

Maneras de generar valor económico a través de la asignación de capital

5 de noviembre de 2019



El factor más importante para determinar el retorno potencial de una nueva idea de inversión es la generación de valor para el accionista a largo plazo. Por ello, en Caja de Ingenieros Gestión prestamos especial atención a las diferentes maneras en que una compañía emplea el capital restante una vez que todos los gastos y costes ordinarios e inherentes al negocio han sido cubiertos. A este proceso lo denominamos asignación de capital. Una gestión eficiente del capital empleado aportará un crecimiento rentable que incrementará el valor de la compañía en el medio y largo plazo, mientras que por el contrario, una mala asignación de capital es capaz de destruir modelos de negocio exitosos. Existen cuatro maneras de asignar capital: gasto de capital, marketing e investigación y desarrollo, fusiones y adquisiciones y dividendos y recompra de acciones.

Gasto de capital

Los gastos de capital son fondos utilizados para mantener o incrementar y mejorar los diferentes activos físicos tales como plantas industriales, equipos, maquinaria, etc. En el primero de los casos, en los gastos de capital en mantenimiento, la compañía asigna una partida destinada a mantener los aspectos operativos del modelo de negocio -por ejemplo, sustituyendo una máquina averiada por otra-. Sin embargo, para incrementar el valor de la compañía esta tiene la opción de destinar capital a nuevos proyectos o inversiones. El gasto de capital en crecimiento es especialmente relevante puesto que, si se ejecuta correctamente, incrementa el crecimiento orgánico de la compañía.

En el caso de Corticeira Amorim, compañía presente en varios vehículos de inversión de Caja de Ingenieros Gestión, la partida de gasto de capital se incrementó más de un 25% durante el último año. Ello es debido a que su capacidad de producción previa se situaba en niveles máximos, impidiendo a la compañía crecer, por lo que ampliaron el número de plantas productivas. Otro ejemplo es el caso de Inditex. En 1975 la compañía gallega contaba con una sola tienda, en el año 2000 ya contaba con más de 1.000, 10 años más tarde sobrepasó las 5.000 y actualmente cuenta con más de 7.400 puntos de venta. En ambos casos, el gasto en capital de crecimiento incrementó el valor intrínseco de la compañía.

Marketing e Investigación y desarrollo

La publicidad crea una ventaja competitiva y una barrera de entrada que permite la continua generación de valor a lo largo de los ciclos. En Caja de Ingenieros Gestión nos centramos en observar si la compañía es capaz de invertir exitosamente en su propia marca puesto que de esta manera se está invirtiendo en la conciencia de los consumidores para así diferenciar su producto y/o servicio de la competencia. Ser una marca conocida no es diferencial puesto que también es necesario crear afinidad y lazos emocionales con el cliente. En el caso de Adidas, su capacidad de inversión en la marca -solo igualada por Nike-, le permite posicionarse por delante de la competencia gracias a que cuenta con más recursos para publicitarse y para patrocinar a los mejores deportistas, equipos y eventos deportivos.

Una inversión en I + D exitosa crea un círculo virtuoso de crecimiento, rentabilidad y barreras de entrada. Por un lado, innovar vía lanzamiento de nuevos productos permite impulsar el crecimiento del negocio. Por otro lado, el gasto en investigación y desarrollo induce a poder ofrecer versiones mejoradas de los productos existentes, lo que suele traducirse en un poder de fijación de precios y/o en una mayor rentabilidad por producto.



Finalmente, una mayor capacidad de gasto en I + D permite poder posicionarse por delante de la competencia *ad eternum* o proteger el modelo de negocio por medio de patentes. En este sentido, Roche cuenta con un pulmón financiero que le permite destinar una cantidad de capital en investigación y desarrollo prácticamente única en el mundo. De esta manera, la farmacéutica suiza es capaz de lanzar una cantidad de nuevos productos superior a los de la competencia que, además, están protegidos por medio de patentes.

Fusiones y Adquisiciones

El crecimiento inorgánico -es decir, el crecimiento a través de fusiones y adquisiciones- puede ser otra manera de asignar capital de manera eficiente en el largo plazo. En sentido, se debe diferenciar entre las adquisiciones pequeñas y constantes y las adquisiciones o fusiones únicas y relevantes. En el primero de los casos, existen sectores fragmentados en los que existen muchos jugadores poco relevantes. Una política de consolidación en la que ninguna adquisición es transformacional para la compañía genera valor para el accionista debido a las economías de escala, a la red de distribución y a las barreras de entrada. Eurofins, la mayor compañía de laboratorios de testeo, ha llevado a cabo una política de crecimiento de pequeñas compras en una industria operada por competidores locales que le ha permitido ofrecer mejores productos y servicios, precios inferiores y una capacidad para operar con clientes globales que ningún competidor puede ofrecer.

Por otro lado, las operaciones corporativas transformacionales suelen ser un factor de riesgo debido a que históricamente han destruido valor en un porcentaje elevado si bien pueden ser adecuadas en casos concretos. En este sentido, la fusión entre Essilor y Luxottica ha creado la mayor compañía en el sector óptico del mundo. Essilor, líder mundial de lentes para gafas, y Luxottica, mayor productor de monturas de gafas y líder en cuanto a puntos de venta especializados, han unido sus fuerzas en una fusión vertical que permite aportar valor para el cliente a lo largo de toda la cadena de producción.

Dividendos y recompra de acciones

En el caso de que la compañía cuente con un capital restante, o flujo libre de caja, que no pueda reinvertir con la seguridad de que generará valor a una tasa de retorno atractiva, debe repartirlo entre sus accionistas en forma de recompra de acciones o de dividendo. En el primero de los casos, es importante que los gestores actúen diligentemente recomprando acciones sólo cuando el precio de estas sea inferior a su valor intrínseco y no viceversa. Por otro lado, uno de los principales beneficios de la recompra de acciones

es que pospone el pago de impuestos al accionista por los rendimientos del capital. Además, la recompra de acciones es arbitraria por lo que no existe un compromiso tácito - como sí suele ocurrir con los dividendos- de devolver capital al accionista año tras año. Por lo que respecta a la política de dividendos, existen compañías que han sido capaces de incrementar de manera ininterrumpida su dividendo durante más de 25 años, son los conocidos Aristócratas del dividendo. Algunas de estas compañías forman parte de los fondos de Caja de Ingenieros Gestión: S & P Global, Total o Prudential.

Medidas de retorno y ejemplos

Finalmente, cabe preguntarse cómo es posible cerciorar que la asignación de activos está generando valor para el accionista. Existe el riesgo de que un equipo directivo poco o mal alineado con los intereses del accionista emprenda aventuras corporativas que tan solo aportarán crecimiento sin añadir valor económico a la compañía y que, por tanto, dilapiden su capital. Por ello, en Caja de Ingenieros Gestión otorgamos mucha importancia a la evolución de las medidas de retorno de cada compañía; es decir, analizamos cuanto beneficio genera la empresa por cada euro que ésta ha invertido. De esta manera, podemos determinar con certeza cuán eficiente es la asignación de capital.

Existen diversos ratios que miden la asignación de capital tales como el Retorno sobre los activos (ROA), el Retorno sobre el patrimonio neto (ROE), el Retorno sobre el capital invertido (ROIC) o el Retorno sobre el capital empleado (ROCE). En definitiva, tratamos de comprobar que los diferentes usos que la compañía está asignando al capital ofrezcan un retorno por cada euro invertido superior al coste de oportunidad entendido como alternativas de inversión que nosotros tenemos como inversores. Como ya hemos comentado, en caso de que no existan alternativas viables y razonables, preferimos que repartan el capital sobrante en forma de dividendos o recompra de acciones.

Uno de los paradigmas en términos de retorno es Novo Nordisk, presente en varios fondos de Caja de Ingenieros Gestión. Se trata del principal productor de insulina del mundo. Es bien sabido que la diabetes afecta a centenares de millones de personas y que la tendencia es creciente debido a que los hábitos alimentarios y el estilo de vida han propiciado que la obesidad crezca en todo el mundo. En este entorno, la innovación constante y las economías de escala de la compañía danesa le han otorgado unas ventajas competitivas que se trasladan en unos retornos sobre el capital invertido superiores al 70%. Es decir, por cada euro que Novo Nordisk invierte en maquinaria, I + D o plantas industriales farmacéuticas, obtiene un retorno del 70%; una cifra muy difícil de conseguir para la inmensa mayoría de compañías en el mundo.

En el lado contrario de la balanza, existen compañías con un retorno sobre el capital inferior al coste de este; es decir, que por cada día que operan están destruyendo valor para el accionista. Con el paso del tiempo, estas compañías tienden a endeudarse para poder continuar con su actividad operativa hasta el punto en que suele ser necesaria una ampliación de capital para repagar la deuda o hacen fallida puesto que sus modelos de negocio son deficientes. En Caja de Ingenieros Gestión tratamos de detectar aquellas empresas que puedan estar expuestas al mayor riesgo que una inversión pueda tener: la destrucción permanente de valor para el accionista.

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 GESTION no garantiza ni se responsabiliza de la seguridad de las mismas.

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 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 GESTION, S.A.U. en su condición de emisor del informe, así como de CAIXA DE CRÈDIT DELS ENGINYERS-CAJA DE CRÉDITO DE LOS INGENIEROS, S. COOP. DE CREDITO, 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 GESTION, SGIIC, SAU. All rights reserved.