdidas de la sociedad.

Respecto a la estructura de capital de Realia, se diferencia de la anterior en primer lugar, por la existencia de fondos propios además de ajenos. A través del análisis del riesgo de insolvencia en la misma, observamos que se encuentra en equilibrio financiero a largo plazo durante todo el período, más esta afirmación no se puede realizar al considerar como horizonte temporal el corto plazo, pues se deduce del análisis del riesgo de crédito a corto, que ésta presenta problemas de liquidez inmediata desde 2010, por lo que podría presentar problemas a la hora de atender sus compromisos de pago en el curso ordinario de su negocio, de hecho, Realia ha llevado a cabo varias renegociaciones de deuda con acreedores a lo largo desde 2010 hasta 2015.

Desde el punto de vista contable el estudio de la rentabilidad se realiza a dos niveles, según se contemple o no la estructura financiera de la empresa: rentabilidad económica (ROA) y rentabilidad financiera (ROE), cuya relación viene definida por el apalancamiento financiero.

En Reyal Urbis y Realia la ROA viene marcada especialmente por la evolución del margen sobre ventas. En Reyal Urbis la ROA es negativa desde 2010 a 2014 y prácticamente cero en 2015, indica por tanto que la sociedad vende por debajo de coste durante todo el período (margen sobre ventas negativo).

Respecto a la ROA de Realia, la primera conclusión que se extrae es que la gestión económica ha sido mejor que la de Reyal Urbis. La rotación de activos en Realia es inferior a la de Reyal Urbis, pero a pesar de vender un menor volumen, el margen sobre ventas es positivo para todos los años, excepto para 2012 y 2014, donde Realia también obtiene una ROA negativa.

Si contemplamos en el análisis de rentabilidad la estructura de capital de la empresa, hablamos de ROE, que refleja la gestión financiera de la empresa. En Reyal Urbis ya hemos apuntado que la ROA era negativa, y por tanto la ROE también alcanza valores negativos, siendo ésta aún más reducida que cuando no se contempla la financiación de la sociedad.

En Realia, el apalancamiento financiero penaliza la rentabilidad, siendo la rentabilidad financiera inferior a la económica para todo el período, excepto para 2015, donde la sociedad optimiza el nivel de apalancamiento financiero y obtiene una ROE superior a la ROA.

Analizando el último de los epígrafes, modelos predictivos de insolvencia empresarial, se deduce que tanto en Reyal Urbis como en Realia la situación de insolvencia podía pronosticarse, a través de ratios, al inicio del período, 2010. Como ya se ha comentado, Reyal Urbis se declara en concurso de acreedores en Marzo de 2013, y por su parte, Realia entra en situación de pre concurso en este año 2016, con la intención de llegar a un acuerdo con sus acreedores y de reestructurar su plan de viabilidad empresarial.

## **REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS**

- ALTMAN, E. I. (1968): "Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporative Bankruptcy". *The Journal of Finance*, 23(4), 589-609.
- ARCHEL, P., LIZARRAGA, F., SÁNCHEZ, S., y CANO, M. (2015). *Estados contables: elaboración, análisis e interpretación*. Madrid: Ediciones Pirámide.
- AZOFRA, V. (1995). "Sobre el análisis financiero y su nueva orientación". *Anales de estudios económicos y empresariales*, 10, 9-28.
- BEAVER, W. H. (1966): "Financial ratios as predictors of failure". *Journal of Accounting Research*, 4, 71-111.
- BERNSTEIN, L. (1991): *Análisis de los estados financieros*. Bilbao: Deusto.
- CUERVO, A. y RIVERO, P. (1986). "El análisis económico-financiero de la empresa". *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 16(49), 15-33.
- FERNÁNDEZ, A.I. (1986). "El diagnóstico financiero de la empresa. Nuevas tendencias en el análisis". *Revista española de financiación y contabilidad*, 16(49), 113-132.
- GARRIDO, P. y IÑIGUEZ, R. (2012). *Análisis de estados contables. Elaboración e interpretación de la información financiera* (3ª ed.). Madrid: Pirámide.
- GONZÁLEZ PASCUAL, J. (2011). *Análisis de la empresa a través de su información económico-financiera. Fundamentos teóricos y aplicaciones* (4ª ed.). Madrid: Pirámide.
- GILL DE ALBORNOZ, B. y Giner, B. (2013). Predicción del fracaso empresarial en los sectores de construcción e inmobiliario: Modelos generales versus específicos. *Universia Business Review*, 39, 118-131.
- GUERRAS, L.A. y NAVAS, J. (2012). *Fundamentos de dirección estratégica de la empresa*. Madrid: Cívitas Ediciones.
- IBARRA MARES, A. (2006): "Una perspectiva sobre la evolución en la utilización de las razones financieras o ratios". *Pensamiento y gestión*, 21, 234-271.
- KOTLER, P. (2000). *Dirección de Marketing* (10ª ed.). Madrid: Edición del Milenio.
- LEV, B. (1978). *Análisis de estados financieros: Un nuevo enfoque*. Madrid: Esic - Market.
- LIZARRAGA, F. (1998): "Modelos de previsión del fracaso empresarial: ¿Funciona entre nuestras empresas el modelo de Altman de 1968?" *Revista de Contabilidad*, 1(1), 137-164.
- LLORENTE OLIER, J.I. (2010). *Análisis de estados económico-financieros*. Madrid: Centro de Estudios Financieros.
- PORTER, M.E., (1982). *Estrategia competitiva: técnicas para el análisis de los sectores industriales y de la competencia*. México: C.E.C.S.A.

**Páginas Web:**

BANKINTER: <https://blog.bankinter.com/> (Consulta: 5 de noviembre de 2016)

BASE DE DATOS SABI: <https://sabi-bvdinfo-com.ponton.uva.es/version-20161212/home.serv?product=SabiNeo&loginfromcontext=ipaddress> (Consulta: 15 de octubre de 2016)

BBVA: [www.bbvaresearch.com/public-compuesta/situacion-inmobiliaria-espana-segundo-semester-2015](http://www.bbvaresearch.com/public-compuesta/situacion-inmobiliaria-espana-segundo-semester-2015) (Consulta: 5 noviembre 2016)

CNMV: <https://www.cnmv.es/portal/home.aspx> (Consulta: 15 de octubre de 2016)

EL ECONOMISTA: <http://www.eleconomista.es/> (Consulta: 27 de octubre de 2016)

ESCUELA DE FINANZAS: <http://www.boletinfinanciero.es/> (Consulta: 10 de noviembre de 2016)

ICAC: <http://www.icac.meh.es/> (Consulta: 8 de diciembre de 2016)

INE: <http://www.ine.es/welcome.shtml> (Consulta: 5 de noviembre de 2016)

INVERTIA: <http://www.invertia.com/> (Consulta: 5 de noviembre de 2016)

REYAL URBIS, S.A.: <http://www.reyalurbis.com/> (Consulta: 10 de diciembre de 2016)

REALIA BUSINESS, S.A.: <http://www.realia.es/> (Consulta: 10 de diciembre de 2016)

## ANEXOS

### 1. REYAL URBIS, S.A. - Balance

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>						
Inmovilizado intangible	35.777	41.398	31.900	16.236	14.981	14.918
Inmovilizado material	49.474	25.204	16.545	14.936	17.650	13.019
Inversiones Inmobiliarias	569.554	430.350	354.437	199.021	136.500	123.825
Inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo	67.070	44.428	22.114	18.921	34.265	32.330
Inversiones financieras a largo plazo	41.178	41.699	20.768	11.729	8.248	5.646
Activos por impuesto diferido	142.199	141.782	142.217	123.610	112.625	96.981
Otros activos no corrientes	4.070	3.385	2.734	1.357	1.128	933
<b>Total Activo No Corriente</b>	<b>909.322</b>	<b>728.246</b>	<b>590.715</b>	<b>385.810</b>	<b>325.397</b>	<b>287.652</b>
<b>ACTIVO CORRIENTE</b>						
Existencias	3.233.881	3.016.608	2.227.070	1.582.936	977.860	914.127
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	34.421	21.116	16.270	13.692	17.342	14.966
Inversiones financieras a corto plazo	93.853	40.060	16.084	16.698	6.359	5.699
Otros activos corrientes	612	685	397	327	303	107
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	50.285	15.973	7.637	21.173	18.529	17.909
<b>Total Activo Corriente</b>	<b>3.413.052</b>	<b>3.094.442</b>	<b>2.267.458</b>	<b>1.634.826</b>	<b>1.020.393</b>	<b>952.808</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>4.322.374</b>	<b>3.822.688</b>	<b>2.858.173</b>	<b>2.020.636</b>	<b>1.345.790</b>	<b>1.240.460</b>
<b>PATRIMONIO NETO</b>						
Capital	2.922	2.922	2.922	2.922	2.922	2.922
Prima de emisión	722.708	722.708	722.708	722.708	722.708	722.708
Reservas	412.304	411.318	413.175	431.366	486.521	476.219
Acciones propias	-129.704	-129.704	-129.704	-129.704	-129.704	-129.704
Resultados negativos de ejercicios anteriores	-982.836	-1.360.514	-1.735.441	-2.663.538	-3.491.268	-4.175.255
Resultado del ejercicio atribuible a la Sociedad Dominante	-379.010	-374.428	-910.175	-820.308	-694.067	-155.095
Ajustes por valoración	497	-6.368	-8.624	0	0	0
Total Patrimonio Neto atribuible a accionistas de la Sociedad Dominante	-353.119	-734.066	-1.645.139	-2.456.554	-3.102.888	-3.258.205
Intereses minoritarios	34.651	30.864	16.677	16.480	12.973	12.554
<b>Total Patrimonio Neto</b>	<b>-318.468</b>	<b>-703.202</b>	<b>-1.628.462</b>	<b>-2.440.074</b>	<b>-3.089.915</b>	<b>-3.245.651</b>
<b>PASIVO NO CORRIENTE</b>						
Provisiones a largo plazo	35.791	39.806	36.047	30.577	30.844	28.957
Deudas a largo plazo	3.485.565	3.575.315	683	0	0	1.288
Pasivos por impuestos diferidos	143.400	142.016	142.217	123.610	112.625	96.981
Periodificaciones a largo plazo	0	123	103	81	0	0
Otros Pasivos no corrientes	26.809	25.579	2.323	939	694	3.362
<b>Total Pasivo No Corriente</b>	<b>3.691.565</b>	<b>3.782.839</b>	<b>181.373</b>	<b>155.207</b>	<b>144.163</b>	<b>130.588</b>
<b>PASIVO CORRIENTE</b>						
Provisiones a corto plazo	50.208	19.830	21.321	17.408	15.762	16.227
Deudas a corto plazo	625.927	560.280	3.756.272	3.707.916	3.724.948	3.778.874
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	273.142	162.941	527.669	580.179	550.832	560.422
<b>Total Pasivo Corriente</b>	<b>949.277</b>	<b>743.051</b>	<b>4.305.262</b>	<b>4.305.503</b>	<b>4.291.542</b>	<b>4.355.523</b>
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO</b>	<b>4.322.374</b>	<b>3.822.688</b>	<b>2.858.173</b>	<b>2.020.636</b>	<b>1.345.790</b>	<b>1.240.460</b>

## 2. REYAL URBIS, S.A. - Cuenta de Pérdidas y Ganancias

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Importe neto de la cifra de negocios	769.011	267.901	136.163	59.184	68.315	114.695
Variación de existencias de productos terminados y en curso de fabricación	-443.859	-206.705	0	0	-27.164	0
Aprovisionamientos	-451.322	21.634	-194.280	-69.490	-51.101	-105.776
Otros ingresos de explotación	12.819	10.238	4.869	4.287	1.085	1.682
Gastos de personal	-28.915	-13.009	-11.092	-10.409	-12.846	-9.163
Otros gastos de explotación	-12.460	-16.587	-12.960	-52.653	-4.516	-11.046
Variación de las provisiones de tráfico	-48.423	-254.703	-618.046	-599.140	-495.432	4.907
Amortización del inmovilizado	-14.773	-13.533	-12.808	-9.498	-7.785	-6.134
Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado	-22.077	406	-1.188	-25.893	-689	-3.327
<b>RESULTADO DE EXPLOTACIÓN</b>	<b>-239.999</b>	<b>-204.358</b>	<b>-709.342</b>	<b>-703.612</b>	<b>-530.133</b>	<b>-14.162</b>
Ingresos financieros	97.333	15.782	71.311	95.837	34.422	17.822
Gastos financieros	-203.013	-136.037	-136.134	-167.103	-174.622	-160.632
Variación del valor razonable de instrumentos financieros	0	0	3.428	11.020	-34	261
Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros	-16.916	-35.425	-121.992	-43.710	-16.598	1.357
Otros ingresos y gastos de carácter financiero	79	593	1	0	0	0
<b>RESULTADO FINANCIERO</b>	<b>-122.517</b>	<b>-155.087</b>	<b>-183.386</b>	<b>-103.956</b>	<b>-156.832</b>	<b>-141.192</b>
Resultado de entidades por el método de la participación	-10.259	-16.161	-19.750	-11.536	-10.250	-441
<b>RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>-372.775</b>	<b>-375.606</b>	<b>-912.478</b>	<b>-819.104</b>	<b>-697.215</b>	<b>-155.795</b>
Impuestos sobre beneficios	-6.594	436	1.808	-1.401	-359	281
<b>RESULTADO CONSOLIDADO DEL EJERCICIO</b>	<b>-379.369</b>	<b>-375.170</b>	<b>-910.670</b>	<b>-820.505</b>	<b>-697.574</b>	<b>-155.514</b>
Atribuible a accionistas de la sociedad dominante	-379.010	-374.428	-910.175	-820.308	-694.067	-155.095
Atribuible a intereses minoritarios	-359	-742	-495	-197	-3.507	-419

### 3. REALIA BUSINESS, S.A. - Balance

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>						
Inmovilizado intangible	1.472	965	571	349	47	31
Inmovilizado material	9.261	9.065	8.394	9.001	6.022	5.346
Inversiones Inmobiliarias	2.358.087	2.319.178	2.332.378	2.306.287	1.320.839	1.354.436
Inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo	96.397	93.837	143	143	44.500	47.323
Inversiones financieras a largo plazo	810	13.524	13.089	12.374	12.984	1.250
Activos por impuesto diferido	91.569	124.531	153.922	149.945	120.569	120.817
Otros activos no corrientes	17.459	11.411	11.356	9.377	9.038	8.880
<b>Total Activo No Corriente</b>	<b>2.575.055</b>	<b>2.572.511</b>	<b>2.519.853</b>	<b>2.487.476</b>	<b>1.513.999</b>	<b>1.538.083</b>
<b>ACTIVO CORRIENTE</b>						
Activos no corrientes mantenidos para la venta	0	6.203	3.274	2.610	0	0
Existencias	923.319	882.412	578.653	473.910	402.876	376.345
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	53.075	60.689	60.395	49.018	18.383	108.386
Inversiones financieras a corto plazo	16.494	6.435	1.528	1.958	25.249	34.407
Otros activos corrientes	2.336	2.121	3.546	4.748	3.343	3.618
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	230.364	84.607	203.919	121.968	617.545	183.870
<b>Total Activo Corriente</b>	<b>1.225.588</b>	<b>1.042.467</b>	<b>851.315</b>	<b>654.212</b>	<b>1.067.396</b>	<b>706.626</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>3.800.643</b>	<b>3.614.978</b>	<b>3.371.168</b>	<b>3.141.688</b>	<b>2.581.395</b>	<b>2.244.709</b>
<b>PATRIMONIO NETO</b>						
Capital	66.570	66.570	66.570	73.769	73.769	110.580
Prima de emisión	215.851	215.851	215.851	266.242	266.242	318.391
Reservas	259.066	239.394	238.075	-81.264	146.416	69.559
Acciones propias	-2.787	-2.208	-1.572	-1.208	-675	-675
Resultado del ejercicio atribuido a la Dominante	1.117	1.238	-319.230	-51.025	-77.492	17.205
Ajustes por valoración	-58.620	-59.134	-41.848	-15.406	-2.160	-822
Total PN atribuible a accionistas de la Sociedad Dominante	481.197	461.711	157.846	191.108	406.100	514.238
Intereses minoritarios	513.797	525.096	509.130	514.500	224.601	227.948
<b>Total Patrimonio Neto</b>	<b>994.994</b>	<b>986.807</b>	<b>666.976</b>	<b>705.608</b>	<b>630.701</b>	<b>742.186</b>
<b>PASIVO NO CORRIENTE</b>						
Provisiones a largo plazo	23.641	17.227	12.004	8.313	7.598	6.867
Deudas a largo plazo	2.043.909	1.405.370	1.403.765	1.961.720	1.456.245	761.663
Pasivos por impuestos diferidos	26.443	36.303	23.151	24.255	126.385	135.562
Otros pasivos no corrientes	22.361	20.996	21.002	21.183	16.017	16.008
<b>Total Pasivo No Corriente</b>	<b>2.116.354</b>	<b>1.479.896</b>	<b>1.459.922</b>	<b>2.015.471</b>	<b>1.606.245</b>	<b>920.100</b>
<b>PASIVO CORRIENTE</b>						
Pasivos vinculados con activos no corrientes mantenidos para la venta	0	0	0	110	0	0
Provisiones a corto plazo	740	901	10.350	3.500	1.538	1.462
Deudas a corto plazo	533.419	1.064.320	1.159.954	350.582	317.006	558.565
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	155.136	83.054	73.966	66.417	25.905	22.396
<b>Total Pasivo Corriente</b>	<b>689.295</b>	<b>1.148.275</b>	<b>1.244.270</b>	<b>420.609</b>	<b>344.449</b>	<b>582.423</b>
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO</b>	<b>3.800.643</b>	<b>3.614.978</b>	<b>3.371.168</b>	<b>3.141.688</b>	<b>2.581.395</b>	<b>2.244.709</b>

#### 4. REALIA BUSINESS, S.A. - Cuenta de Pérdidas y Ganancias

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Importe neto de la cifra de negocios	258.278	205.180	175.824	165.948	97.631	75.983
Variación de existencias de productos terminados o en curso	-79.497	-20.205	-14.973	-15.569	-36.394	-14.177
Aprovisionamientos	-19.367	-25.532	-10.110	-8.940	-7.980	-792
Otros ingresos de explotación	31.216	29.430	34.536	35.388	17.716	18.831
Gastos de personal	-16.226	-14.275	-13.058	-13.422	-9.118	-8.971
Otros gastos de explotación	-54.810	-54.712	-54.714	-61.811	-30.927	-30.522
Variación de las provisiones de tráfico	-8.651	-14.634	-272.629	-46.303	5.244	-11.596
Amortización del inmovilizado	-34.427	-36.603	-36.474	-37.212	-454	-444
Deterioro y resultado por enajenaciones de inmovilizado	32.195	64.686	11.437	-15.536	39	104
Otros resultados	-487	-277	-78	-416	-582	26.750
<b>RESULTADO DE EXPLOTACIÓN</b>	<b>108.224</b>	<b>133.058</b>	<b>-180.239</b>	<b>2.127</b>	<b>35.175</b>	<b>55.166</b>
Ingresos financieros	2.811	4.069	2.801	21.544	5.054	5.306
Gastos financieros	-101.014	-105.583	-96.159	-84.200	-43.583	-24.778
Diferencias de cambio	-6	0	0	0	0	0
Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros	144	-174	9.143	40.595	-1.137	36
<b>RESULTADO FINANCIERO</b>	<b>-98.065</b>	<b>-101.688</b>	<b>-84.215</b>	<b>-22.061</b>	<b>-39.666</b>	<b>-19.436</b>
Resultado de entidades por el método de la participación	-2.134	-2.592	-93.587	0	2.643	3.289
<b>RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>8.025</b>	<b>28.778</b>	<b>-358.041</b>	<b>-19.934</b>	<b>-1.848</b>	<b>39.019</b>
Impuestos sobre beneficios	1.677	14.772	34.602	-1.285	-2.424	-12.972
<b>RESULTADO DE OPERACIONES CONTINUADAS</b>	<b>9.702</b>	<b>43.550</b>	<b>-323.439</b>	<b>-21.219</b>	<b>-4.272</b>	<b>26.047</b>
Resultado del ejercicio de operaciones interrumpidas	0	0	0	0	-107.606	0
<b>RESULTADO CONSOLIDADO DEL EJERCICIO</b>	<b>9.702</b>	<b>43.550</b>	<b>-323.439</b>	<b>-21.219</b>	<b>-111.878</b>	<b>26.047</b>
Atribuible a accionistas de la sociedad dominante	1.117	1.238	-319.230	-51.025	-77.492	17.205
Atribuible a intereses minoritarios	8.585	42.312	-4.209	29.806	-34.386	8.842

5. REYAL URBIS, S.A. - Porcentajes Verticales

	2010		2011		2012		2013		2014		2015	
	Miles de €	%										
<b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>909.322</b>	<b>21,04%</b>	<b>728.246</b>	<b>19,05%</b>	<b>590.715</b>	<b>20,67%</b>	<b>385.810</b>	<b>19,09%</b>	<b>325.397</b>	<b>24,18%</b>	<b>287.652</b>	<b>23,19%</b>
Inmovilizado intangible	35.777	0,83%	41.398	1,08%	31.900	1,12%	16.236	0,80%	14.981	1,11%	14.918	1,20%
Inmovilizado material	49.474	1,14%	25.204	0,66%	16.545	0,58%	14.936	0,74%	17.650	1,31%	13.019	1,05%
Inversiones Inmobiliarias	569.554	13,18%	430.350	11,26%	354.437	12,40%	199.021	9,85%	136.500	10,14%	123.825	9,98%
Inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo	67.070	1,55%	44.428	1,16%	22.114	0,77%	18.921	0,94%	34.265	2,55%	32.330	2,61%
Inversiones financieras a largo plazo	41.178	0,95%	41.699	1,09%	20.768	0,73%	11.729	0,58%	8.248	0,61%	5.646	0,46%
Activos por impuesto diferido	142.199	3,29%	141.782	3,71%	142.217	4,98%	123.610	6,12%	112.625	8,37%	96.981	7,82%
Otros activos no corrientes	4.070	0,09%	3.385	0,09%	2.734	0,10%	1.357	0,07%	1.128	0,08%	933	0,08%
<b>ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>3.413.052</b>	<b>78,96%</b>	<b>3.094.442</b>	<b>80,95%</b>	<b>2.267.458</b>	<b>79,33%</b>	<b>1.634.826</b>	<b>80,91%</b>	<b>1.020.393</b>	<b>75,82%</b>	<b>952.808</b>	<b>76,81%</b>
Existencias	3.233.881	74,82%	3.016.608	78,91%	2.227.070	77,92%	1.582.936	78,34%	977.860	72,66%	914.127	73,69%
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	34.421	0,80%	21.116	0,55%	16.270	0,57%	13.692	0,68%	17.342	1,29%	14.966	1,21%
Inversiones financieras a corto plazo	93.853	2,17%	40.060	1,05%	16.084	0,56%	16.698	0,83%	6.359	0,47%	5.699	0,46%
Otros activos corrientes	612	0,01%	685	0,02%	397	0,01%	327	0,02%	303	0,02%	107	0,01%
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	50.285	1,16%	15.973	0,42%	7.637	0,27%	21.173	1,05%	18.529	1,38%	17.909	1,44%
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>4.322.374</b>	<b>100,00%</b>	<b>3.822.688</b>	<b>100,00%</b>	<b>2.858.173</b>	<b>100,00%</b>	<b>2.020.636</b>	<b>100,00%</b>	<b>1.345.790</b>	<b>100,00%</b>	<b>1.240.460</b>	<b>100,00%</b>

	2010		2011		2012		2013		2014		2015	
	Miles de €	%	Miles de €	%	Miles de €	%	Miles de €	%	Miles de €	%	Miles de €	%
<b>PATRIMONIO NETO</b>	<b>-318.468</b>	<b>-7,37%</b>	<b>-703.202</b>	<b>-18,40%</b>	<b>-1.628.462</b>	<b>-56,98%</b>	<b>-2.440.074</b>	<b>-120,76%</b>	<b>-3.089.915</b>	<b>-229,60%</b>	<b>-3.245.651</b>	<b>-261,65%</b>
Capital	2.922	0,07%	2.922	0,08%	2.922	0,10%	2.922	0,14%	2.922	0,22%	2.922	0,24%
Prima de emisión	722.708	16,72%	722.708	18,91%	722.708	25,29%	722.708	35,77%	722.708	53,70%	722.708	58,26%
Reservas	412.304	9,54%	411.318	10,76%	413.175	14,46%	431.366	21,35%	486.521	36,15%	476.219	38,39%
Acciones propias	-129.704	-3,00%	-129.704	-3,39%	-129.704	-4,54%	-129.704	-6,42%	-129.704	-9,64%	-129.704	-10,46%
Resultados negativos de ejercicios anteriores	-982.836	-22,74%	-1.360.514	-35,59%	-1.735.441	-60,72%	-2.663.538	-131,82%	-3.491.268	-259,42%	-4.175.255	-336,59%
Resultado del ejercicio atribuible a la Sociedad Dominante	-379.010	-8,77%	-374.428	-9,79%	-910.175	-31,84%	-820.308	-40,60%	-694.067	-51,57%	-155.095	-12,50%
Ajustes por valoración	497	0,01%	-6.368	-0,17%	-8.624	-0,30%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Total Patrimonio Neto atribuible a accionistas de la Soc. Dominante	-353.119	-8,17%	-734.066	-19,20%	-1.645.139	-57,56%	-2.456.554	-121,57%	-3.102.888	-230,56%	-3.258.205	-262,66%
Intereses minoritarios	34.651	0,80%	30.864	0,81%	16.677	0,58%	16.480	0,82%	12.973	0,96%	12.554	1,01%
<b>PASIVO NO CORRIENTE</b>	<b>3.691.565</b>	<b>85,41%</b>	<b>3.782.839</b>	<b>98,96%</b>	<b>181.373</b>	<b>6,35%</b>	<b>155.207</b>	<b>7,68%</b>	<b>144.163</b>	<b>10,71%</b>	<b>130.588</b>	<b>10,53%</b>
Provisiones a largo plazo	35.791	0,83%	39.806	1,04%	36.047	1,26%	30.577	1,51%	30.844	2,29%	28.957	2,33%
Deudas a largo plazo	3.485.565	80,64%	3.575.315	93,53%	683	0,02%	0	0,00%	0	0,00%	1.288	0,10%
Pasivos por impuestos diferidos	143.400	3,32%	142.016	3,72%	142.217	4,98%	123.610	6,12%	112.625	8,37%	96.981	7,82%
Periodificaciones a largo plazo	0	0,00%	123	0,00%	103	0,00%	81	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Otros Pasivos no corrientes	26.809	0,62%	25.579	0,67%	2.323	0,08%	939	0,05%	694	0,05%	3.362	0,27%
<b>PASIVO CORRIENTE</b>	<b>949.277</b>	<b>21,96%</b>	<b>743.051</b>	<b>19,44%</b>	<b>4.305.262</b>	<b>150,63%</b>	<b>4.305.503</b>	<b>213,08%</b>	<b>4.291.542</b>	<b>318,89%</b>	<b>4.355.523</b>	<b>351,12%</b>
Provisiones a corto plazo	50.208	1,16%	19.830	0,52%	21.321	0,75%	17.408	0,86%	15.762	1,17%	16.227	1,31%
Deudas a corto plazo	625.927	14,48%	560.280	14,66%	3.756.272	131,42%	3.707.916	183,50%	3.724.948	276,79%	3.778.874	304,63%
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	273.142	6,32%	162.941	4,26%	527.669	18,46%	580.179	28,71%	550.832	40,93%	560.422	45,18%
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO</b>	<b>4.322.374</b>	<b>100,00%</b>	<b>3.822.688</b>	<b>100,00%</b>	<b>2.858.173</b>	<b>100,00%</b>	<b>2.020.636</b>	<b>100,00%</b>	<b>1.345.790</b>	<b>100,00%</b>	<b>1.240.460</b>	<b>100,00%</b>

## 6. REALIA BUSINESS, S.A. - Porcentajes Verticales

	2010		2011		2012		2013		2014		2015	
	Miles de €	%										
<b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>2.575.055</b>	<b>67,75%</b>	<b>2.572.511</b>	<b>71,16%</b>	<b>2.519.853</b>	<b>74,75%</b>	<b>2.487.476</b>	<b>79,18%</b>	<b>1.513.999</b>	<b>58,65%</b>	<b>1.538.083</b>	<b>68,52%</b>
Inmovilizado intangible	1.472	0,04%	965	0,03%	571	0,02%	349	0,01%	47	0,00%	31	0,00%
Inmovilizado material	9.261	0,24%	9.065	0,25%	8.394	0,25%	9.001	0,29%	6.022	0,23%	5.346	0,24%
Inversiones Inmobiliarias	2.358.087	62,04%	2.319.178	64,15%	2.332.378	69,19%	2.306.287	73,41%	1.320.839	51,17%	1.354.436	60,34%
Inversiones en empresas del grupo y asociadas L/P	96.397	2,54%	93.837	2,60%	143	0,00%	143	0,00%	44.500	1,72%	47.323	2,11%
Inversiones financieras a largo plazo	810	0,02%	13.524	0,37%	13.089	0,39%	12.374	0,39%	12.984	0,50%	1.250	0,06%
Activos por impuesto diferido	91.569	2,41%	124.531	3,44%	153.922	4,57%	149.945	4,77%	120.569	4,67%	120.817	5,38%
Otros activos no corrientes	17.459	0,46%	11.411	0,32%	11.356	0,34%	9.377	0,30%	9.038	0,35%	8.880	0,40%
<b>ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>1.225.588</b>	<b>32,25%</b>	<b>1.042.467</b>	<b>28,84%</b>	<b>851.315</b>	<b>25,25%</b>	<b>654.212</b>	<b>20,82%</b>	<b>1.067.396</b>	<b>41,35%</b>	<b>706.626</b>	<b>31,48%</b>
Activos no corrientes mantenidos para la venta	0	0,00%	6.203	0,17%	3.274	0,10%	2.610	0,08%	0	0,00%	0	0,00%
Existencias	923.319	24,29%	882.412	24,41%	578.653	17,16%	473.910	15,08%	402.876	15,61%	376.345	16,77%
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	53.075	1,40%	60.689	1,68%	60.395	1,79%	49.018	1,56%	18.383	0,71%	108.386	4,83%
Inversiones financieras a corto plazo	16.494	0,43%	6.435	0,18%	1.528	0,05%	1.958	0,06%	25.249	0,98%	34.407	1,53%
Otros activos corrientes	2.336	0,06%	2.121	0,06%	3.546	0,11%	4.748	0,15%	3.343	0,13%	3.618	0,16%
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	230.364	6,06%	84.607	2,34%	203.919	6,05%	121.968	3,88%	617.545	23,92%	183.870	8,19%
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>3.800.643</b>	<b>100,00%</b>	<b>3.614.978</b>	<b>100,00%</b>	<b>3.371.168</b>	<b>100,00%</b>	<b>3.141.688</b>	<b>100,00%</b>	<b>2.581.395</b>	<b>100,00%</b>	<b>2.244.709</b>	<b>100,00%</b>

	2010		2011		2012		2013		2014		2015	
	Miles de €	%										
<b>PATRIMONIO NETO</b>	<b>994.994</b>	<b>26,18%</b>	<b>986.807</b>	<b>27,30%</b>	<b>666.976</b>	<b>19,78%</b>	<b>705.608</b>	<b>22,46%</b>	<b>630.701</b>	<b>24,43%</b>	<b>742.186</b>	<b>33,06%</b>
Capital	66.570	1,75%	66.570	1,84%	66.570	1,97%	73.769	2,35%	73.769	2,86%	110.580	4,93%
Prima de emisión	215.851	5,68%	215.851	5,97%	215.851	6,40%	266.242	8,47%	266.242	10,31%	318.391	14,18%
Reservas	259.066	6,82%	239.394	6,62%	238.075	7,06%	-81.264	-2,59%	146.416	5,67%	69.559	3,10%
Acciones propias	-2.787	-0,07%	-2.208	-0,06%	-1.572	-0,05%	-1.208	-0,04%	-675	-0,03%	-675	-0,03%
Resultado del ejercicio atribuido a la Dominante	1.117	0,03%	1.238	0,03%	-319.230	-9,47%	-51.025	-1,62%	-77.492	-3,00%	17.205	0,77%
Ajustes por valoración	-58.620	-1,54%	-59.134	-1,64%	-41.848	-1,24%	-15.406	-0,49%	-2.160	-0,08%	-822	-0,04%
Total PN atribuible a accionistas de la Soc. Dominante	481.197	12,66%	461.711	12,77%	157.846	4,68%	191.108	6,08%	406.100	15,73%	514.238	22,91%
Intereses minoritarios	513.797	13,52%	525.096	14,53%	509.130	15,10%	514.500	16,38%	224.601	8,70%	227.948	10,15%
<b>PASIVO NO CORRIENTE</b>	<b>2.116.354</b>	<b>55,68%</b>	<b>1.479.896</b>	<b>40,94%</b>	<b>1.459.922</b>	<b>43,31%</b>	<b>2.015.471</b>	<b>64,15%</b>	<b>1.606.245</b>	<b>62,22%</b>	<b>920.100</b>	<b>40,99%</b>
Provisiones a largo plazo	23.641	0,62%	17.227	0,48%	12.004	0,36%	8.313	0,26%	7.598	0,29%	6.867	0,31%
Deudas a largo plazo	2.043.909	53,78%	1.405.370	38,88%	1.403.765	41,64%	1.961.720	62,44%	1.456.245	56,41%	761.663	33,93%
Pasivos por impuestos diferidos	26.443	0,70%	36.303	1,00%	23.151	0,69%	24.255	0,77%	126.385	4,90%	135.562	6,04%
Otros pasivos no corrientes	22.361	0,59%	20.996	0,58%	21.002	0,62%	21.183	0,67%	16.017	0,62%	16.008	0,71%
<b>PASIVO CORRIENTE</b>	<b>689.295</b>	<b>18,14%</b>	<b>1.148.275</b>	<b>31,76%</b>	<b>1.244.270</b>	<b>36,91%</b>	<b>420.609</b>	<b>13,39%</b>	<b>344.449</b>	<b>13,34%</b>	<b>582.423</b>	<b>25,95%</b>
Pasivos vinculados con ANC mantenidos para la venta	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	110	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Provisiones a corto plazo	740	0,02%	901	0,02%	10.350	0,31%	3.500	0,11%	1.538	0,06%	1.462	0,07%
Deudas a corto plazo	533.419	14,03%	1.064.320	29,44%	1.159.954	34,41%	350.582	11,16%	317.006	12,28%	558.565	24,88%
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	155.136	4,08%	83.054	2,30%	73.966	2,19%	66.417	2,11%	25.905	1,00%	22.396	1,00%
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO</b>	<b>3.800.643</b>	<b>100,00%</b>	<b>3.614.978</b>	<b>100,00%</b>	<b>3.371.168</b>	<b>100,00%</b>	<b>3.141.688</b>	<b>100,00%</b>	<b>2.581.395</b>	<b>100,00%</b>	<b>2.244.709</b>	<b>100,00%</b>

7. REYAL URBIS, S.A. - Porcentajes Horizontales (año base 2010)

	2010		2011			2012			2013			2014			2015		
	Miles de €	nº índice	Miles de €	nº índice	Variación	Miles de €	nº índice	Variación	Miles de €	nº índice	Variación	Miles de €	nº índice	Variación	Miles de €	nº índice	Variación
<b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>909.322</b>	100,00	<b>728.246</b>	<b>80,09</b>	<b>-19,91%</b>	<b>590.715</b>	<b>64,96</b>	<b>-35,04%</b>	<b>385.810</b>	<b>42,43</b>	<b>-57,57%</b>	<b>325.397</b>	<b>35,78</b>	<b>-64,22%</b>	<b>287.652</b>	<b>31,63</b>	<b>-68,37%</b>
Inmovilizado intangible	35.777	100,00	41.398	115,71	15,71%	31.900	89,16	-10,84%	16.236	45,38	-54,62%	14.981	41,87	-58,13%	14.918	41,70	-58,30%
Inmovilizado material	49.474	100,00	25.204	50,94	-49,06%	16.545	33,44	-66,56%	14.936	30,19	-69,81%	17.650	35,68	-64,32%	13.019	26,31	-73,69%
Inversiones Inmobiliarias	569.554	100,00	430.350	75,56	-24,44%	354.437	62,23	-37,77%	199.021	34,94	-65,06%	136.500	23,97	-76,03%	123.825	21,74	-78,26%
Inversiones en empresas del grupo y asociadas a L/P	67.070	100,00	44.428	66,24	-33,76%	22.114	32,97	-67,03%	18.921	28,21	-71,79%	34.265	51,09	-48,91%	32.330	48,20	-51,80%
Inversiones financieras a largo plazo	41.178	100,00	41.699	101,27	1,27%	20.768	50,43	-49,57%	11.729	28,48	-71,52%	8.248	20,03	-79,97%	5.646	13,71	-86,29%
Activos por impuesto diferido	142.199	100,00	141.782	99,71	-0,29%	142.217	100,01	0,01%	123.610	86,93	-13,07%	112.625	79,20	-20,80%	96.981	68,20	-31,80%
Otros activos no corrientes	4.070	100,00	3.385	83,17	-16,83%	2.734	67,17	-32,83%	1.357	33,34	-66,66%	1.128	27,71	-72,29%	933	22,92	-77,08%
<b>ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>3.413.052</b>	100,00	<b>3.094.442</b>	<b>90,66</b>	<b>-9,34%</b>	<b>2.267.458</b>	<b>66,43</b>	<b>-33,57%</b>	<b>1.634.826</b>	<b>47,90</b>	<b>-52,10%</b>	<b>1.020.393</b>	<b>29,90</b>	<b>-70,10%</b>	<b>952.808</b>	<b>27,92</b>	<b>-72,08%</b>
Existencias	3.233.881	100,00	3.016.608	93,28	-6,72%	2.227.070	68,87	-31,13%	1.582.936	48,95	-51,05%	977.860	30,24	-69,76%	914.127	28,27	-71,73%
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	34.421	100,00	21.116	61,35	-38,65%	16.270	47,27	-52,73%	13.692	39,78	-60,22%	17.342	50,38	-49,62%	14.966	43,48	-56,52%
Inversiones financieras a corto plazo	93.853	100,00	40.060	42,68	-57,32%	16.084	17,14	-82,86%	16.698	17,79	-82,21%	6.359	6,78	-93,22%	5.699	6,07	-93,93%
Otros activos corrientes	612	100,00	685	111,93	11,93%	397	64,87	-35,13%	327	53,43	-46,57%	303	49,51	-50,49%	107	17,48	-82,52%
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	50.285	100,00	15.973	31,76	-68,24%	7.637	15,19	-84,81%	21.173	42,11	-57,89%	18.529	36,85	-63,15%	17.909	35,61	-64,39%
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>4.322.374</b>	100,00	<b>3.822.688</b>	<b>88,44</b>	<b>-11,56%</b>	<b>2.858.173</b>	<b>66,13</b>	<b>-33,87%</b>	<b>2.020.636</b>	<b>46,75</b>	<b>-53,25%</b>	<b>1.345.790</b>	<b>31,14</b>	<b>-68,86%</b>	<b>1.240.460</b>	<b>28,70</b>	<b>-71,30%</b>

	2010		2011			2012			2013			2014			2015		
	Miles de €	nº índice	Miles de €	nº índice	Variación	Miles de €	nº índice	Variación	Miles de €	nº índice	Variación	Miles de €	nº índice	Variación	Miles de €	nº índice	Variación
<b>PATRIMONIO NETO</b>	<b>-318.468</b>	100,00	<b>-703.202</b>	<b>220,81</b>	<b>120,81%</b>	<b>-1.628.462</b>	<b>511,34</b>	<b>411,34%</b>	<b>-2.440.074</b>	<b>766,19</b>	<b>666,19%</b>	<b>-3.089.915</b>	<b>970,24</b>	<b>870,24%</b>	<b>-3.245.651</b>	<b>1019,15</b>	<b>919,15%</b>
Capital	2.922	100,00	2.922	100,00	0,00%	2.922	100,00	0,00%	2.922	100,00	0,00%	2.922	100,00	0,00%	2.922	100,00	0,00%
Prima de emisión	722.708	100,00	722.708	100,00	0,00%	722.708	100,00	0,00%	722.708	100,00	0,00%	722.708	100,00	0,00%	722.708	100,00	0,00%
Reservas	412.304	100,00	411.318	99,76	-0,24%	413.175	100,21	0,21%	431.366	104,62	4,62%	486.521	118,00	18,00%	476.219	115,50	15,50%
Acciones propias	-129.704	100,00	-129.704	100,00	0,00%	-129.704	100,00	0,00%	-129.704	100,00	0,00%	-129.704	100,00	0,00%	-129.704	100,00	0,00%
Resultados negativos de ejercicios anteriores	-982.836	100,00	-1.360.514	138,43	38,43%	-1.735.441	176,57	76,57%	-2.663.538	271,01	171,01%	-3.491.268	355,22	255,22%	-4.175.255	424,82	324,82%
Resultado del ejercicio atribuible a la Soc. Dominante	-379.010	100,00	-374.428	98,79	-1,21%	-910.175	240,15	140,15%	-820.308	216,43	116,43%	-694.067	183,13	83,13%	-155.095	40,92	-59,08%
Ajustes por valoración	497	100,00	-6.368	-1281,29	-1381,29%	-8.624	-1735,21	-1835,21%	0	0,00	-100,00%	0	0,00	-100,00%	0	0,00	-100,00%
Total PN atribuible a accionistas de la Soc. Dominante	-353.119	100,00	-734.066	207,88	107,88%	-1.645.139	465,89	365,89%	-2.456.554	695,67	595,67%	-3.102.888	878,71	778,71%	-3.258.205	922,69	822,69%
Intereses minoritarios	34.651	100,00	30.864	89,07	-10,93%	16.677	48,13	-51,87%	16.480	47,56	-52,44%	12.973	37,44	-62,56%	12.554	36,23	-63,77%
<b>PASIVO NO CORRIENTE</b>	<b>3.691.565</b>	100,00	<b>3.782.839</b>	<b>102,47</b>	<b>2,47%</b>	<b>181.373</b>	<b>4,91</b>	<b>-95,09%</b>	<b>155.207</b>	<b>4,20</b>	<b>-95,80%</b>	<b>144.163</b>	<b>3,91</b>	<b>-96,09%</b>	<b>130.588</b>	<b>3,54</b>	<b>-96,46%</b>
Provisiones a largo plazo	35.791	100,00	39.806	111,22	11,22%	36.047	100,72	0,72%	30.577	85,43	-14,57%	30.844	86,18	-13,82%	28.957	80,91	-19,09%
Deudas a largo plazo	3.485.565	100,00	3.575.315	102,57	2,57%	683	0,02	-99,98%	0	0,00	-100,00%	0	0,00	-100,00%	1.288	0,04	-99,96%
Pasivos por impuestos diferidos	143.400	100,00	142.016	99,03	-0,97%	142.217	99,18	-0,82%	123.610	86,20	-13,80%	112.625	78,54	-21,46%	96.981	67,63	-32,37%
Periodificaciones a largo plazo	0	100,00	123			103			81			0	100,00	0,00%	0	100,00	0,00%
Otros Pasivos no corrientes	26.809	100,00	25.579	95,41	-4,59%	2.323	8,67	-91,33%	939	3,50	-96,50%	694	2,59	-97,41%	3.362	12,54	-87,46%
<b>PASIVO CORRIENTE</b>	<b>949.277</b>	100,00	<b>743.051</b>	<b>78,28</b>	<b>-21,72%</b>	<b>4.305.262</b>	<b>453,53</b>	<b>353,53%</b>	<b>4.305.503</b>	<b>453,56</b>	<b>353,56%</b>	<b>4.291.542</b>	<b>452,09</b>	<b>352,09%</b>	<b>4.355.523</b>	<b>458,83</b>	<b>358,83%</b>
Provisiones a corto plazo	50.208	100,00	19.830	39,50	-60,50%	21.321	42,47	-57,53%	17.408	34,67	-65,33%	15.762	31,39	-68,61%	16.227	32,32	-67,68%
Deudas a corto plazo	625.927	100,00	560.280	89,51	-10,49%	3.756.272	600,11	500,11%	3.707.916	592,39	492,39%	3.724.948	595,11	495,11%	3.778.874	603,72	503,72%
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	273.142	100,00	162.941	59,65	-40,35%	527.669	193,18	93,18%	580.179	212,41	112,41%	550.832	201,67	101,67%	560.422	205,18	105,18%
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO</b>	<b>4.322.374</b>	100,00	<b>3.822.688</b>	<b>88,44</b>	<b>-11,56%</b>	<b>2.858.173</b>	<b>66,13</b>	<b>-33,87%</b>	<b>2.020.636</b>	<b>46,75</b>	<b>-53,25%</b>	<b>1.345.790</b>	<b>31,14</b>	<b>-68,86%</b>	<b>1.240.460</b>	<b>28,70</b>	<b>-71,30%</b>

8. REALIA BUSINESS, S.A. - Porcentajes Horizontales (año base 2010)

	2010			2011			2012			2013			2014			2015		
	Miles de €	nº índice		Miles de €	nº índice	Variación	Miles de €	nº índice	Variación	Miles de €	nº índice	Variación	Miles de €	nº índice	Variación	Miles de €	nº índice	Variación
<b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>2.575.055</b>	<b>100,00</b>		<b>2.572.511</b>	<b>99,90</b>	<b>-0,10%</b>	<b>2.519.853</b>	<b>97,86</b>	<b>-2,14%</b>	<b>2.487.476</b>	<b>96,60</b>	<b>-3,40%</b>	<b>1.513.999</b>	<b>58,79</b>	<b>-41,21%</b>	<b>1.538.083</b>	<b>59,73</b>	<b>-40,27%</b>
Inmovilizado intangible	1.472	100,00		965	65,56	-34,44%	571	38,79	-61,21%	349	23,71	-76,29%	47	3,19	-96,81%	31	2,11	-97,89%
Inmovilizado material	9.261	100,00		9.065	97,88	-2,12%	8.394	90,64	-9,36%	9.001	97,19	-2,81%	6.022	65,03	-34,97%	5.346	57,73	-42,27%
Inversiones Inmobiliarias	2.358.087	100,00		2.319.178	98,35	-1,65%	2.332.378	98,91	-1,09%	2.306.287	97,80	-2,20%	1.320.839	56,01	-43,99%	1.354.436	57,44	-42,56%
Inversiones en empresas del grupo y asociadas L/P	96.397	100,00		93.837	97,34	-2,66%	143	0,15	-99,85%	143	0,15	-99,85%	44.500	46,16	-53,84%	47.323	49,09	-50,91%
Inversiones financieras a largo plazo	810	100,00		13.524	1669,63	1569,63%	13.089	1615,93	1515,93%	12.374	1527,65	1427,65%	12.984	1602,96	1502,96%	1.250	154,32	54,32%
Activos por impuesto diferido	91.569	100,00		124.531	136,00	36,00%	153.922	168,09	68,09%	149.945	163,75	63,75%	120.569	131,67	31,67%	120.817	131,94	31,94%
Otros activos no corrientes	17.459	100,00		11.411	65,36	-34,64%	11.356	65,04	-34,96%	9.377	53,71	-46,29%	9.038	51,77	-48,23%	8.880	50,86	-49,14%
<b>ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>1.225.588</b>	<b>100,00</b>		<b>1.042.467</b>	<b>85,06</b>	<b>-14,94%</b>	<b>851.315</b>	<b>69,46</b>	<b>-30,54%</b>	<b>654.212</b>	<b>53,38</b>	<b>-46,62%</b>	<b>1.067.396</b>	<b>87,09</b>	<b>-12,91%</b>	<b>706.626</b>	<b>57,66</b>	<b>-42,34%</b>
Activos no corrientes mantenidos para la venta	0	100,00		6.203			3.274			2.610			0	100,00	0,00%	0	100,00	0,00%
Existencias	923.319	100,00		882.412	95,57	-4,43%	578.653	62,67	-37,33%	473.910	51,33	-48,67%	402.876	43,63	-56,37%	376.345	40,76	-59,24%
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	53.075	100,00		60.689	114,35	14,35%	60.395	113,79	13,79%	49.018	92,36	-7,64%	18.383	34,64	-65,36%	108.386	204,21	104,21%
Inversiones financieras a corto plazo	16.494	100,00		6.435	39,01	-60,99%	1.528	9,26	-90,74%	1.958	11,87	-88,13%	25.249	153,08	53,08%	34.407	208,60	108,60%
Otros activos corrientes	2.336	100,00		2.121	90,80	-9,20%	3.546	151,80	51,80%	4.748	203,25	103,25%	3.343	143,11	43,11%	3.618	154,88	54,88%
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	230.364	100,00		84.607	36,73	-63,27%	203.919	88,52	-11,48%	121.968	52,95	-47,05%	617.545	268,07	168,07%	183.870	79,82	-20,18%
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>3.800.643</b>	<b>100,00</b>		<b>3.614.978</b>	<b>95,11</b>	<b>-4,89%</b>	<b>3.371.168</b>	<b>88,70</b>	<b>-11,30%</b>	<b>3.141.688</b>	<b>82,66</b>	<b>-17,34%</b>	<b>2.581.395</b>	<b>67,92</b>	<b>-32,08%</b>	<b>2.244.709</b>	<b>59,06</b>	<b>-40,94%</b>

	2010		2011			2012			2013			2014			2015		
	Miles de €	nº índice	Miles de €	nº índice	Variación	Miles de €	nº índice	Variación	Miles de €	nº índice	Variación	Miles de €	nº índice	Variación	Miles de €	nº índice	Variación
<b>PATRIMONIO NETO</b>	<b>994.994</b>	<b>100,00</b>	<b>986.807</b>	<b>99,18</b>	<b>-0,82%</b>	<b>666.976</b>	<b>67,03</b>	<b>-32,97%</b>	<b>705.608</b>	<b>70,92</b>	<b>-29,08%</b>	<b>630.701</b>	<b>63,39</b>	<b>-36,61%</b>	<b>742.186</b>	<b>74,59</b>	<b>-25,41%</b>
Capital	66.570	100,00	66.570	100,00	0,00%	66.570	100,00	0,00%	73.769	110,81	10,81%	73.769	110,81	10,81%	110.580	166,11	66,11%
Prima de emisión	215.851	100,00	215.851	100,00	0,00%	215.851	100,00	0,00%	266.242	123,35	23,35%	266.242	123,35	23,35%	318.391	147,50	47,50%
Reservas	259.066	100,00	239.394	92,41	-7,59%	238.075	91,90	-8,10%	-81.264	-31,37	-131,37%	146.416	56,52	-43,48%	69.559	26,85	-73,15%
Acciones propias	-2.787	100,00	-2.208	79,22	-20,78%	-1.572	56,40	-43,60%	-1.208	43,34	-56,66%	-675	24,22	-75,78%	-675	24,22	-75,78%
Resultado del ejercicio atribuido a la Dominante	1.117	100,00	1.238	110,83	10,83%	-319.230	-28579,23	-28679,23%	-51.025	-4568,04	-4668,04%	-77.492	-6937,51	-7037,51%	17.205	1540,29	1440,29%
Ajustes por valoración	-58.620	100,00	-59.134	100,88	0,88%	-41.848	71,39	-28,61%	-15.406	26,28	-73,72%	-2.160	3,68	-96,32%	-822	1,40	-98,60%
Total PN atribuible a accionistas de la Soc. Dominante	481.197	100,00	461.711	95,95	-4,05%	157.846	32,80	-67,20%	191.108	39,72	-60,28%	406.100	84,39	-15,61%	514.238	106,87	6,87%
Intereses minoritarios	513.797	100,00	525.096	102,20	2,20%	509.130	99,09	-0,91%	514.500	100,14	0,14%	224.601	43,71	-56,29%	227.948	44,37	-55,63%
<b>PASIVO NO CORRIENTE</b>	<b>2.116.354</b>	<b>100,00</b>	<b>1.479.896</b>	<b>69,93</b>	<b>-30,07%</b>	<b>1.459.922</b>	<b>68,98</b>	<b>-31,02%</b>	<b>2.015.471</b>	<b>95,23</b>	<b>-4,77%</b>	<b>1.606.245</b>	<b>75,90</b>	<b>-24,10%</b>	<b>920.100</b>	<b>43,48</b>	<b>-56,52%</b>
Provisiones a largo plazo	23.641	100,00	17.227	72,87	-27,13%	12.004	50,78	-49,22%	8.313	35,16	-64,84%	7.598	32,14	-67,86%	6.867	29,05	-70,95%
Deudas a largo plazo	2.043.909	100,00	1.405.370	68,76	-31,24%	1.403.765	68,68	-31,32%	1.961.720	95,98	-4,02%	1.456.245	71,25	-28,75%	761.663	37,27	-62,73%
Pasivos por impuestos diferidos	26.443	100,00	36.303	137,29	37,29%	23.151	87,55	-12,45%	24.255	91,73	-8,27%	126.385	477,95	377,95%	135.562	512,66	412,66%
Otros pasivos no corrientes	22.361	100,00	20.996	93,90	-6,10%	21.002	93,92	-6,08%	21.183	94,73	-5,27%	16.017	71,63	-28,37%	16.008	71,59	-28,41%
<b>PASIVO CORRIENTE</b>	<b>689.295</b>	<b>100,00</b>	<b>1.148.275</b>	<b>166,59</b>	<b>66,59%</b>	<b>1.244.270</b>	<b>180,51</b>	<b>80,51%</b>	<b>420.609</b>	<b>61,02</b>	<b>-38,98%</b>	<b>344.449</b>	<b>49,97</b>	<b>-50,03%</b>	<b>582.423</b>	<b>84,50</b>	<b>-15,50%</b>
Pasivos vinculados con ANC mantenidos para la venta	0	100,00	0	100,00	0,00%	0	100,00	0,00%	110			0	100,00	0,00%	0	100,00	0,00%
Provisiones a corto plazo	740	100,00	901	121,76	21,76%	10.350	1398,65	1298,65%	3.500	472,97	372,97%	1.538	207,84	107,84%	1.462	197,57	97,57%
Deudas a corto plazo	533.419	100,00	1.064.320	199,53	99,53%	1.159.954	217,46	117,46%	350.582	65,72	-34,28%	317.006	59,43	-40,57%	558.565	104,71	4,71%
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	155.136	100,00	83.054	53,54	-46,46%	73.966	47,68	-52,32%	66.417	42,81	-57,19%	25.905	16,70	-83,30%	22.396	14,44	-85,56%
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO</b>	<b>3.800.643</b>	<b>100,00</b>	<b>3.614.978</b>	<b>95,11</b>	<b>-4,89%</b>	<b>3.371.168</b>	<b>88,70</b>	<b>-11,30%</b>	<b>3.141.688</b>	<b>82,66</b>	<b>-17,34%</b>	<b>2.581.395</b>	<b>67,92</b>	<b>-32,08%</b>	<b>2.244.709</b>	<b>59,06</b>	<b>-40,94%</b>