

Buybacks i empreses caníbal

30 d'agost de 2024

L'assignació de capital és una de les decisions més crítiques que un equip directiu pot prendre, ja que determina com es distribueixen els recursos financers d'una empresa per a maximitzar el seu valor a llarg termini. Un equip directiu que maneja eficaçment l'assignació de capital pot impulsar el creixement sostenible, millorar la rendibilitat i augmentar el valor per als accionistes.

Per a això, les empreses tenen diverses opcions per a assignar el seu capital:

- Reinvertir en el negoci, destinant fons a la recerca i desenvolupament (R+D) per a innovar i desenvolupar nous productes, a l'expansió d'operacions per a augmentar la capacitat productiva o ingressar en nous mercats (CapEx) o a Publicitat i Màrqueting.
- Recomprar accions, reduint el nombre d'accions en circulació, augmentant el valor per acció i proporcionant beneficis fiscals.
- Pagar dividends, distribuint guanys directament als accionistes com a rendiments regulars.
- Reduir deute, millorant el seu balanç i reduint costos d'interessos.
- Adquirir altres companyies per a obtenir noves capacitats, tecnologies o mercats.
- Mantenir reserves d'efectiu per a major seguretat i flexibilitat davant oportunitats o crisis futures.

En aquest informe, ens proposem estudiar l'efecte de les **recompres d'accions**.

Les recompres d'accions són una estratègia financera on una empresa adquireix les seves pròpies accions en el mercat obert, reduint així el nombre d'accions en circulació i, per tant, augmentant el valor per acció. Aquesta pràctica pot ser avantatjosa per a millorar el rendiment financer de l'empresa, oferir beneficis fiscals i enviar senyals de confiança al mercat sobre la seva estabilitat i futur. D'altra banda, val la pena assenyalar que les recompres són vistes com una utilització eficient del capital excedent, oferint beneficis fiscals comparats amb els dividends els quals tributen com a rendiments del capital.

Per exemple, si una empresa té 1.000.000 d'accions en circulació i decideix recomprar 100.000 (equivalent al 10%), el nombre d'accions es reduirà a 900.000. Si l'empresa guanya €1.000.000, el benefici per acció augmenta perquè es divideix entre menys accions, la qual cosa pot incrementar el preu de les accions restants i beneficiar als accionistes. És a dir, en reduir el nombre d'accions en circulació, augmenten el benefici per acció (EPS), la qual cosa en condicions normals es tradueix en un increment de la valoració de la pròpia acció.

Les *empreses caníbal* són aquelles que adopten agressivament l'estratègia de recompres d'accions per a reduir el nombre d'accions en circulació i augmentar el valor per acció. Aquestes companyies prioritzen aquesta pràctica com una manera de retornar valor als accionistes i optimitzar la seva estructura de capital. Les *empreses caníbal* solen generar un flux de caixa lliure (FCF) significatiu. Això significa que disposen d'efectiu després de cobrir totes les seves despeses operatives i de capital, la qual cosa els permet comprar les seves pròpies accions sense posar en risc la seva estabilitat financera. A més, aquestes empreses sovint no cotitzen a preus molt elevats, la qual cosa les fa atractives per a les recompres. També tendeixen a tenir limitades oportunitats de reinversió que ofereixin un retorn sobre la inversió (ROI) superior a l'obtingut amb les recompres d'accions. En lloc d'invertir en projectes de creixement amb

menors retorns (o més incerts), aquestes empreses prefereixen utilitzar la seva capital excedent en la recompra d'accions, que generalment ofereix un retorn més atractiu.

Mohnish Pabrai és un reconegut inversor i gestor de fons, fundador de Pabrai Investment Funds i autor de "The Dhandho Investor". En la seva presentació al Boston College i l'Escola de Negocis d'Harvard, Mohnish Pabrai va discutir el concepte de "Uber Cannibals" i va presentar una fórmula per a avaluar l'impacte de les recompres d'accions en el valor a llarg termini per als accionistes. La fórmula de Pabrai s'enfoca en com les recompres agressives poden potenciar el creixement dels beneficis i l'expansió de múltiples. A continuació, es detalla la fórmula i la seva aplicació:

Creixement de Beneficis x (100 / % d'accions restants) x Expansió del Múltiple:

- **Creixement de Beneficis:** Es refereix a l'augment en els beneficis nets de l'empresa al llarg del temps. Aquest creixement ha de ser consistent i, preferiblement, superior al 10% anual compost (CAGR).
- **100 / % d'accions restants:** Representa la reducció del nombre d'accions en circulació a causa de les recompres. Com més gran sigui el percentatge d'accions recomprades, major serà l'impacte en el valor per acció (EPS). Per exemple, si una empresa ha recomprat el 50% de les seves accions, el factor seria $100 / 50 = 2$.
- **Expansió del Múltiple:** Es refereix a l'augment en el múltiple de valoració (per exemple, el preu/guany o P/E) de l'empresa. Si el mercat revalua l'empresa a un múltiple més alt a causa del seu major EPS i estabilitat, això contribueix significativament a l'augment del preu de les accions.

Pabrai va utilitzar l'exemple de NVR, una empresa constructora d'habitatges als Estats Units, per a il·lustrar la fórmula:

1. **Creixement dels Beneficis:**
 - Entre 1994 i 2021, l'ingrés net de NVR va augmentar de \$10 milions a \$1,237 milions, un increment de 120 vegades.
2. **Reducció de les Accions en Circulació:**
 - NVR va recomprar aproximadament el 80% de les seves accions en circulació durant aquest període. Això significa que el nombre d'accions es va reduir significativament, augmentant el EPS.
3. **Expansió del Múltiple:**
 - El múltiple P/E de NVR va augmentar de 10.2 a 17.9, la qual cosa també va contribuir a l'augment del preu de les accions.

La combinació d'aquests factors va resultar en un augment espectacular del preu de les accions de NVR, que va passar de \$5,50 a \$5.909, una multiplicació d'aproximadament 1,074 vegades.

Les recompres d'accions són una eina efectiva per a incrementar el valor per acció i proporcionar majors retorns als accionistes, fins i tot sense canviar els fonaments financers bàsics de l'empresa. A continuació, vam mostrar una taula amb el retorn de l'acció sobre la base de recompres d'accions mantenint constants els beneficis nets i el múltiple PE.

Acciones Recompradas	Retorno sin Cambio en Beneficios o Múltiplo de PE
50%	2x
67%	3x
80%	5x
90%	10x
95%	20x
98%	50x
99%	100x

Font: Caixa Enginyers Gestió

En reduir el nombre d'accions en circulació, les recompres augmenten automàticament el benefici per acció. La taula mostra que l'impacte de les recompres es torna significativament major quan una empresa recompra més del 80% de les seves accions. Per exemple, recomprar el 80% de les accions pot augmentar el retorn 5 vegades, i recomprar el 99% pot augmentar el retorn 100 vegades. En el cas que hem comentat de NVR, només la recompra d'accions va suposar que l'acció es revaloritzés un 7,4% anual durant pràcticament tres dècades. Encara que la taula assumeix que els beneficis i el múltiple PE no canvien, si aquests factors també milloren, el retorn per als accionistes pot ser encara major.

Una empresa que és capaç de fer créixer els seus beneficis i cotitza amb un múltiple baix es veurà enormement beneficiada per les recompres d'accions perquè aquestes recompres redueixen el nombre d'accions en circulació, incrementen el EPS i potencialment indueixen una expansió del múltiple de valoració per part del mercat. Aquest conjunt d'efectes combinats pot resultar en un augment significatiu del valor de les accions, beneficiant als accionistes existents i atraient a nous inversors.

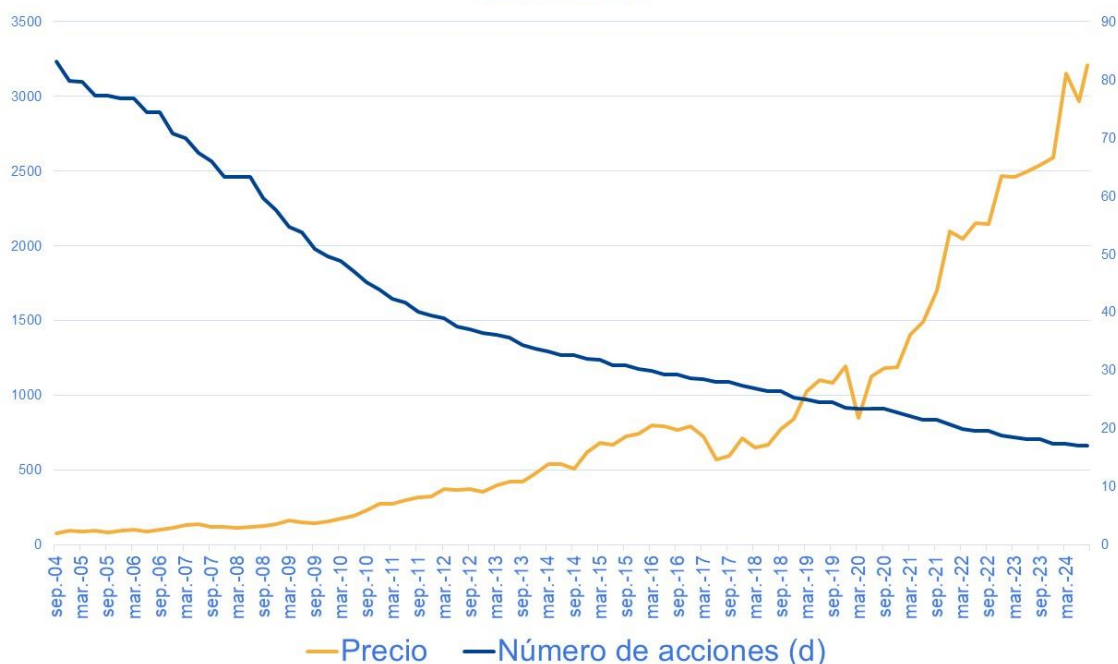
Pel costat contrari, la mala sincronització en les recompres d'accions es produeix quan les empreses, aprofitant els alts fluxs de caixa i l'increment en els preus durant un cicle econòmic favorable, decideixen recomprar accions just en el moment en què estan sobrevalorades. En lloc d'esperar que el cicle moderi i els preus de les accions baixin, la qual cosa permetria comprar a múltiples més baixos i maximitzar el valor per als accionistes, no és estrany veure empreses que empenen el seu capital en el punt més car. Això resulta en una oportunitat perduda per a incrementar l'eficiència del capital i generar majors retorns a llarg termini. Com bé ha assenyalat Warren Buffett en diverses ocasions, la clau per a una recompra efectiva és assegurar-se que les accions s'adquireixen a un preu que reflecteixi un bon valor.

A tancament de l'any fiscal 2023, Apple ha recomprat més de \$550 mil milions de les seves pròpies accions que compara amb els \$669 mil milions de capitalització agregada de les empreses que formen l'Ibex 35. Això ha suposat una reducció del nombre d'accions superior al 4% anual. Altres grans tecnològiques com Microsoft i Gartner o gegants com Visa i Pepsico també solen tenir una política activa en recompra d'accions -encara que ens les consideraríem empreses caníbal-.

En aquest sentit, el paradigma en cartera d'alguns fons de Caixa Enginyers Gestió és Autozone. La companyia estatunidenca, líder en la venda de recanvis i accessoris per a automòbils, amb una àmplia xarxa de botigues als Estats Units i altres països, és una empresa caníbal que ha recomprat el 47% de les accions durant els últims 10 anys. D'igual mode, HCA Healthcare, la major empresa d'atenció mèdica privada als Estats Units, present en el Caixa Enginyers Global

ISR i en el Caixa Enginyers Borsa USA, ha recomprat més d'un 5% de les accions en circulació a l'any durant l'última dècada.

Autozone



Font: Bloomberg

En conclusió, les recompres d'accions són una eina útil per a augmentar el valor per acció i optimitzar l'estructura de capital, beneficiant així als accionistes. A Caixa Enginyers Gestió, tractem d'identificar empreses que apliquen aquesta estratègia de manera efectiva. No obstant això, som conscients que el rendiment financer no és l'única cosa que importa. Per això, integrem criteris ASG en el nostre procés d'inversió. Entenem que l'èxit a llarg termini ha d'anar de bracet amb pràctiques sostenibles i responsables, i ens esforcem per triar empreses que comparteixin aquest enfocament.

DISCLAIMER

L'informe s'ha fet amb la finalitat de proporcionar als inversors informació general sobre valors i instruments financers, en la seva data d'emissió, i està subjecte a canvis sense previ avís. La informació es proporciona basant-se en fonts considerades com a fiables, si bé CAIXA ENGINYERS GESTIÓ no garanteix seguretat ni se'n responsabilitza.

És possible que la informació es pugui referir a productes, operacions o serveis d'inversió respecte als quals hi hagi informació addicional en documentació separada, incloent-hi el document d'informació fonamental per a l'inversor i el fullet complet. Es recomana llegir aquests documents per poder prendre una decisió fundada sobre la conveniència d'invertir en aquests productes. Pot sol·licitar aquesta documentació al seu gerent personal, a qualsevol oficina de Caixa Enginyers, a www.caixaenginyers.com o a www.cnmv.es.

El contingut dels informes, en cap cas, constitueix una oferta o recomanació de compra o venda de cap producte o instrument financer. L'inversor ha de ser conscient que els valors i els instruments financers als quals es refereixen poden no ser adequats als seus objectius concrets d'inversió, per la qual cosa l'inversor ha d'adoptar les seves pròpies decisions d'inversió. A aquest efecte, CAIXA ENGINYERS GESTIÓ, SAU, en la seva condició d'emissor de l'informe, així com CAIXA DE CRÈDIT DELS ENGINYERS - CAJA DE CRÉDITO DE LOS INGENIEROS, S. COOP. DE CRÉDIT, en la seva condició de comercialitzador, no es fan responsables del mal ús que es faci d'aquesta informació ni dels perjudicis que pugui patir l'inversor que formalitzi operacions prenent com a referència les valoracions i les opinions recollides en els informes. Així mateix, l'inversor ha de tenir en compte que l'evolució passada dels valors o els instruments ni els resultats històrics de les inversions no garanteixen l'evolució ni els resultats futurs.

©Queda prohibida la reproducció, la duplicació, la redistribució i/o la comercialització, total o parcial, dels continguts d'aquest document, ni tan sols citant-ne les fonts, llevat que es tingui el consentiment previ per escrit de CAIXA ENGINYERS GESTIÓ, SGIIC, SAU. Tots els drets reservats.