

Buybacks y empresas caníbal

30 de agosto de 2024

La asignación de capital es una de las decisiones más críticas que un equipo directivo puede tomar, ya que determina cómo se distribuyen los recursos financieros de una empresa para maximizar su valor a largo plazo. Un equipo directivo que maneja eficazmente la asignación de capital puede impulsar el crecimiento sostenible, mejorar la rentabilidad y aumentar el valor para los accionistas.

Para ello, las empresas tienen diversas opciones para asignar su capital:

- Reinvertir en el negocio, destinando fondos a la investigación y desarrollo (I+D) para innovar y desarrollar nuevos productos, a la expansión de operaciones para aumentar la capacidad productiva o ingresar en nuevos mercados (CapEx) o a Publicidad y Marketing.
- Recomprar acciones, reduciendo el número de acciones en circulación, aumentando el valor por acción y proporcionando beneficios fiscales.
- Pagar dividendos, distribuyendo ganancias directamente a los accionistas como rendimientos regulares.
- Reducir deuda, mejorando su balance y reduciendo costes de intereses.
- Adquirir otras compañías para obtener nuevas capacidades, tecnologías o mercados.
- Mantener reservas de efectivo para mayor seguridad y flexibilidad ante oportunidades o crisis futuras.

En este informe, nos proponemos estudiar el efecto de las **recompras de acciones**.

Las recompras de acciones son una estrategia financiera donde una empresa adquiere sus propias acciones en el mercado abierto, reduciendo así el número de acciones en circulación y, por ende, aumentando el valor por acción. Esta práctica puede ser ventajosa para mejorar el rendimiento financiero de la empresa, ofrecer beneficios fiscales y enviar señales de confianza al mercado sobre su estabilidad y futuro. Por otro lado, merece la pena señalar que las recompras son vistas como una utilización eficiente del capital excedente, ofreciendo beneficios fiscales comparados con los dividendos los cuales tributan como rendimientos del capital.

Por ejemplo, si una empresa tiene 1.000.000 de acciones en circulación y decide recomprar 100.000 (equivalente al 10%), el número de acciones se reducirá a 900.000. Si la empresa gana €1.000.000, el beneficio por acción aumenta porque se divide entre menos acciones, lo que puede incrementar el precio de las acciones restantes y beneficiar a los accionistas. Es decir, al reducir el número de acciones en circulación, aumentan el beneficio por acción (EPS), lo que en condiciones normales se traduce en un incremento de la valoración de la propia acción.

Las *empresas caníbal* son aquellas que adoptan agresivamente la estrategia de recompras de acciones para reducir el número de acciones en circulación y aumentar el valor por acción. Estas compañías priorizan esta práctica como una forma de devolver valor a los accionistas y optimizar su estructura de capital. Las *empresas caníbal* suelen generar un flujo de caja libre (FCF) significativo. Esto significa que disponen de efectivo después de cubrir todos sus gastos operativos y de capital, lo que les permite comprar sus propias acciones sin poner en riesgo su estabilidad financiera. Además, estas empresas a menudo no cotizan a precios muy elevados, lo

que las hace atractivas para las recompras. También tienden a tener limitadas oportunidades de reinversión que ofrezcan un retorno sobre la inversión (ROI) superior al obtenido con las recompras de acciones. En lugar de invertir en proyectos de crecimiento con menores retornos (o más inciertos), estas empresas prefieren utilizar su capital excedente en la recompra de acciones, que generalmente ofrece un retorno más atractivo.

Mohnish Pabrai es un reconocido inversor y gestor de fondos, fundador de Pabrai Investment Funds y autor de "The Dhandho Investor". En su presentación en el Boston College y la Escuela de Negocios de Harvard, Mohnish Pabrai discutió el concepto de "Uber Cannibals" y presentó una fórmula para evaluar el impacto de las recompras de acciones en el valor a largo plazo para los accionistas. La fórmula de Pabrai se enfoca en cómo las recompras agresivas pueden potenciar el crecimiento de los beneficios y la expansión de múltiplos. A continuación, se detalla la fórmula y su aplicación:

Crecimiento de Beneficios x (100 / % de acciones restantes) x Expansión del Múltiplo:

- Crecimiento de Beneficios: Se refiere al aumento en los beneficios netos de la empresa a lo largo del tiempo. Este crecimiento debe ser consistente y, preferiblemente, superior al 10% anual compuesto (CAGR).
- 100 / % de acciones restantes: Representa la reducción del número de acciones en circulación debido a las recompras. Cuanto mayor sea el porcentaje de acciones recompradas, mayor será el impacto en el valor por acción (EPS). Por ejemplo, si una empresa ha recomprado el 50% de sus acciones, el factor sería $100 / 50 = 2$.
- Expansión del Múltiplo: Se refiere al aumento en el múltiplo de valoración (por ejemplo, el precio/ganancias o P/E) de la empresa. Si el mercado reevalúa la empresa a un múltiplo más alto debido a su mayor EPS y estabilidad, esto contribuye significativamente al aumento del precio de las acciones.

Pabrai utilizó el ejemplo de NVR, una empresa constructora de viviendas en Estados Unidos, para ilustrar la fórmula:

1. Crecimiento de los Beneficios:
 - Entre 1994 y 2021, el ingreso neto de NVR aumentó de \$10 millones a \$1,237 millones, un incremento de 120 veces.
2. Reducción de las Acciones en Circulación:
 - NVR recompró aproximadamente el 80% de sus acciones en circulación durante este período. Esto significa que el número de acciones se redujo significativamente, aumentando el EPS.
3. Expansión del Múltiplo:
 - El múltiplo P/E de NVR aumentó de 10.2 a 17.9, lo que también contribuyó al aumento del precio de las acciones.

La combinación de estos factores resultó en un aumento espectacular del precio de las acciones de NVR, que pasó de \$5,50 a \$5.909, una multiplicación de aproximadamente 1,074 veces.

Las recompras de acciones son una herramienta efectiva para incrementar el valor por acción y proporcionar mayores retornos a los accionistas, incluso sin cambiar los fundamentos financieros básicos de la empresa. A continuación, mostramos una tabla con el retorno de la acción en base a recompras de acciones manteniendo constantes los beneficios netos y el múltiplo 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

Fuente: Caja Ingenieros Gestión

Al reducir el número de acciones en circulación, las recompras aumentan automáticamente el beneficio por acción. La tabla muestra que el impacto de las recompras se vuelve significativamente mayor cuando una empresa recompra más del 80% de sus acciones. Por ejemplo, recomprar el 80% de las acciones puede aumentar el retorno 5 veces, y recomprar el 99% puede aumentar el retorno 100 veces. En el caso que hemos comentado de NVR, solo la recompra de acciones supuso que la acción se revalorizase un 7,4% anual durante prácticamente tres décadas. Aunque la tabla asume que los beneficios y el múltiplo PE no cambian, si estos factores también mejoran, el retorno para los accionistas puede ser aún mayor.

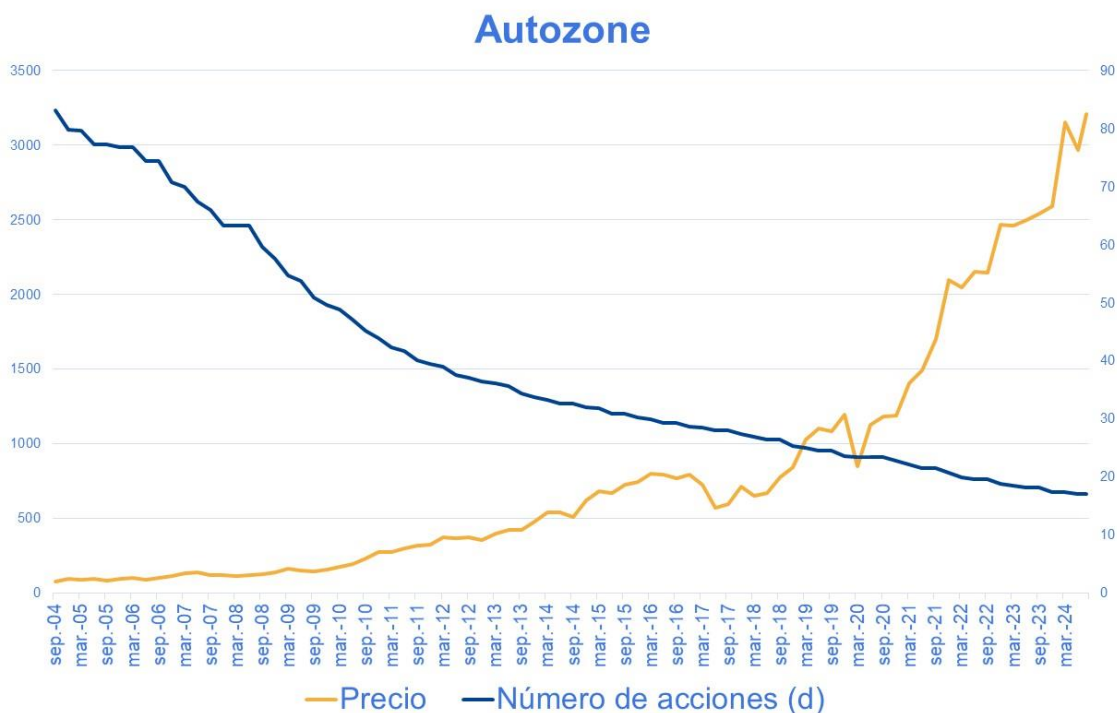
Una empresa que es capaz de hacer crecer sus beneficios y cotiza con un múltiplo bajo se verá enormemente beneficiada por las recompras de acciones porque estas recompras reducen el número de acciones en circulación, incrementan el EPS y potencialmente inducen una expansión del múltiplo de valoración por parte del mercado. Este conjunto de efectos combinados puede resultar en un aumento significativo del valor de las acciones, beneficiando a los accionistas existentes y atrayendo a nuevos inversores.

Por el lado contrario, la mala sincronización en las recompras de acciones se produce cuando las empresas, aprovechando los altos flujos de caja y el incremento en los precios durante un ciclo económico favorable, deciden recomprar acciones justo en el momento en que están sobrevaloradas. En lugar de esperar a que el ciclo modere y los precios de las acciones bajen, lo que permitiría comprar a múltiplos más bajos y maximizar el valor para los accionistas, no es extraño ver empresas que emplean su capital en el punto más caro. Esto resulta en una oportunidad perdida para incrementar la eficiencia del capital y generar mayores retornos a largo plazo. Como bien ha señalado Warren Buffett en varias ocasiones, la clave para una recompra efectiva es asegurarse de que las acciones se adquieren a un precio que refleje un buen valor.

A cierre del año fiscal 2023, Apple ha recomprado más de \$550 mil millones de sus propias acciones que compara con los \$669 mil millones de capitalización agregada de las empresas que forman el Ibex 35. Ello ha supuesto una reducción del número de acciones superior al 4% anual. Otras grandes tecnológicas como Microsoft y Gartner o gigantes como Visa y Pepsico también suelen tener una política activa en recompra de acciones -aunque nos las consideraríamos empresas caníbal-.

En este sentido, el paradigma en cartera de algunos fondos de Caja Ingenieros Gestión es Autozone. La compañía estadounidense, líder en la venta de repuestos y accesorios para automóviles, con una amplia red de tiendas en Estados Unidos y otros países, es una empresa caníbal que ha recomprado el 47% de las acciones durante los últimos 10 años. De igual modo,

HCA Healthcare, la mayor empresa de atención médica privada en Estados Unidos, presente en el Caja Ingenieros Global ISR y en el Caja Ingenieros Bolsa USA, ha recomprado más de un 5% de las acciones en circulación al año durante la última década.



Fuente: Bloomberg

En conclusión, las recompras de acciones son una herramienta útil para aumentar el valor por acción y optimizar la estructura de capital, beneficiando así a los accionistas. En Caja Ingenieros Gestión, tratamos de identificar empresas que aplican esta estrategia de manera efectiva. Sin embargo, somos conscientes de que el rendimiento financiero no es lo único que importa. Por eso, integramos criterios ASG en nuestro proceso de inversión. Entendemos que el éxito a largo plazo debe ir de la mano con prácticas sostenibles y responsables, y nos esforzamos por elegir empresas que compartan este enfoque.

DISCLAIMER

El informe se ha realizado con la finalidad de proporcionar a los inversores información general sobre valores e instrumentos financieros, a la fecha de emisión del mismo, y está sujeto a cambios sin previo aviso. La información se proporciona basándose en fuentes consideradas como fiables, si bien CAJA INGENIEROS GESTIÓN no garantiza ni se responsabiliza de la seguridad de las mismas.

Es posible que la información pueda referirse a productos, operaciones o servicios de inversión respecto de los cuales exista información adicional en documentación separada, incluyendo el documento de información fundamental para el inversor y el folleto completo. Se recomienda leer dichos documentos para poder tomar una decisión fundada sobre la conveniencia de invertir en dichos productos. Puede solicitar dicha documentación a su gerente personal, en cualquier oficina de Caja de Ingenieros, en www.cajaingenieros.es o en www.cnmv.es.

El contenido de los informes en ningún caso constituye una oferta o recomendación de compra o venta de ningún producto o instrumento financiero. El inversor debe ser consciente de que los valores e instrumentos financieros a los que se refieren pueden no ser adecuados a sus objetivos concretos de inversión, por lo que el inversor debe adoptar sus propias decisiones de inversión. A tal efecto, CAJA INGENIEROS GESTIÓN, S.A.U., en su condición de emisor del informe, así como CAIXA DE CRÈDIT DELS ENGINYERS-CAJA DE CRÈDITO DE LOS INGENIEROS, S. COOP. DE CRÈDITO, en su condición de comercializador, no se hacen responsables del mal uso que se haga de esta información ni de los perjuicios que pueda sufrir el inversor que formalice operaciones tomando como referencia las valoraciones y opiniones recogidas en los informes. El inversor debe, asimismo, tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones no garantizan la evolución o resultados futuros.

©Queda prohibida la reproducción, duplicación, redistribución y/o comercialización, total o parcial, de los contenidos de este documento, ni aun citando las fuentes, salvo con consentimiento previo por escrito de CAJA INGENIEROS GESTIÓN, S.G.I.I.C., S.A.U. All rights reserved.