



UNIVERSIDAD  
TORCUATO DI TELLA

# **MFIN TRADICIONAL** ***FINANZAS CORPORATIVAS***

**Andrés Vacarezza**

**Clase 10. Dividend Policy**

23 Agosto 2022 – Comisión 1

16 Agosto 2022 – Comisión 2

17 Agosto 2022 – Comisión 3

# Finanzas Corporativas

CLASE/TEMA		CONCEPTOS APLICADOS	INDUSTRIA (MERCADO)	CASO
1	Mergers & Aquisitions (M&A)	Estrategia de M&A de Warren Buffet y Berkshire Hatahway; valuación deal M&A	Conglomerado (USA)	Warren Buffett 2015
2	Venture Capital	Evaluación de inversión de un fondo de VC en una start-up	Specialty Drinks (USA)	MuMaté
3	Private Equity	Evaluación de inversión de un fondo de PE con estructura de leverage buy-out ("LBO")	Gastronomy (USA)	Panera Bread LBO
4	Estructura de Capital	Financiamiento de una adquisición, decisión deuda vs. equity	Waste mgmt (USA)	Winfield Refuse Management
5	Financiamiento con Equity	Financiamiento con equity; proceso de oferta publica inicial ("IPO")	Red social (USA)	Facebook IPO
6	Financiamiento con Deuda	Financiamiento con deuda; emisión de bonos en mercados internacionales	Minería (Brasil)	Vale SA
7	Project Finance	Estructuración de deal de project finance; financiamiento con préstamo bancario	Energía (India)	Nava Bharat
8	Reestructura Financiera	Motivantes de distress financiero; valuación y plan re-estructura financiera	Casas prefab (USA)	Pinewood Mobile Homes
9	Cash/Working Capital Management	Estrategias de gestión capital de trabajo; re-inversión de excedentes vs. dividendos	Computadoras (USA)	Dell
10	Dividend Policy	Decisión devolución de cash a accionistas; dividendos vs. share repurchase	Consumer elect (USA)	Apple

# Dividend Policy

## Conceptos y Herramientas

# Dividendos – Motivantes para pagarlos

- Saldos de efectivo excedente generado por cash flow recurrente o transacciones extraordinarias (ej. venta de activos)
- Ausencia de oportunidades de inversión orgánica (capital expenditures en activos fijos, R&D investments para desarrollar activos intangibles)
- Ausencia de oportunidades de inversión de M&A
- Ausencia de oportunidades de rescate anticipado de deuda onerosa
- Evitar saldos ociosos que tienten al management a realizar inversiones no rentables (“Agency theory”)
- Atraer a inversores que invierten solo en empresas que pagan dividendos
- Firms comparables pagan dividendos y para competir por la misma base de inversores la empresa debe instaurar una política de dividendos
- Generar señales positivas al mercado de capitales
  - Establecer pagos de dividendos puede ser interpretado como una señal de confianza y fortaleza en la situación de caja de la empresa
  - Implementar una recompra de acciones puede señalar que el precio “está barato” y fomentar un aumento en la demanda en las acciones de la empresa

# Dividendos – Razones por las cuales no se pagan

- Start-ups que aún no son cash flow positive o con cash flows inestables
- Restricciones impuestas por acreedores a través de covenants
- Empresa en distress financiero que requiere realizar un “turn around” y proteger su liquidez/caja
- Los accionistas de la empresa no esperan o no solicitan pago de dividendos
- Las firmas comparables no pagan dividendos y la empresa no necesita pagar dividendos para competir por la misma base de inversores
- Ejecución de proyectos (NPV+) de inversión orgánica (capex en activos fijos, R&D investments en activos intangibles) y de deals (NPV+) de M&A
- Fondos destinados a rescatar anticipadamente deuda onerosa que posibilita ahorros de intereses
- Evitar generar expectativas de dividendos permanentes en el accionariado
- Evitar impacto negativo de eventuales reducciones en dividendos y los potenciales efectos negativos en la demanda y precio de la acción
- Restricciones impuestas por regulaciones (ej. BCRA prohíbe dividendos a Bancos para posibilitar más créditos al sector privado en tiempos recesivos)

# Dividendos o Stock Repurchases? Pros y Contras

	Dividend	Stock Repurchase
Pros	<ul style="list-style-type: none"><li>• Dividendos predecibles para los accionistas que buscan “dividend yield”</li><li>• Incentivo al management a gestionar caja para poder pagar dividendos pactados (“Agency theory”)</li><li>• Puede señalar confianza del management en cash flows futuros</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Mayor flexibilidad para definir pagos en función a timing/estacionalidad de los flujos de caja</li><li>• Efecto “signaling” al mercado: el precio de la acción esta “barato”</li><li>• “Capital gain” puede tener tratamiento impositivo más favorable que dividendos para el inversor</li><li>• Permite diluir la tenencia de los accionistas que venden sus tenencias</li></ul>
Issues	<ul style="list-style-type: none"><li>• Menos flexibilidad que stock repurchase</li><li>• Una eventual reducción de dividendos puede generar una caída en el precio de la acción</li><li>• Puede tener un tratamiento impositivo menos favorable para el accionista</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Devolución de cash menos predecible, puede desalentar a inversores que buscan “yield” estable</li><li>• La política de dividendos es más discrecional para el management</li><li>• Puede señalar incertidumbre respecto a cash flows futuros</li></ul>

# Dividendos vs. Stock Repurchases - Un ejemplo

	Key Assumptions	Dividend		Stock Repurchase	
Dividend Policy	<b>Dividends</b>				
	Dividend per Share	\$1.00	\$1.00		
	Dividend Payout %	50%	50%		
	Dividend Yield %	5.00%	5.26%		
	Amount of Dividend	\$1,000,000	→ \$1,000,000		
	<b>Stock Repurchase</b>				
	% of Stocks Repurchased	5%		5%	
P&L	# of Stocks Repurchased	50,000		50,000	
	Price per Share Repurchased	\$20.00		\$20.00	
	Amount of Stock Repurchase	\$1,000,000		→ \$1,000,000	
Balance Sheet					
Valuation					

		Impact	Pro Forma	Impact	Pro Forma
P&L	Net Income	-	\$2,000,000	-	\$2,000,000
	# of Shares Outstanding	-	1,000,000	(50,000)	950,000
	EPS	-	\$2.00	-	\$2.11
Balance Sheet	Assets	\$(1,000,000)	\$29,000,000	\$(1,000,000)	\$29,000,000
	Liabilities	-	\$10,000,000	-	\$10,000,000
	Equity	\$(1,000,000)	\$19,000,000	\$(1,000,000)	\$19,000,000
Valuation	Price per Share		↓ \$19.00		↓ \$20.00
	EPS	-	= \$2.00	-	= \$2.11
	Price/Earnings Ratio		9.5x	= impacto	9.5x
	ROE		10.5%		10.5%

- Dividendo: ↓ activo, ↓ equity --> ↓ precio por acción por la salida de cash (\$1M)
- Stock Repurchase: ↓ activo, ↓ equity por salida cash (\$1M), ↓ # de acciones --> ↑ EPS
- Mismo impacto financiero = ↓ activo/equity por \$1M, ↓ P/E de 10x a 9,5x

# Dividendos o Stock Repurchase? Conclusiones

## Factores que pueden afectar la decisión

- Saldos de caja disponibles de inmediato: permite realizar stock repurchase de magnitud -- dependiendo del contexto y la expectativa de los accionistas, puede generar un impacto más acentuado en el precio de la acción
  - El precio de la acción subirá si se incrementa la demanda porque los inversores interpretan que la empresa producirá rentabilidad y cash flow sostenible
- Estabilidad de flujos de caja: stock repurchases son más apropiados cuando los flujos son inestables/estacionales, mientras que los flujos estables permiten el pago de dividendos recurrentes (ej. trimestrales)
- Monto y oportunidad de proyectos de inversión y M&A deals: stock repurchase aporta mayor flexibilidad
- Preferencias de los inversores en cuanto a tratamiento impositivo
- Cotización de la acción de la empresa subvaluada: un stock repurchase puede motivar un crecimiento en la demanda de la acción y acelerar la suba del precio de la acción vs. un dividendo regular
- Management incentives: managers con tenencias de stock options/acciones pueden tener mayor incentivo a stock repurchases que pueden generar una suba más acelerada en el precio de la acción



# Stock Repurchase - Mecanismos

	Descripción	Mecánica
<b>Tender Offer</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <u>Concepto</u>: la compañía comunica la oferta estableciendo precio (puede incluir prima), cantidad de acciones y plazo de vigencia</li> <li>• <u>Aplicabilidad</u>: se utiliza para stock repurchases de gran magnitud</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• En general las compañías recurren a bancos de inversión para que los apoyen en el proceso de tender</li> <li>• Las compañías pueden reservarse el derecho de extender el plazo de vigencia o de retirar la oferta si no se logra cierta cantidad de respuestas</li> </ul>
<b>Open Market Purchase</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <u>Concepto</u>: la compañía adquiere acciones en el mercado bursátil al precio de cotización de mercado (sin prima)</li> <li>• <u>Aplicabilidad</u>: repurchases de menor magnitud, se ejecutan sin ataduras de fechas/montos, con mayor flexibilidad</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Se adquieren acciones en el mercado bursátil periódicamente</li> <li>• Se deben cumplir con las regulaciones vigentes de la SEC/CNV y los mercados (i.e. disclosure, insider trading, etc.)</li> </ul>
<b>Private Purchase</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <u>Concepto</u>: la compañía negocia en privado la compra de acciones de determinado/s accionista/s</li> <li>• <u>Aplicabilidad</u>: se detecta interés de algún inversor por vender sus acciones</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Se celebra un acuerdo bilateral con el accionista al cual se le compran las acciones</li> <li>• Si la empresa cotiza en bolsa, se debe chequear compliance con regulaciones vigentes SEC/CNV</li> </ul>

# Stock Splits y Stock Dividends

## Mecanismos que Modifican la Cantidad de Acciones en Circulación

	Descripción	Impacto
Stock Splits	<ul style="list-style-type: none"><li>• <u>Concepto</u>: la compañía le entrega acciones adicionales al accionista en función a su tenencia actual</li><li>• <u>Ejemplo</u>: en un stock split 10:1, por cada acción que posee el accionista, recibe 10 acciones</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• <u>Objetivo buscado</u>: reducir el valor por acción para hacerla mas accesible a inversores retail</li><li>• <u>Ejemplo</u>: stock split 10:1, la acción pasa de valer \$100 a valer \$10 (el accionista preserva su patrimonio)</li></ul>
Stock Dividends	<ul style="list-style-type: none"><li>• <u>Concepto</u>: la compañía le entrega acciones adicionales al accionista en función a su tenencia actual</li><li>• <u>Ejemplo</u>: dividendo en acciones 10% - un accionista que tenia 100 acciones recibe 10 acciones adicionales</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• <u>Objetivo buscado</u>: darle al accionista dividendos cash futuros o capital gains sobre más acciones</li><li>• <u>Ejemplo</u>: si el precio de la acción sube o se pagan dividendos cash, el accionista se beneficiará al tener 10 acciones más</li></ul>

- Los stock splits y stock dividends solo modifican la cantidad de acciones en circulación, no modifican los flujos de caja, ni el valor del negocio
- Tampoco modifican el % accionario de cada accionista, ya que se modifican las tenencias de acciones pro rata a sus % accionarios previos (i.e. no generan dilución)
- Al modificarse la cantidad de acciones, se ajusta el precio de la acción, pero el patrimonio del accionista no cambia ya que se ajusta la cantidad de acciones

# Stock Dividends y Stock Splits - Un ejemplo

Key Assumptions			Cash Dividend		Stock Dividend (or Split)	
Dividend Policy	<b>Dividends</b>					
	Dividend per Share	\$1,00	\$1,00		100% (100% stock dividend, or 2:1 stock split)	
	Dividend Payout %	50%	50%		1.000.000	
	Dividend Yield %	5,00%	5,26%		-	
	Amount of Dividend	\$1.000.000	\$1.000.000		\$2.000.000	
	<b>Stock Repurchase</b>					
	% of Stocks Repurchased	5%				
	# of Stocks Repurchased	50.000				
P&L	Price per Share Repurchased	\$20,00				
	Amount of Stock Repurchase	\$1.000.000				
Balance Sheet			Impact	Pro Forma	Impact	Pro Forma
	Assets	\$30.000.000				
	Liabilities	\$10.000.000				
Valuation	Equity	\$20.000.000				
	Price per Share	\$20,00				
	EPS	\$2,00				
	Price/Earnings Ratio	10,0x				
	ROE	10,0%				

- Stock dividends y stock splits no impactan en cash (no hay pago), ni activo, ni equity
- Tanto los stock dividends como los stock splits, aumentan la cantidad de acciones y ajustan al precio por acción y al EPS =  $\uparrow$  # de acciones  $\rightarrow$   $\downarrow$  EPS y  $\downarrow$  Precio de la Acción
- Consecuentemente, NO hay impacto financiero = P/E de 10x vs. situación pre-dividendo

# Dividendos – Indicadores

Indicador	Descripción
<b>Dividend Pay-out</b>	<div data-bbox="446 382 962 608"> <math display="block">\text{Pay-out} = \frac{\text{Dividend}}{\text{Net Income/EPS}}</math> </div> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Mide el % de ganancias del ejercicio que se distribuye a los accionistas</li> <li>• Puede generar distorsiones si se calcula incluyendo dividendos extraordinarios o stock repurchases en el numerador</li> </ul>
<b>Dividend Yield</b>	<div data-bbox="446 722 962 948"> <math display="block">\text{Yield} = \frac{\text{Dividend}}{\text{Price per Share}}</math> </div> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Mide el retorno sobre la inversión del accionista, aportado por el dividendo</li> <li>• Si en el denominador se toma el precio corriente mide el “yield” corriente, el “yield” efectivo toma el precio pagado</li> </ul>
<b>Total Shareholder Return “TSR”</b>	<div data-bbox="446 1062 962 1286"> <math display="block">\text{TSR} = \text{Dividend Yield} + \text{Capital Gain}</math> </div> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Mide el retorno total sobre la inversión del accionista (dividendo + apreciación capital)</li> <li>• La “capital gain” es realizada cuando se vende la acción (ej. stock repurchase), si no, se trata de una ganancia contable</li> </ul>

# Dividendos – Perspectivas de Inversores

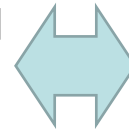
## Argumento

## Típicos Counterarguments

### Dividendos SI

#### *“Income Investors”*

- Del ROIC total del inversor o TSR, el dividendo aporta más seguridad que el “capital gain”
- Señal inequívoca de que el negocio genera caja, el cash supera cualquier cifra contable
- Demostración tangible de que el management esta enfocado en “delivering shareholder value”
- Evidencia de empresas que subieron dividendos, y lograron aumentar el precio de la acción



- En general el “dividend yield” ha aportado menos (<40%) al ROIC que el “capital gain”
- La contabilidad también puede mostrar la performance “real” y generación de caja del negocio
- Management incentives (ej. stock options) son más efectivos para alinear intereses a value creation
- Evidencia de empresas q realizaron inversiones NPV positive, y lograron aumentar el precio de la acción

### Dividendos NO

#### *“Growth Investors”*

- Desvía recursos líquidos que pueden ser destinados a inversiones y crecimiento
- Reduce flexibilidad para ejecutar deals de M&A en forma veloz y económica



- Management debe liberar recursos cuando no presenta proyectos de inversión viables y NPV positivos
- Management debe liberar recursos cuando no presenta deals de M&A ejecutables y NPV positivos

# Dividendos – Cuanto se puede pagar?

## Flujo de Caja Disponible para pagar Dividendos: “FCFE”

### Cash Flow from Operating Activities

Earnings Before Interest & Taxes (“EBIT”)  
(-) Income Tax on EBT (EBIT – Interest)  
(+) Depreciation & Amortization  
(-) Capital Expenditures  
(+/-) Working Capital Decrease/(Increase)

### Cash Flow from Financing Activities

(-) Interest Expense  
(-) Debt Repayments  
(+) Debt Issuances  
(+) Equity Issuances

Free Cash Flow to Equity (“FCFE”)

- Flujo de caja generado por los activos
- Son fuentes de caja:
  - Profits
  - Venta de activos
  - Working capital ( $\downarrow$ A/R,  $\downarrow$ Inventory  $\uparrow$ A/P)
- Son usos de caja:
  - Losses
  - Inversiones de capex y acquisitions
  - Working capital ( $\uparrow$ A/R,  $\uparrow$ Inventory  $\downarrow$ A/P)

- Flujos generados por deuda o equity
- Son fuentes de caja:
  - Emisiones de deuda
  - Emisiones de equity (ej. private equity, stock options)
- Son usos de caja:
  - Repagos de deuda
  - Intereses netos pagados

Flujo de Caja Disponible para Pagar Dividendos

# Dividendos – Cuanto se puede pagar?

## Drivers y Timing de los Cash Flow

- Saldos de caja o títulos valores con disponibilidad inmediata
- Transacciones extraordinarias que generen mayor disponibilidad de fondos (ej. una venta de activos, cobranza de un juicio, un fondeo)
- Profits estables y recurrentes
- Efectos impositivos (ej. reducción de alícuotas impositivas por actividades de “tax planning” utilización de quebrantos impositivos, etc.)
- Estacionalidad de los flujos de caja
- Gestión de capital de trabajo (plazo de cobranzas, tiempo de inventarios en deposito, plazo de pago a proveedores)
- Timing pago de servicios de deuda

# Dividendos – Cuanto se debe pagar?

## Cash Disponible vs. Expectativas de los Accionistas

- La definición del monto de cash a devolver a los accionistas dependerá de:
  - La disponibilidad de cash
  - La estrategia de dividendos que se defina
- La disponibilidad de cash estará determinada por:
  - Timing/fechas en las cuales se dispondrá de saldos de cash
  - Magnitud y estacionalidad del “FCFE” recurrente
  - Clave: flujo de fondos proyectado (mínimo mensual)
- La definición de la estrategia de dividendos y el monto a pagar podrá ser afectado por:
  - Expectativas y demandas de los accionistas existentes dominantes
  - Potencial efecto en el precio de la acción
  - Clave: analizar potenciales inversores que comprarían, estimar demanda incremental, impacto en trading volumes y potencial suba en el precio de la acción (en base a casos de éxito de firmas comparables y de otros sectores también)



# Resumen Dividend Policy

## Cuando es recomendable pagar dividendos/recomprar acciones?

- La empresa genera caja consistente- y establemente
  - Genera flujo de caja mayormente con profits que superan sus requerimientos de capex, capital de trabajo y servicios de deuda
  - Dividendos fondeados con profits generan mayor confianza que dividendos fondeados con emisiones de deuda o equity
- La empresa mantiene saldos de caja invertidos en títulos valores en lugar de proponer inversiones en el “core business” que produzcan mayor valor:
  - Inversiones NPV positive (superan el costo de capital objetivo)
  - Deals earnings “accretive” (ganancias superan los costos del deal)
  - Inversiones que aporten crecimiento + rentabilidad “above average”
- Accionistas existentes, y/o nuevos inversores que se busca atraer, priorizan “dividend yield” en su “investment criteria”
  - Accionista existente: se busca retenerlo o evitar que venda sus tenencias
  - Inversores nuevos: se busca que compren acciones de la empresa
- El precio de la acción esta “barato” o “subvaluado”
  - Pagar un dividendo regular permite incrementar el “dividend yield” para incentivar demanda de “income investors” y un aumento del precio
  - Ejecutar un stock repurchase para aprovechar el bajo precio, y producir efecto “signaling” al mercado bursátil de que el precio de la acción esta subvaluado

# Resumen Dividend Policy

## Efectos positivos de una política de dividendos

- Presiona al management a gestionar en términos de cash flow
- Presiona al management a identificar proyectos de inversión y transacciones M&A “NPV positive”
- Presiona al management a desinvertir de negocios “cash underperforming”
- Presiona a la compañía a monitorear y entender su base de inversores y a anticipar los objetivos de los inversores dominantes y activistas
- Permite expandir su base de accionistas con “income investors” que son “long term holders”
- Motiva al management a fijar objetivos de “cash performance” y a establecer “incentive plans” para lograr esos “cash targets”

# **Caso “Apple Financial Policies”**

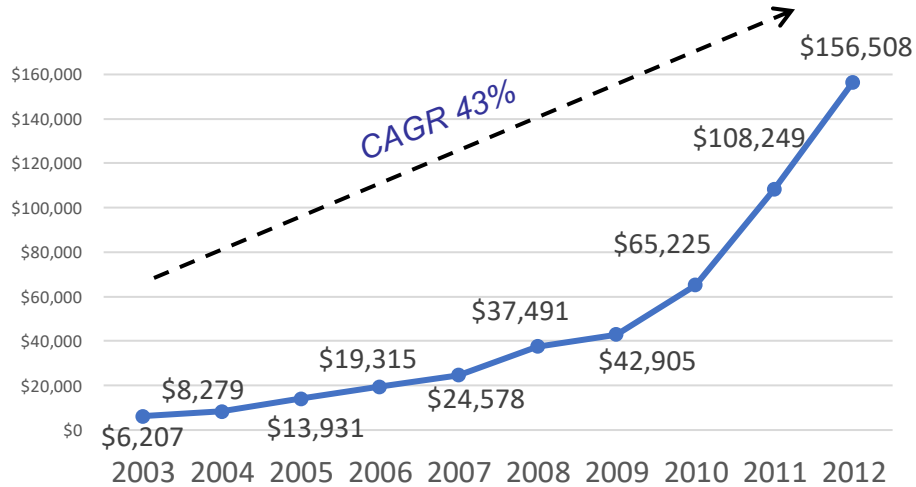
# **Apple Financial Policies – Preguntas guía**

- 1. Evalúe la performance económica y financiera de Apple en el periodo 2003-2012, destacando puntos fuertes y débiles.**
  - ¿Qué aspectos destaca en los resultados y situación financiera?
  - ¿Como compara la performance operativa/financiera con la performance de la acción?
- 2. El precio de la acción alcanza un pico en Septiembre 2012. ¿Qué motivos pueden explicar la caída de la acción hasta fines de Marzo 2013?**
- 3. ¿Porque ciertos accionistas están presionando a la empresa para que distribuya aún más dividendos que los anunciados por Apple en Marzo 2012 (Carl Icahn está presionando por un programa de \$150 billones)? Evalúe los saldos de caja disponibles. ¿Qué monto considera que podría ser distribuible a los accionistas? Evalúe el impacto impositivo de repatriar saldos de efectivo disponibles offshore.**
- 4. ¿Qué monto podría distribuir Apple a los accionistas hasta 2015? Evalúe las proyecciones financieras desarrolladas en el Exhibit 11 (incluido como pestaña adicional en el archivo Excel).**
- 5. ¿Qué opina de la posición de Greenlight Capital respecto a establecer un dividendo preferido mediante la emisión de “iPrefs”? ¿Qué beneficios argumenta dicho accionista? Evalúe potenciales desventajas e issues de instrumentación de los iPrefs.**
- 6. Un banco de inversión sugiere emitir bonos en USA para posibilitar mayores pagos de dividendos (hasta \$ 20B), tomando en cuenta las bajas tasas de interés vigentes en el mercado de deuda americano (“Kd” sería de 2% anual) y así evitar el impuesto a la repatriación de cash offshore. ¿Qué recomienda?**

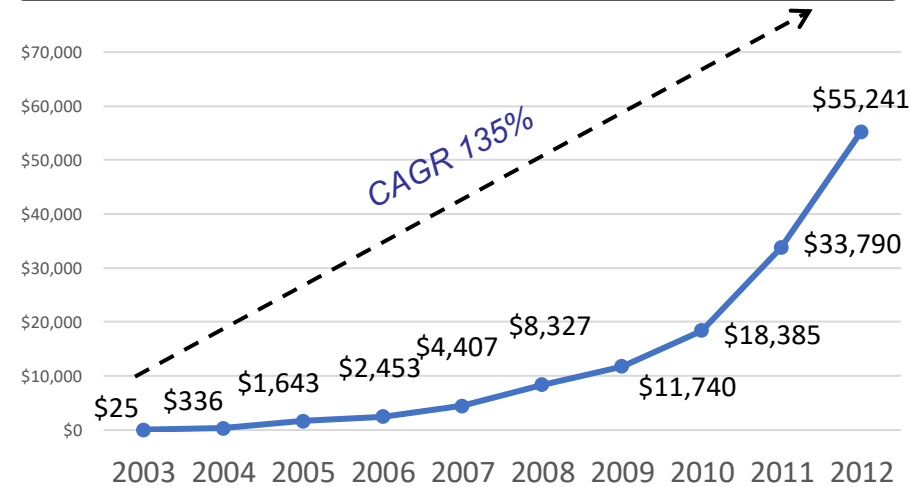
# Performance 2003-2012

## Métricas Operativas

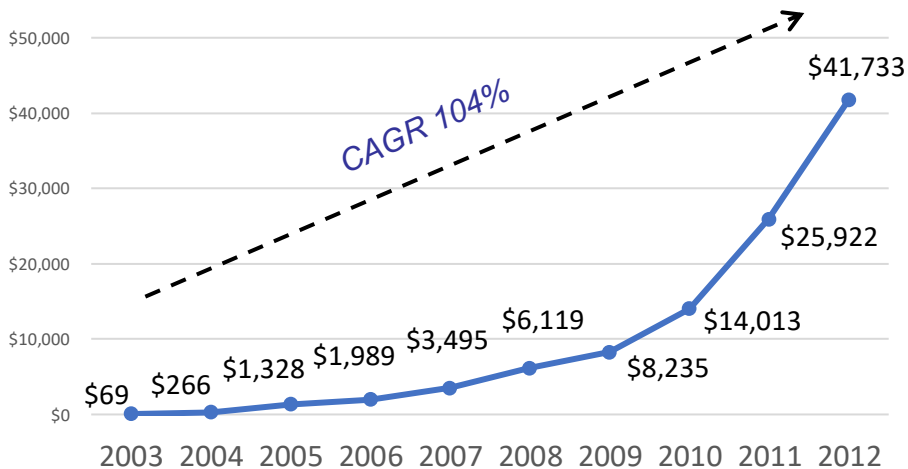
### Revenues



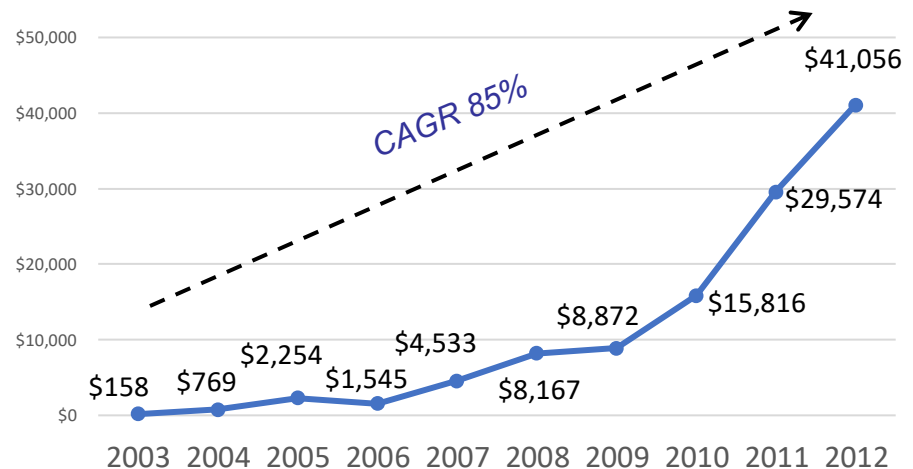
### EBIT



### Net Income



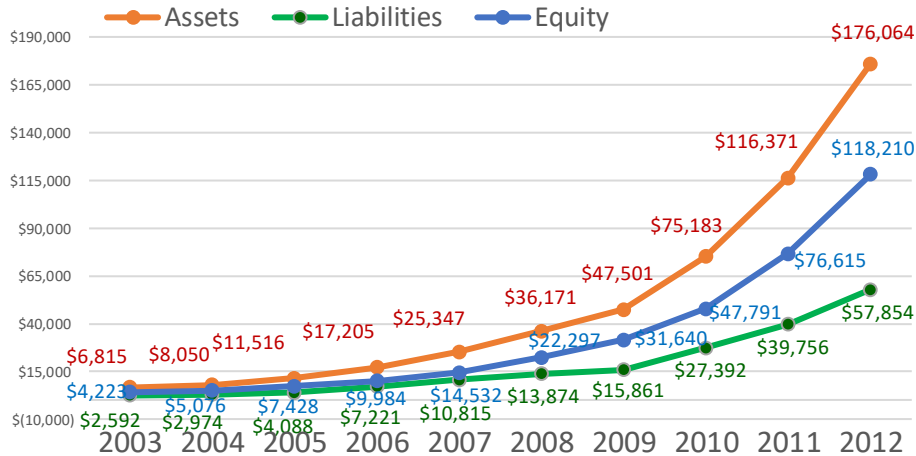
### Operating Cash Flow (Before ST Investments)



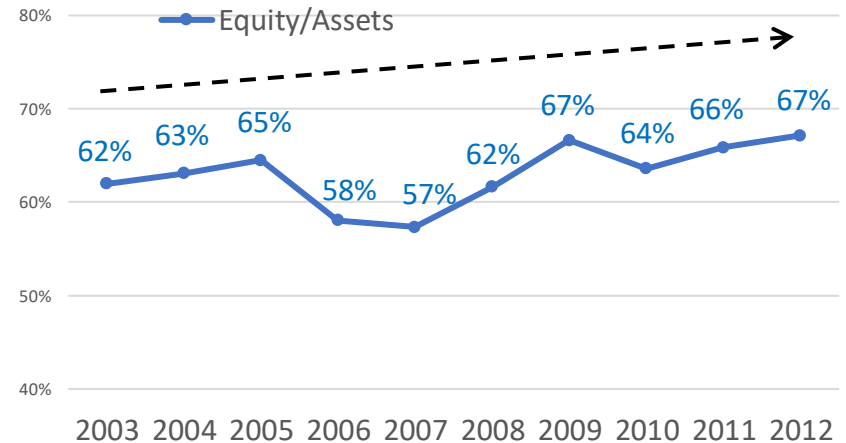
# Performance 2003-2013

## Métricas Financieras

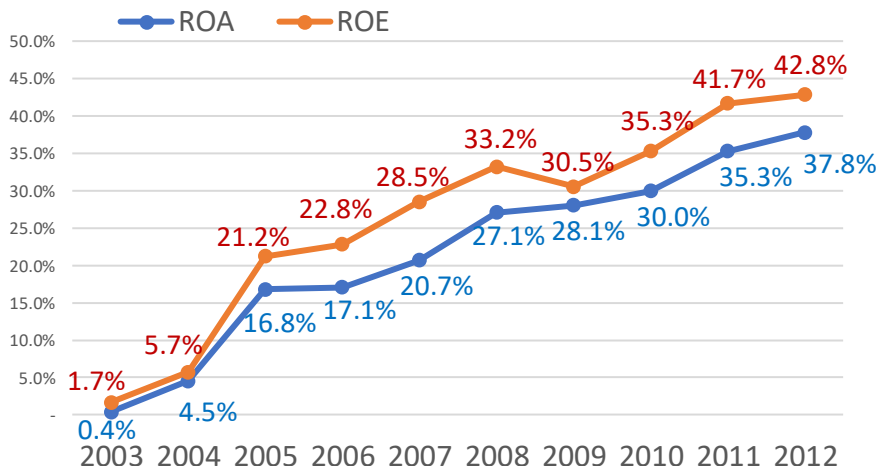
### ASSETS, LIABILITIES & EQUITY



### % Equity/Assets



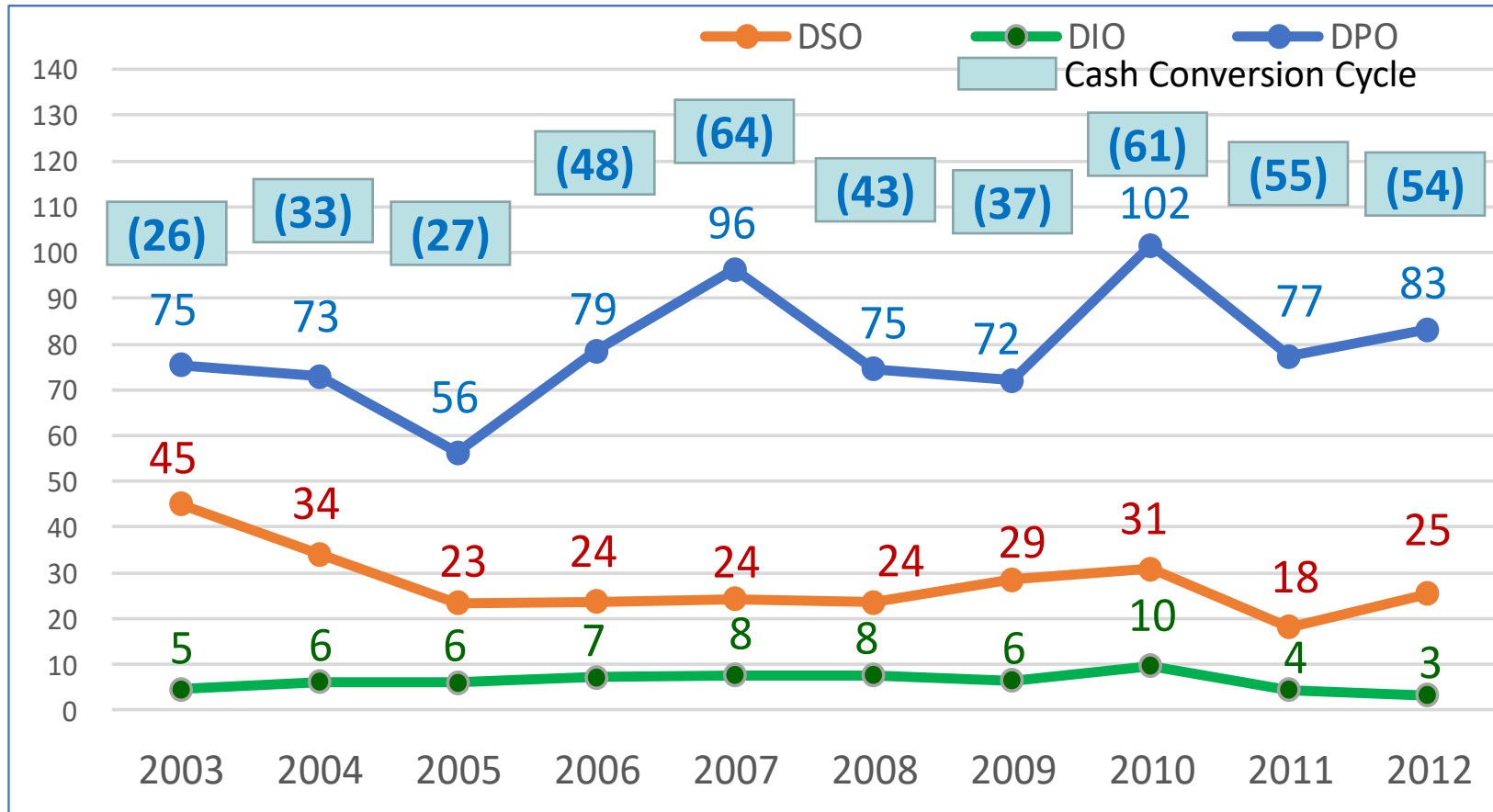
### ROA vs. ROE



- Desde 2003 Apple no tiene deuda financiera
- Creciente solvencia patrimonial y grado de capitalización
- Constante aumento del ROA y ROE, gracias a una rentabilidad sostenida
- Gran liquidez gracias a la sólida generación de caja y al hecho de que no paga dividendos (desde 1995)

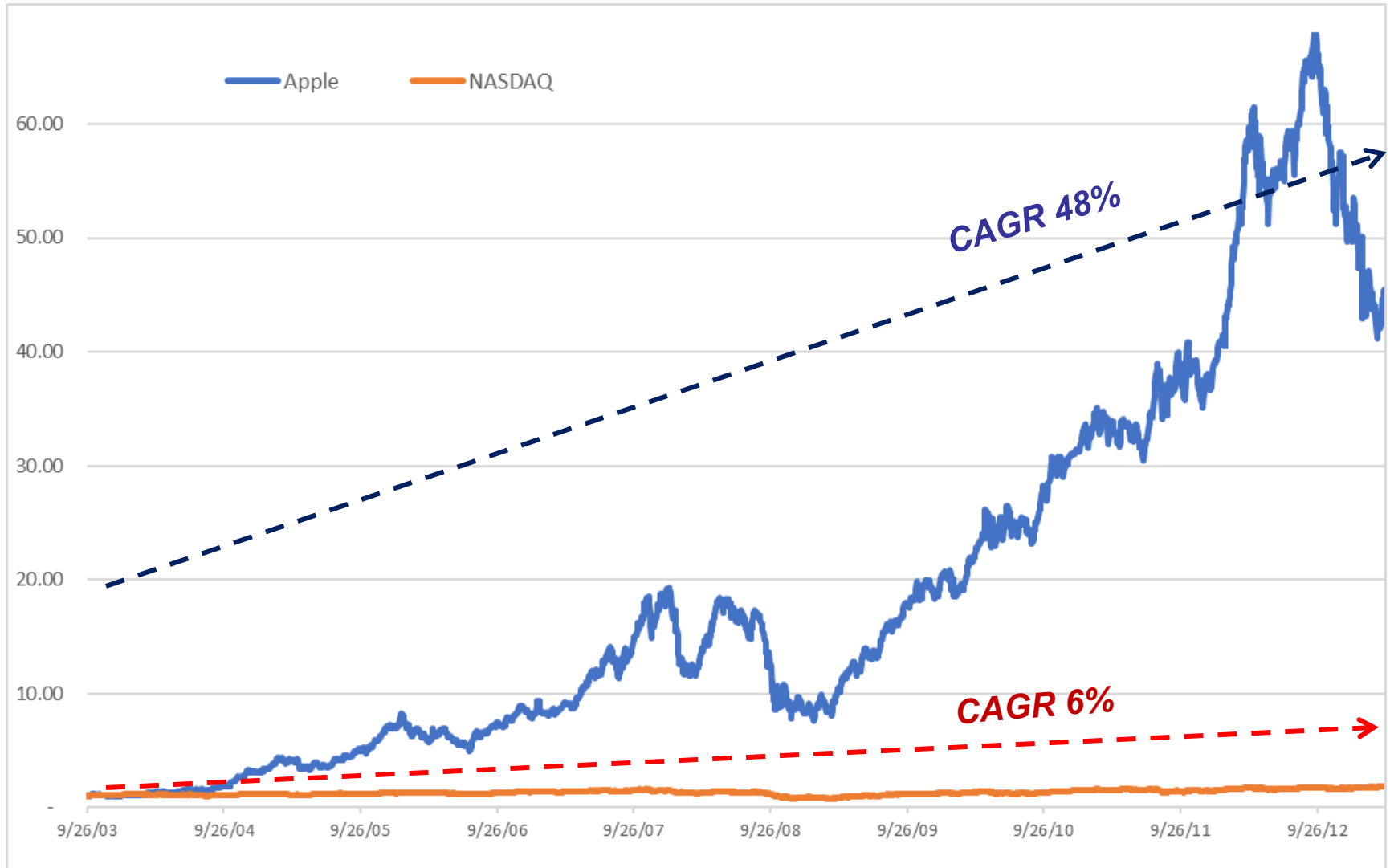
# Performance 2003-2012

## Cash Conversion Cycle (Days)



- Ciclo de caja ("cash conversión cycle") negativo ya que  $DPO > DSO + DIO$
- Manejo eficiente de inventarios (DIO), reducción en plazo de cobro (DSO)
- Aumenta plazo pago proveedores (DPO), que supera al ciclo de inventarios y cobros

# Apple Stock Price Performance – 2003 - 2012





# Apple – Instauración de Dividend Policy en 2012

## Programa de Dividendos Anunciado

- Apple anuncia en Marzo 2012 la instauración de un programa de dividendos (desde 1995 no pagaba) a partir de Septiembre 2012:
  - Dividendo: trimestral \$2,65 por acción → 0,4% yield, \$10 billones/año
  - Stock Repurchase: \$10 billones por 3 años → \$3 billones/año
  - Total estimado a pagar por año = \$13 billones
  - Total estimado a pagar en 3 años = \$40 billones
- El programa de stock repurchase aprobado x el Board no obliga a Apple a comprar ninguna cantidad determinada de acciones, puede recomprar acciones en forma privada o en el mercado bursátil
- Apple manifiesta que fondeará el pago del programa y free cash flow operativo y cash disponible en USA
  - Busca evitar el costo impositivo de repatriar cash de subsidiaria offshore

## Reacción del Mercado

- El precio de la acción de Apple toca un máximo en Septiembre 2012 y luego cae un 35% hasta Abril 2013
- Accionistas activistas consideran insuficiente al programa anunciado

# Apple – Instauración de Dividend Policy en 2012

## 1) Dividend Program --> Quarterly Dividends: \$2,65 per Share

Quarterly Dividend	\$2.65
# Shares Outstanding (Jan 13, 2012)	932.4
Annual Dividend (\$ million)	\$9,883
<b>Total Estimated Dividends -3 Years- (\$ million)</b>	<b>\$29,649</b>

## 2) Stock Repurchase --> \$10 billion Program for 3 Years

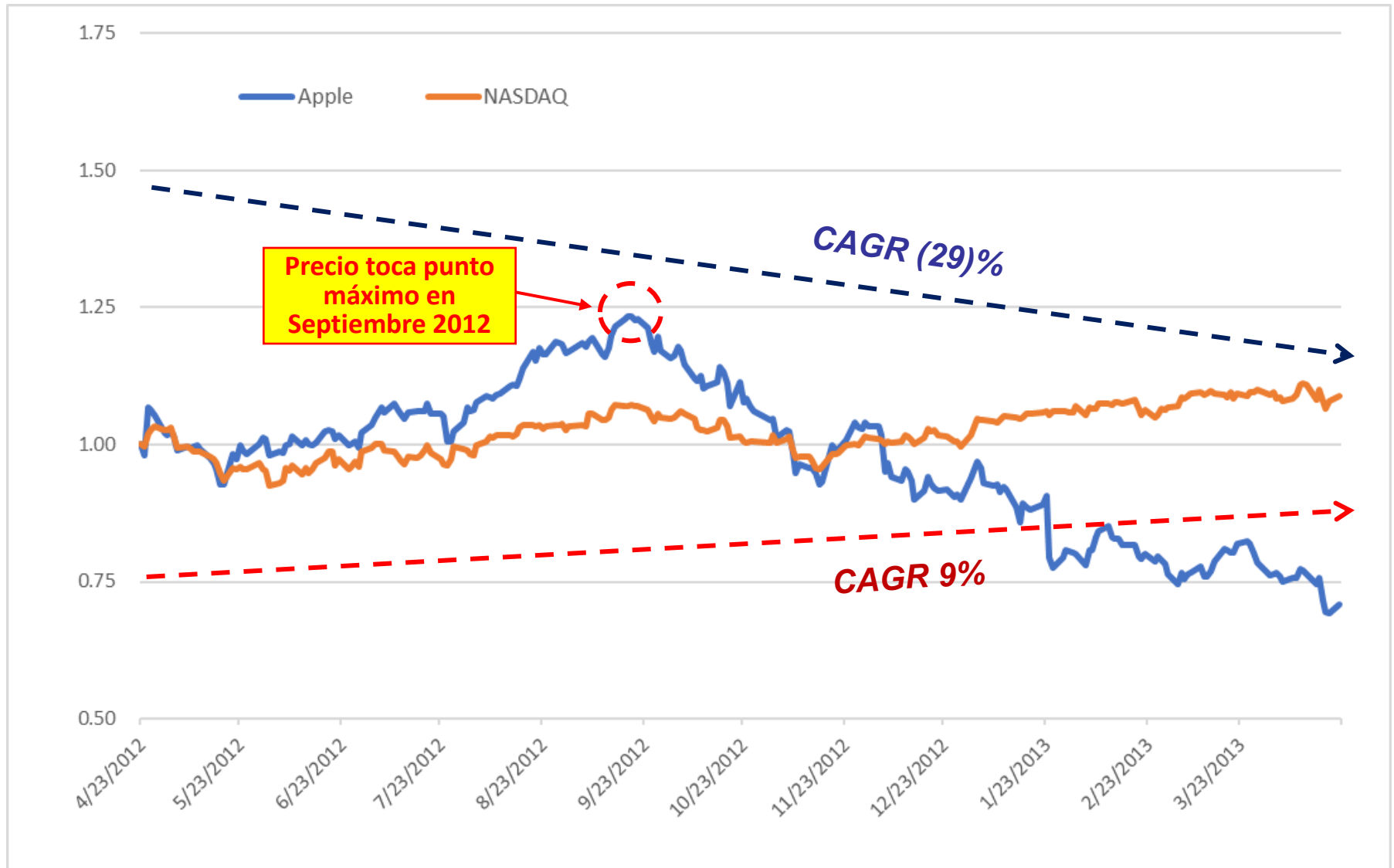
<b>Total Repurchase -3 Years- (\$ million)</b>	<b>\$10,000</b>
Annual Estimated Avg. Repurchase (\$ million)	\$3,333

## Total Dividend Program (Dividend + Repurchase)

<b>Total Dividend + Repurchase -3 Years- (\$ million)</b>	<b>\$39,649</b>
Annual Est. Avg. Repurchase (\$ million)	\$13,216

	<b>LTM 2Q Mar-12</b>	<b>Annual Sep-12</b>
Net Income LTM 2Q 2012 (March 2012)	\$38,617	\$41,733
Pay-out % - Total	34%	32%
Pay-out % - Dividend	26%	24%
Pay-out % - Stock Repurchase	9%	8%

# Apple Stock Price Performance – Abr-2012 – Abr-2013



# Cash Disponible para pagar Dividendos

## Monto disponible y Potencial Costo Impositivo por Repatriación de Fondos

	\$MM as of 29/9/2012	Calculations/Comments
<b>Cash and Marketable Securities .....</b>	<b>\$121,251</b>	Cash from Annual Report as of Sep-2012
Cash Held Overseas (69% of all Cash) .....	\$83,663	$\$83,663 = \$121,251 * 69\%$ held offshore
Cash Held in the US (31% of all Cash) .....	\$37,588	$\$37,588 = \$121,251 * 31\%$ held in the US
Repatriation Tax (35% Tax Rate on Cash Held Overseas) .....	\$(29,282)	$\$29,282 = \$83,663 * 35\%$ US tax rate
<b>Cash Left after deducting Repatriation Tax .....</b>	<b>\$91,969</b>	$\$91.969 = \$121,251 - \$29,282$
Monthly Cash Expenses (2012) .....	\$8,021	(COGS + SG&A + R&D expenses) / 12 months
# of Months of Cash Expenses .....	2.5	Assumed Apple financial policies
<b>Required Cash (2,5 months of Cash Expenses) .....</b>	<b>\$20,080</b>	$\$20.080 = \$8,021 \text{ monthly expenses} * 2,5$
<b>Excess Cash .....</b>	<b>\$71,889</b>	$\$71.889 = \$91.969 - \$20.080$

### Notes:

(1) Source: Case A, pag. 5, 2nd paragraph

- En el último balance anual a Sep-2012, Apple cuenta con \$121,3 billones de cash
- Un 69% de ese cash se encuentra en sociedades offshore (Irlanda)
- Repatriar cash a USA dispara impuesto x repatriación de \$29,2 billones (35% tax)
- Adicionalmente, se estima que el management de Apple requiere \$20 billones de caja “operativa” (equivalente a cubrir 2,5 meses de gastos operativos)

# Cash Disponible para pagar Dividendos

## Monto disponible en USA sin Costo Impositivo por Repatriación de Fondos

	Actuals				Actuals	Projected				
	2010	2011	2012		2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Revenue</b>	<b>\$65,225</b>	<b>\$108,249</b>	<b>\$156,508</b>	<b>Free C. Flow to Equity</b>	<b>\$41,379</b>	<b>\$43,459</b>	<b>\$48,778</b>	<b>\$55,182</b>	<b>\$62,229</b>	<b>\$69,901</b>
USA	\$24,498	\$38,315	\$57,512	USA		\$17,383	\$19,511	\$22,073	\$24,892	\$27,960
Abroad	\$40,727	\$69,934	\$98,996	Abroad		\$26,075	\$29,267	\$33,109	\$37,337	\$41,940
USA	38%	35%	37%	USA		40%	40%	40%	40%	40%
Abroad	62%	65%	63%	Abroad		60%	60%	60%	60%	60%
<b>EBIT</b>	<b>\$18,385</b>	<b>\$33,790</b>	<b>\$55,241</b>	<b>Cash</b>	<b>\$121,251</b>	<b>\$(20,080)</b>				
USA	\$7,590	\$13,538	\$23,733	USA	\$37,588	\$(6,225)	\$48,746	\$68,258	\$90,331	\$115,222
Abroad	\$10,795	\$20,252	\$31,508	Abroad	\$83,663	\$(13,855)				
USA	41%	40%	43%	USA	31%	31%				
Abroad	59%	60%	57%	Abroad	69%	69%				

- En base al último balance anual a Sep-2012, Apple cuenta con \$37,6 billones de efectivo para distribuir en USA sin disparar impuesto por repatriación (35% tax)
- Si se excluye el cash “operativo” en USA, estimado en \$6,2 billones (de los \$20 billones totales -2,5 meses de gastos operativos-), habría \$31 billones disponibles
- Si se asume que el 40% del free cash flow anual proyectado se genera en USA, se pueden pagar anualmente \$15-\$20 billones anuales en USA sin “repatriation tax”
- Con el saldo de cash distribuible + cash flow proyectado 2013 en USA, se podrían distribuir casi \$49 billones en 2013 (\$31,4B + \$17,3B = \$48,7B)

# Escenario Pago de Dividendos

## Distribución de Cash Máxima Posible, Pagando Impuesto por Repatriación de Fondos

### Dividend Scenario

#### Key Assumptions

Total Cash Available	\$121,251
(-) Repatriation Tax	\$29,282
(-) Required Cash	\$20,080
Cash available for Dividend	\$71,889
Shares Outstanding (1Q 2013)	939.1
Maximum Dividend/Share	\$76.55
Net Income (2012A)	\$41,733
Price per Share (1Q 2013)	\$450.50

#### Dividend Impact on Stock Price and P/E

	Pre Dividend	Post Dividend
Shares Outstanding	939.1	939.1
EPS	\$44.44	\$44.44
Stock Price	\$450.50	\$373.95
P/E Multiple	10.1x	8.4x

### Balance Sheet Impact

#### Balance Sheet (2012A) - Before Cash Repatriation

Required "Operating" Cash	\$20,080	Liabilities	\$57,854
Excess Cash	\$101,171	Equity	\$118,210
Other Assets	\$54,813		
Total Assets	\$176,064	Total Equity + Liabilities	\$176,064

#### Balance Sheet (2012 PF) - After Cash Repatriation

Required "Operating" Cash	\$20,080	Liabilities	\$57,854
Excess Cash (Less Repatr. Tax)	\$71,889	Equity (Less Repatr. Tax)	\$88,928
Other Assets	\$54,813		
Total	\$146,782	Total	\$146,782

#### Balance Sheet (2012 PF) - After Dividend

Required "Operating" Cash	\$20,080	Liabilities	\$57,854
Excess Cash (Less Dividend)	\$0	Equity (Less Dividend)	\$17,039
Other Assets	\$54,813		
Total	\$74,893	Total	\$74,893

# Escenario Stock Repurchase

## Distribución de Cash Máxima Posible, Pagando Impuesto por Repatriación de Fondos

### Stock Repurchase Scenario

#### Key Assumptions

Total Cash Available	\$121,251
(-) Repatriation Tax	\$29,282
(-) Required Cash	\$20,080
Cash available for Repurchase	\$71,889
Price per Share (1Q 2013)	\$450.50
Maximum Shares Repurchased	159.6
Total Shares Outstanding (1Q 2013)	939.1
Pro Forma Shares Post-Repurchase	779.5
% of Shares Repurchased	17.0%
Net Income (2012A)	\$41,733

#### Stock Repurchase Impact on Stock Price and P/E

	Pre Repurchase	Post Repurchase
Shares Outstanding	939.1	779.5
EPS	\$44.44	\$53.54
Stock Price	\$450.50	\$450.50
P/E Multiple	10.1x	8.4x

### Balance Sheet Impact

#### Balance Sheet (2012A) - Before Cash Repatriation

Required "Operating" Cash	\$20,080	Liabilities	\$57,854
Excess Cash	\$101,171	Equity	\$118,210
Other Assets	\$54,813		
Total Assets	\$176,064	Total Equity + Liabilities	\$176,064

#### Balance Sheet (2012 PF) - After Cash Repatriation

Required "Operating" Cash	\$20,080	Liabilities	\$57,854
Excess Cash (Less Repatr. Tax)	\$71,889	Equity (Less Repatr. Tax)	\$88,928
Other Assets	\$54,813		
Total	\$146,782	Total	\$146,782

#### Balance Sheet (2012 PF) - After Dividend

Required "Operating" Cash	\$20,080	Liabilities	\$57,854
Excess Cash (Less Repurchase)	\$0	Equity (Less Repurchase)	\$17,039
Other Assets	\$54,813		
Total	\$74,893	Total	\$74,893

# Propuesta Acciones Preferidas "iPref"

## Propuesta de Greenlight Capital: Emisión de Acciones Preferidas "iPref"

### Key Assumptions

	\$ millions	\$ per share
Face Value of iPref	(except shares)	\$50.00
Annual Dividend (4% Dividend Yield)		\$2.00
# of iPrefs per Common Share		5.00
Total Common Shares Outstanding (1Q 2013)	939.1	
Total iPref Dividend (5 iPrefs/Common Share)	\$9,391	
Total Face Value of iPrefs	\$234,775	

### iPref Scenario

#### Pro Forma P&L

	\$ millions	\$ per share
Net Income (2012A)	\$41,733	\$44.00
Less: iPref Dividends	\$(9,391)	\$(10.00)
Pro forma Net Income (2012)	\$32,342	\$34.00

#### Greenlight Capital's "Unlocked" Value

	Base Case	Sensitivity
P/E multiple	10.3x	8.4x
Pro forma EPS (2012)	\$34.00	\$34.00
<b>New Apple Price per Common Share (EPS * P/E)</b>	<b>\$350.50</b>	<b>\$285.50</b>
Face Value of 5 iPrefs (5 * \$50)	\$250.00	\$250.00
New Apple Price per Common Share (EPS * P/E)	\$350.50	\$285.50
<b>Total Pro Forma Value per Share</b>	<b>\$600.50</b>	<b>\$535.50</b>
Current Price per Share	\$450.50	\$450.50
<b>Value "Unlocked" per Share</b>	<b>\$150.00</b>	<b>\$85.00</b>

- Greenlight plantea la emisión de 5 iPrefs por cada acción común, con un valor nominal de \$50 por iPref
- Con 939,1 millones de acciones comunes, el valor nominal total de iPref seria de \$234,8 billones
- Greenlight argumenta que se pueden "desbloquear" \$150 de valor por acción vs. precio actual de \$450:  
 Valor de 5 iPrefs ..... \$250 (5 \* \$50)  
 Valor 1 Acción Común ... \$350 (a 10x P/E)  
 Valor Total Pro Forma ... \$600  
 Precio x Acción Actual .. \$450  
 Valor "Desbloqueado" .. \$150

### Issues/Assumptions

- El iPref tendrá mercado secundario que reconozca al menos \$50/iPref
- La acción común sostendrá un P/E multiple del al menos 10x
- Alta contable del iPref con valor nominal de \$235 billones, sin contrapartida de cash



# Conclusiones y Recomendaciones

## Conclusiones

- Repatriar cash offshore genera un costo muy significativo de impuestos por repatriación de fondos offshore a USA, deben evaluarse opciones para evitar dicho costo impositivo
- El pago de dividendos trimestral genera una expectativa en el accionariado, no aporta flexibilidad a la empresa, y es menos eficiente impositivamente para el accionista
- La recompra de acciones aporta flexibilidad a la empresa, puede generar “signaling” de “undervalued stock price”, y es mas eficiente impositivamente para el accionista
- La postura de que el iPref “desbloquea valor” se apoya en 2 assumptions muy fuertes:
  - Se creara un mercado secundario de iPrefs que reconocerá al menos su valor nominal inicial
  - Las acciones comunes de Apple se cotizaran a al menos un múltiplo P/E de 10x

## Recomendaciones

- Lugar de pago – se recomienda distribuir en USA solo fondos USA; para inversores residentes en exterior, evaluar estructuras que posibiliten pagarles dividendos offshore
- Monto a distribuir – de no haber + inversiones NPV positive en el pipeline, el monto máximo disponible 2013-2015 pago en USA = \$90 billones = \$31 billones saldo cash + \$58 billones free cash flows 2013-2015
  - Cualquier distribución adicional a accionistas podría fondearse con emisión de deuda en USA
  - A tasas ( $K_d$ ) de 2% se podría tomar deuda hasta  $1,5x$  EBITDA 2013 = \$100 billones (cobertura EBITDA/Intereses > 30x, FCF/Intereses ~9x)
  - Evaluar demanda y  $K_d$  mercado de bonos o préstamos con garantía de fondos/títulos offshore
- Método – se recomienda pago de dividendo regular destinando hasta un 25% del total a distribuir (satisfacer accionistas que buscan “yield”), el resto como stock repurchase
- iPref – se recomienda no implementar, dado que en principio parecen poder lograrse los mismos efectos sin emitir un nuevo instrumento con mercado no probado

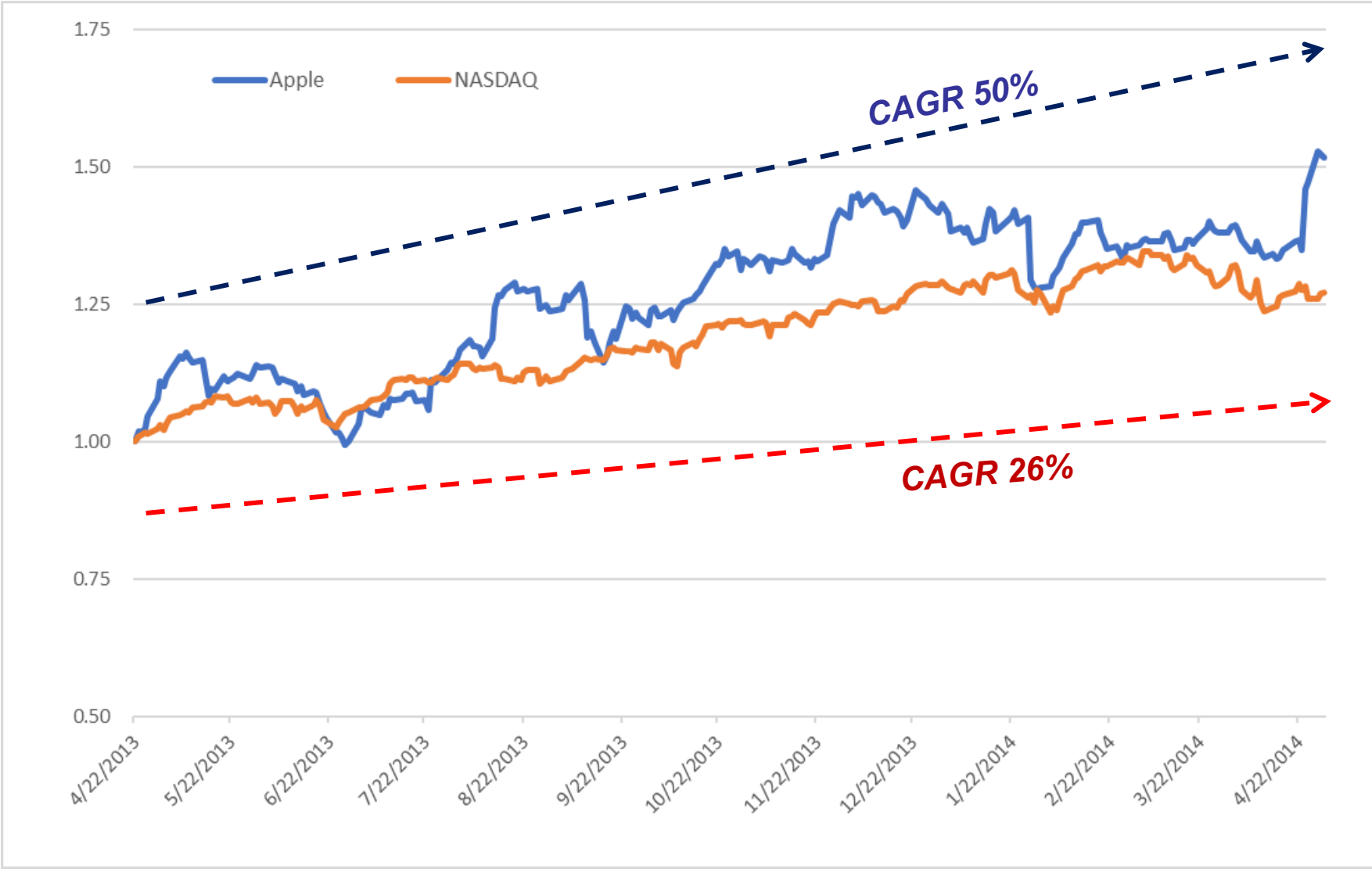
# Apple ... que pasó?

- El 23 de Abril de 2013, Apple realiza el press conference por resultados 2Q, donde también anuncia una expansión de su programa de dividendos:
  - Stock repurchase: aumenta a \$60 billones (vs. \$10 billones anunciados Marzo 2012) de recompras de acciones a realizar hasta fines de 2015
  - Dividendo: aumenta 15% el dividendo trimestral, a \$3.05 (vs. \$2,65 Marzo 2012).
- Con el programa expandido en Abril 2013, Apple proyectaba distribuir a sus accionistas unos \$100 billones hasta fines de 2015
- Apple emite bonos por \$17 billones (récord histórico US corporate bonds) luego de no tener deuda en su balance desde 2003:
  - Emite deuda para poder pagar + dividendos, evitando costo de “repatriation tax”
  - Floating-rate notes \$3 billones + Fixed-rate notes por \$14 billones
  - Maturities 3 a 30 años ... costo promedio “Kd” <2% anual (tasas USA en ciclo bajo)
  - Credit ratings: Moody’s AA1 S&P AA+ (2da mayor calificación investment grade)
- El precio de la acción de Apple se recuperó y sobre-indexó al NASDAQ (hasta Abril de 2014 creció a una CAGR de 50% vs. 26% del Indice NASDAQ)
- Pero algunos accionistas activistas mantuvieron la postura de que Apple aún seguía sub-valuada y continuaron presionando por mayores dividendos
  - Carl Icahn solicitó a Apple a autorizar stock repurchases por un monto de \$150 billones, argumentando que el precio de la acción de Apple podría ser de \$625

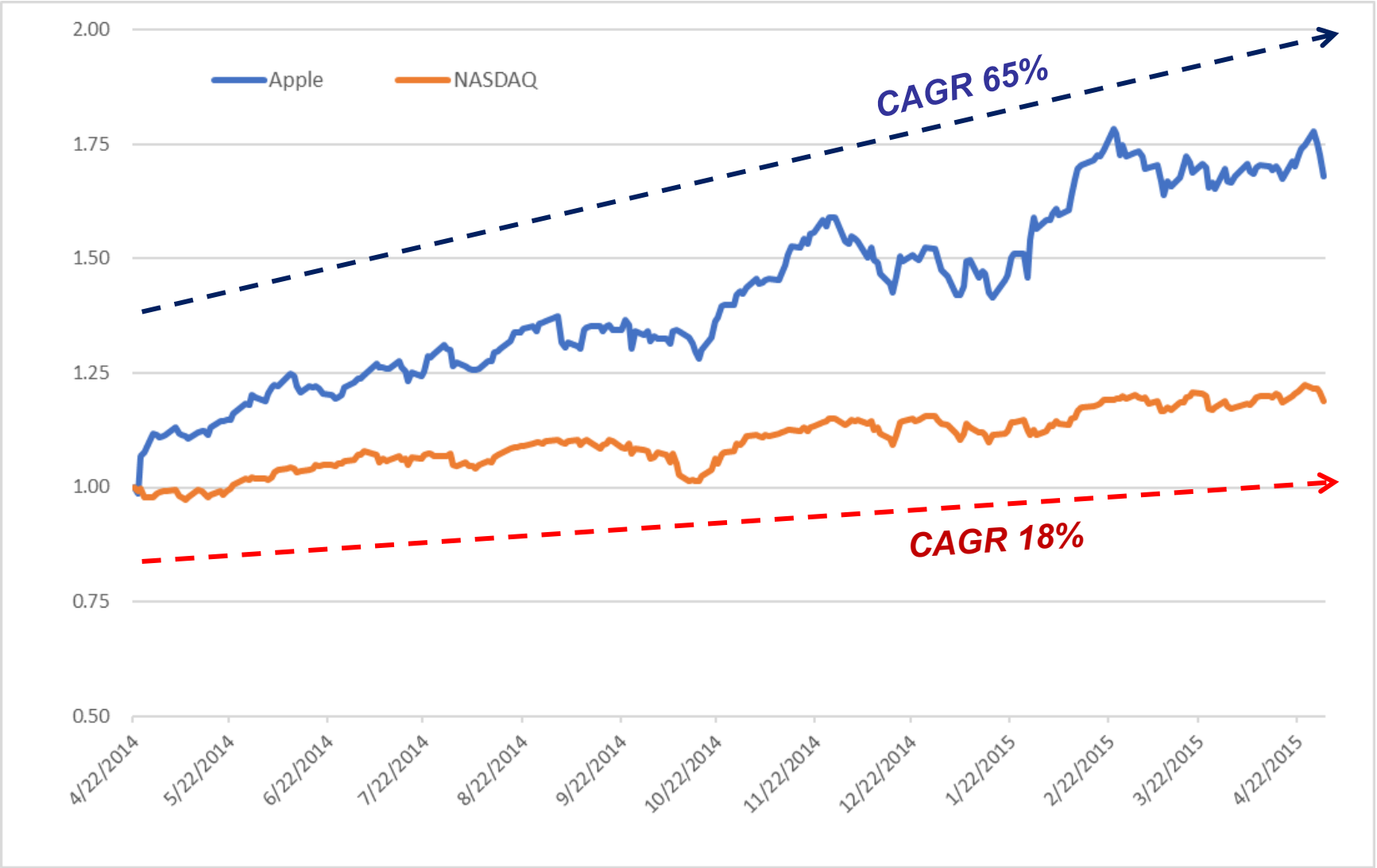
# Apple ... que pasó? (cont.)

- El 23 de Abril de 2014, Apple anuncia una nueva expansión de su programa de dividendos:
  - Stock repurchase: aumenta a \$90 billones (vs. \$60 billones anunciados Abril 2013) de recompras de acciones a realizar hasta fines de 2015
  - Dividendo: aumenta 8% el dividendo trimestral, a \$3.29 (vs. \$3,05 Abril 2013)
  - Stock split 7:1
- Con el programa expandido en Abril 2014, Apple proyectaba distribuir a sus accionistas mas de \$130 billones hasta fines de 2015
- Apple vuelve a emitir bonos, esta vez por \$12 billones:
  - La deuda total emitida se incrementa a \$29 billones (\$17 billones anunciados en 2013 + \$12 billones anunciados en 2014)
- Desde el anuncio, el precio de la acción de Apple reaccionó y subió aún mas
  - Aumentó 12% en las siguientes 2 semanas, pasando los \$600 por acción por 1ra vez desde fines de 2012
  - Sobre-indexó al Indice NASDAQ mas que el ciclo anual precedente (hasta Abril de 2015 creció a una CAGR de 65% vs. 18% del Indice NASDAQ)

# Apple Stock Price Performance – 22/4/2013 – 30/4/2014



# Apple Stock Price Performance – 22/4/2014 – 30/4/2015



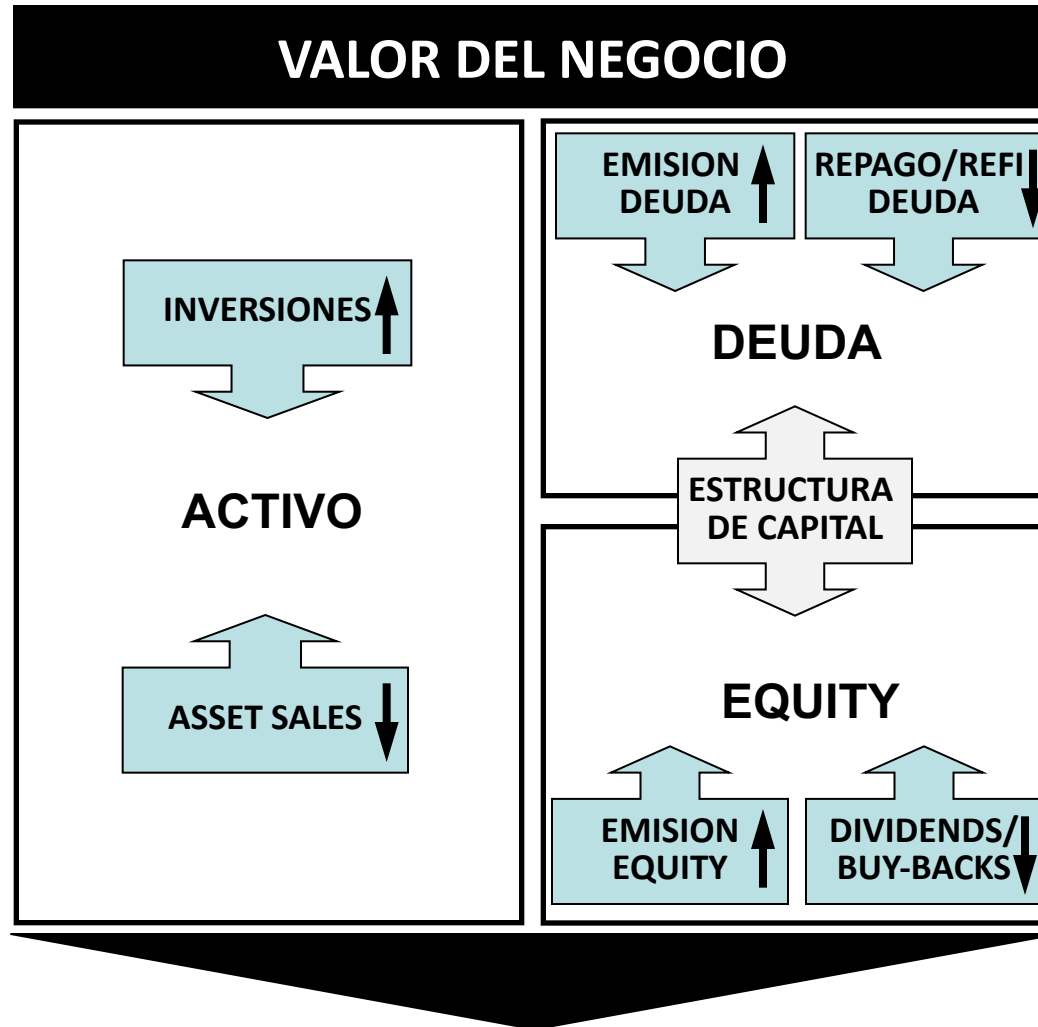
# Performance de Apple 2012-2019

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b><u>P&amp;L</u></b>								
Revenue	\$156,508	\$170,910	\$182,795	\$233,715	\$215,639	\$229,234	\$265,595	\$260,174
% Y-o-Y Growth	45%	9%	7%	28%	-8%	6%	16%	-2%
EBIT	\$55,241	\$48,999	\$52,503	\$71,230	\$60,024	\$61,344	\$70,898	\$63,930
% EBIT Margin	35%	29%	29%	30%	28%	27%	27%	25%
Net Income	\$41,733	\$37,037	\$39,510	\$53,394	\$45,687	\$48,351	\$59,531	\$55,256
% Net Inc. Margin	27%	22%	22%	23%	21%	21%	22%	21%
<b><u>Cash Flow</u></b>								
Net Income	\$41,733	\$37,037	\$39,510	\$53,394	\$45,687	\$48,351	\$59,531	\$55,256
(+) D&A	\$3,277	\$6,757	\$7,946	\$11,257	\$10,505	\$10,157	\$10,903	\$12,547
(+) Share-based Compensation	\$1,740	\$2,253	\$2,863	\$3,586	\$4,210	\$4,840	\$5,340	\$6,068
Change in Working Capital	\$4,106	\$7,619	\$9,394	\$13,029	\$5,422	\$877	\$1,660	\$(4,480)
<b>Cash Flow from Operations</b>	<b>\$50,856</b>	<b>\$53,666</b>	<b>\$59,713</b>	<b>\$81,266</b>	<b>\$65,824</b>	<b>\$64,225</b>	<b>\$77,434</b>	<b>\$69,391</b>
Capex	\$(8,295)	\$(8,165)	\$(9,571)	\$(11,247)	\$(12,734)	\$(12,451)	\$(13,313)	\$(10,495)
Acquisitions	\$(1,457)	\$(1,407)	\$(4,017)	\$(584)	\$(2,499)	\$(329)	\$(721)	\$(624)
<b>Free Cash Flow</b>	<b>\$41,056</b>	<b>\$43,934</b>	<b>\$46,151</b>	<b>\$69,409</b>	<b>\$50,481</b>	<b>\$51,321</b>	<b>\$62,655</b>	<b>\$57,194</b>
% EBITDA Margin	26%	26%	25%	30%	23%	22%	24%	22%
Dividends	\$(2,488)	\$(10,564)	\$(11,126)	\$(11,561)	\$(12,150)	\$(12,769)	\$(13,712)	\$(14,119)
Stock Repurchases	\$0	\$(22,860)	\$(45,000)	\$(35,253)	\$(29,722)	\$(32,900)	\$(72,738)	\$(66,897)
<b>Total Dividends + Repurchases</b>	<b>\$(2,488)</b>	<b>\$(33,424)</b>	<b>\$(56,126)</b>	<b>\$(46,814)</b>	<b>\$(41,872)</b>	<b>\$(45,669)</b>	<b>\$(86,450)</b>	<b>\$(81,016)</b>
<b><u>Balance Sheet</u></b>								
Assets	\$176,064	\$207,000	\$231,839	\$290,345	\$321,686	\$375,319	\$365,725	\$338,516
Cash	\$121,251	\$146,761	\$155,239	\$205,666	\$237,585	\$268,895	\$237,100	\$205,898
Debt	\$0	\$16,960	\$35,295	\$64,328	\$87,032	\$115,680	\$114,483	\$108,047
Equity	\$118,210	\$123,549	\$111,547	\$119,355	\$128,249	\$134,047	\$107,147	\$90,488
<b><u>Key Ratios</u></b>								
ROA	38%	26%	24%	27%	20%	18%	19%	18%
Avg Cost of Debt	NA	1.6%	1.5%	1.5%	1.9%	2.3%	2.8%	3.2%
Debt/(Debt+Equity)	0%	12%	24%	35%	40%	46%	52%	54%
Debt/EBITDA	-	0.3 x	0.6 x	0.8 x	1.2 x	1.6 x	1.4 x	1.4 x
EBITDA/Interest	NM	410.0 x	157.4 x	112.5 x	48.4 x	30.8 x	25.2 x	21.4 x
Dividend Pay-out %	6%	29%	28%	22%	27%	26%	23%	26%
% of Cash Paid to Shareholders	2%	23%	36%	23%	18%	17%	36%	39%

# Resumen value creation = Assets AND Capital Structure

## Decisiones “left side”

- Inversiones de M&A en empresas o activos (“buy”)
- Inversiones orgánicas (“build”)
- Inversión en capital de trabajo (inventarios, crédito a clientes)
- Venta de activos



## Decisiones “right side”

- Fondeo de M&A
- Fondeo inv. organ.
- Fondeo work. capital
- Refinanciamientos
- Hybrids/convertibles
- Hedging/derivatives
- Capital raise priv./IPO p/fondear inversiones o repago deuda
- Pago de M&A con acciones propias
- Dividendos, recompra de acciones

**Valor del Negocio = Valor activos existentes  
(+) Valor decisiones de inversión  
(+) Valor decisiones financieras**

# Resumen value creation = Assets AND Capital Structure

## ASSETS

- Invertir en activos que produzcan un incremento en el valor intrínseco (DCF) y de mercado de la firma
  - Proyectos de inversión orgánicos “NPV positive”
  - M&A/acquisitions “NPV positive” (incluso antes que sean “earnings accretive”)
- Desinvertir/exit negocios no rentables, no estratégicos y que consumen caja
- Ejecutar turnarounds y reestructuras operativas de negocios optimizables
- Optimizar la gestión de capital de trabajo
- Implementar estrategias de “tax planning” y optimizar los costos impositivos
- Management incentives a top y middle-managers, otorgados por logro de mejoras recurrentes de cash flow y long-term value creation
- Adecuado sistema de reporting y gestión proactiva de investor relations

## CAPITAL STRUCTURE

- Emitir deuda a costo financiero adecuado y menor a la rentabilidad de los activos, dentro de los límites marcados por el flujo de caja de la empresa y los debt covenants
- Emitir equity para financiar inversiones en activos cuando el precio de la acción cotiza a valores altos, para inversiones “NPV positive” o refinanciación de pasivos onerosos
- Implementar dividendos/stock repurchases cuando se producen excedentes de caja y no se identifican oportunidades de inversión NPV positive, tomando en cuenta la magnitud/estabilidad del cash flow, las expectativas de los accionistas, y el potencial impacto en el precio de la acción