



UNIVERSIDAD
TORCUATO DI TELLA

MFIN TRADICIONAL ***FINANZAS CORPORATIVAS***

Andrés Vacarezza

Clase 4. Estructura de Capital

11 Julio 2022 – Comisión 1

5 Julio 2022 – Comisión 2

6 Julio 2022 – Comisión 3

AGENDA

1. Arranque/Consultas [19.00 – 19.15]

2. Parte Conceptual/Herramientas [19.15 – 20.30]

- Estructura de Capital – Impacto en Valor y Riesgo
- Criterios para Evaluar Estructura de Capital Optima

BREAK 20.30 - 20.45

3. Caso “Capital Structure”: Winfield Refuse Management [20.45 – 22.15]

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

Estructura de Capital Conceptos y Herramientas

Estructura de Capital

La **estructura de capital** es el *mix* de deuda / capital propio con que una compañía financia su operación, que establece su nivel de **riesgo financiero**, y en consecuencia, su **costo de capital**

PERSPECTIVA CONTABLE

ACTIVO	PASIVO
	CAPITAL

$$\text{ACTIVO} = \text{PASIVO} + \text{PN}$$

“book value”

PERSPECTIVA MERCADO

VALOR COMPAÑÍA	DEUDA
	EQUITY

$$\text{VALOR FIRMA} = \text{DEUDA} + \text{EQUITY}$$

“market value”

Estructura de Capital – Evaluación de nivel óptimo

Estructura de Capital Óptima:

- La estructura de capital óptima es aquella que permite maximizar el valor de la empresa
 - *Permite mejorar/crecer los Cash Flows (“numerador” del “DCF”)*
 - *Permite optimizar el Costo del Capital (“denominador” del “DCF”)*
- Modigliani y Miller en un principio sostenían que el valor de una compañía es independiente de su estructura de capital (lo cual supone un WACC constante)
- Más tarde los mismos autores sostuvieron que el valor de una compañía podía incrementarse como consecuencia de los “*tax shields*”:

$$\text{Tax shield} = K_d * D * \% \text{ Tax rate}$$

Estructura de Capital – Evaluación de nivel óptimo

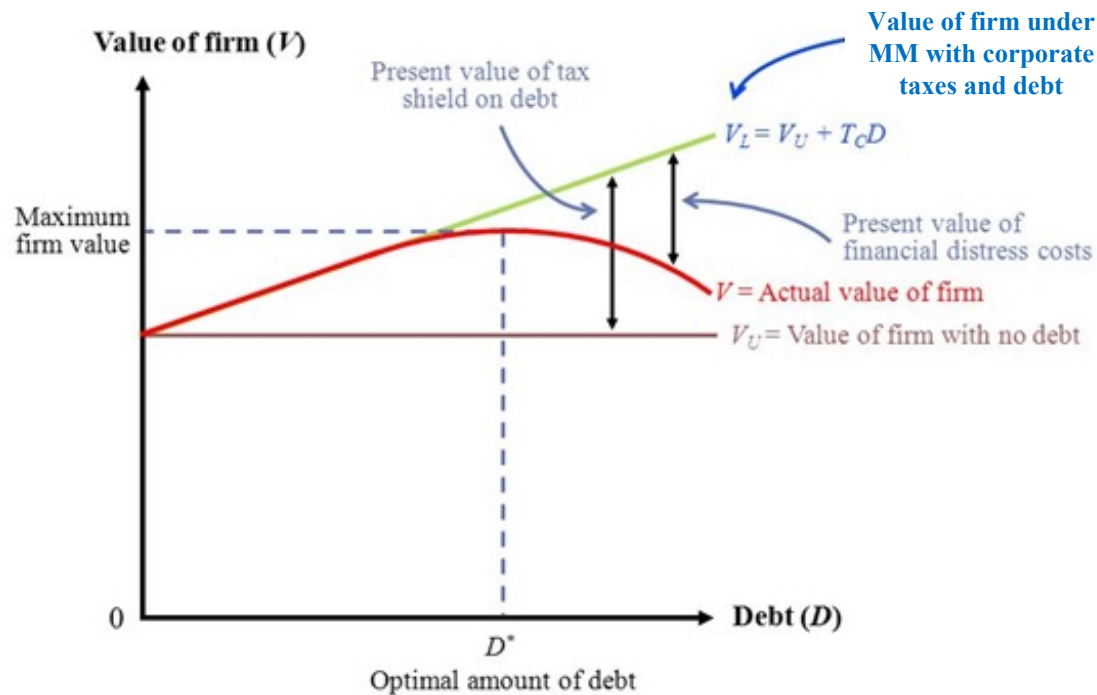
Estructura de Capital Óptima (Cont.):

- Existe actualmente un consenso en la literatura, respecto a que si bien los “tax shields” aumentan el valor de una compañía mientras mayor sea su leverage, al mismo tiempo ello dispara otros factores que actúan en sentido contrario, por ejemplo:
 - *“Restrictive covenants” (menor flexibilidad)*
 - *Aumento de costo financiero (K_d)*
 - *Riesgos de “distress” financiero/quiebra*
- Estos pros y cons terminan produciendo variaciones en el:
 - *Cash Flow* (i.e. tax shields, gestión ineficaz de CF x falta de flexibilidad, etc.)
 - *WACC* (i.e. aumento en costo financiero “ K_d ”, aumento de Beta y K_e)
- Hay valor en evaluar la estructura óptima de capital

Estructura de Capital – Evaluación de nivel óptimo

Estructura de Capital Óptima (Cont.):

+ Integration of Tax Effects and Financial Distress Costs

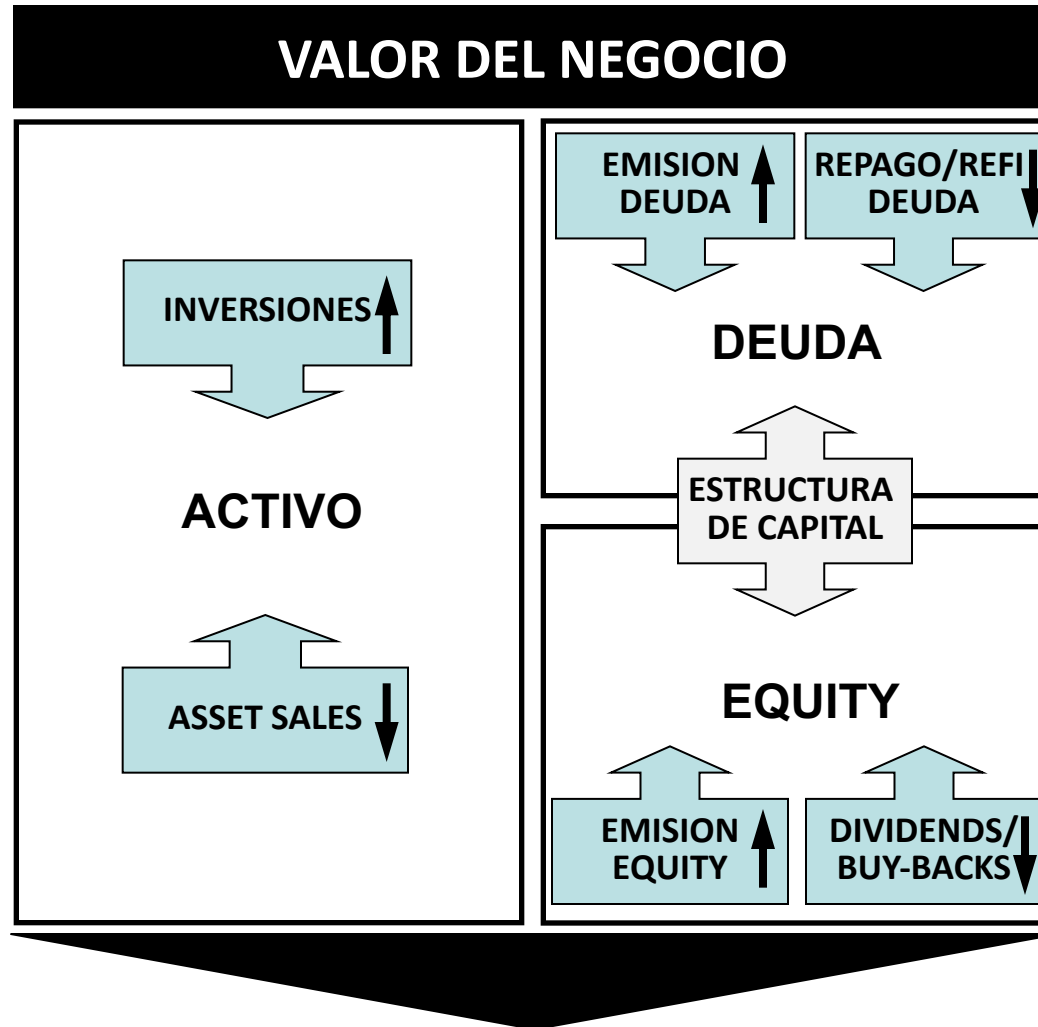


La definición de una estructura de capital optima puede ayudar a mejorar la valuación de una empresa/negocio

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**

Estructura de Capital ... Un ejemplo

Situación de Partida

Estado de Resultados

Ventas	\$1,000
EBITDA	\$500
Intereses	\$(13)
Net Income (Tax 30%)	\$341

Rentabilidad

Margen EBITDA	50.0%
ROA (EBITDA/Activos)	10.0%
Kd	5.0%
ROE (Net Inc/Equity)	7.2%

Balance

Activo	\$5,000
Deuda	\$250
Equity	<u>\$4,750</u>
Deuda + Equity	\$5,000

Riesgo

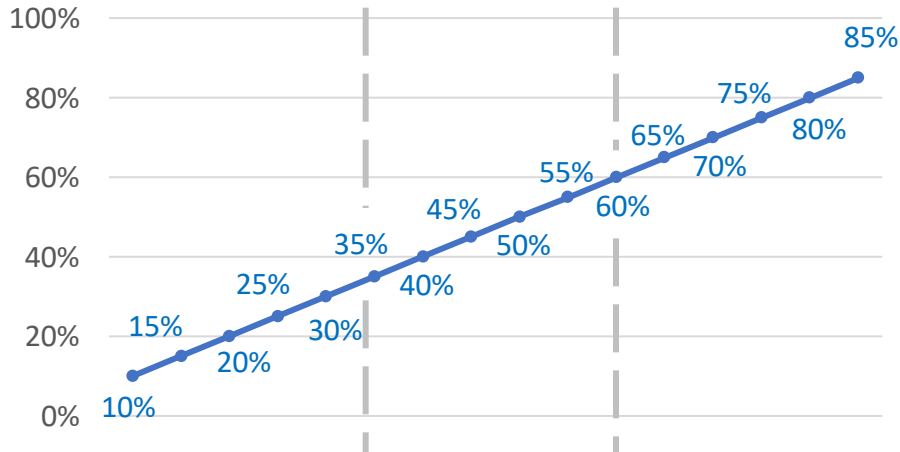
% Deuda (Deuda/Activos)	5.0%
EBITDA/Intereses	40.0x
FCF/Intereses	28.3x
Deuda/EBITDA	0.5x

- Con un ejemplo se busca evaluar el impacto del endeudamiento y aportar criterios para tomar decisiones de estructura de capital
- Situación de partida: se parte de un negocio con bajo endeudamiento
 - Activos por \$5.000, Deuda de \$250 (5% de los Activos)
 - Margen de EBITDA 50%, Net Income de \$341 (Income Tax 30%)
 - Activos con ROA 10%, Costo de Deuda (Kd) 5% y ROE al Accionista 7%

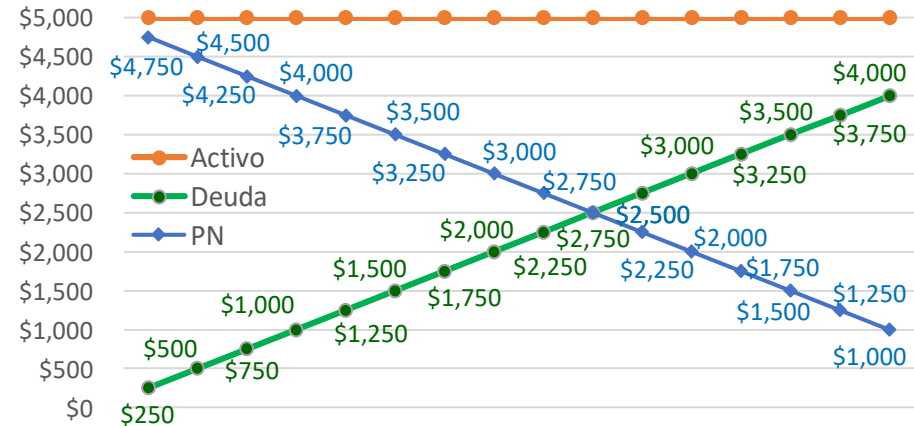
Estructura de Capital ... Un ejemplo

Impacto de mayor endeudamiento

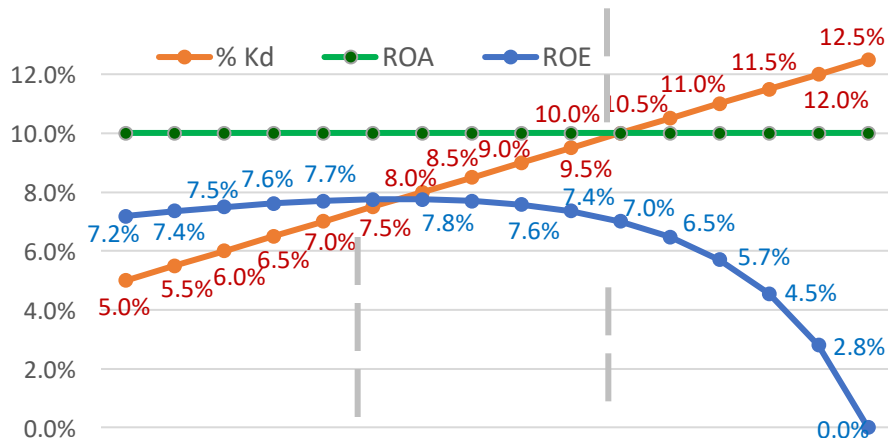
% Deuda / Activos



Activos, Deuda y Equity/PN



ROA, Kd y ROE

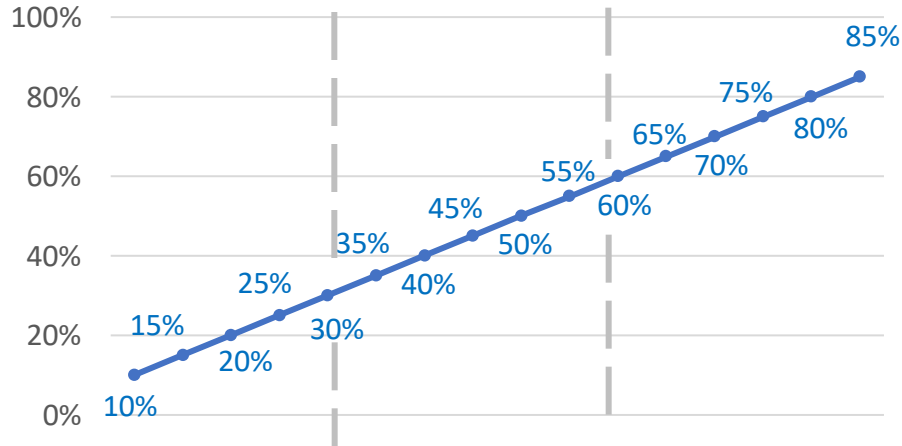


- En la medida que $ROA > K_d$, aumentar deuda beneficia al accionista y su ROE
- A mayor endeudamiento (% deuda), mayor riesgo financiero
- El mercado financiero percibe mayor riesgo y aumenta la tasa de interés (" K_d ")
- Con endeudamiento $> 30\%$, el creciente K_d supera al ROE al accionista
- Con endeudamiento $> 60\%$ el creciente K_d supera incluso al ROA del negocio

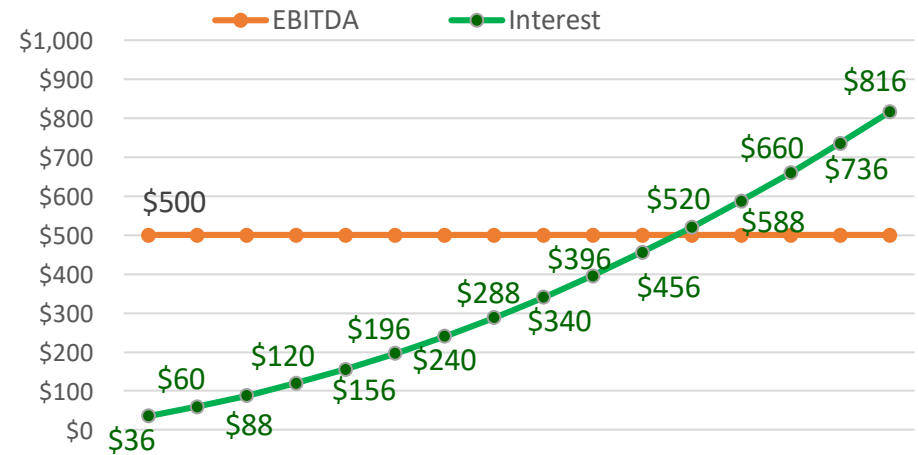
Estructura de Capital ... Un ejemplo

Impacto de mayor endeudamiento

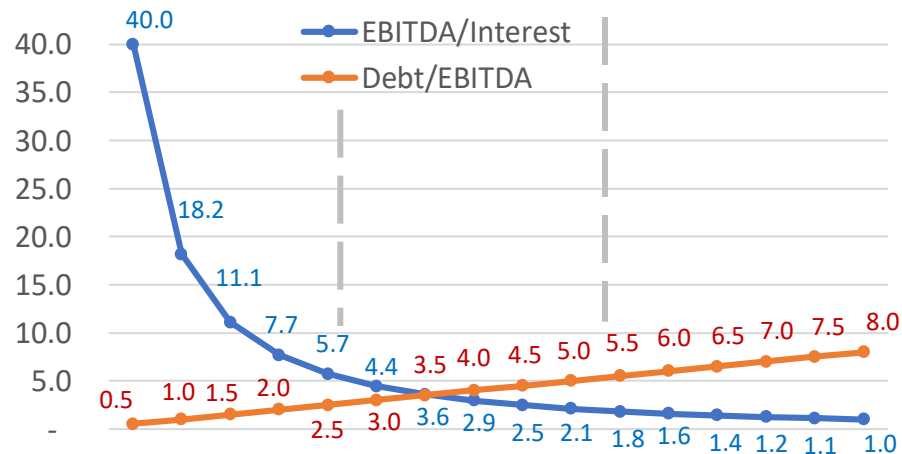
% Deuda / Activos



EBITDA y Gasto en Intereses



EBITDA/Interest y Deuda/EBITDA



- El aumento en endeudamiento tiene como contra el mayor riesgo financiero
- A partir de cierto % de deuda, ciertos indicadores de riesgo se deterioran
- Con endeudamiento > 30%, el índice de Deuda/EBITDA supera 3x
- Con deuda > 60%, EBITDA/Intereses < 2
- EBITDA/intereses < 2 y Deuda/EBITDA > 3 → ya NO califica “investment grade”

Estructura de Capital - Conclusiones

- La determinación de una estructura de capital óptima, como la valuación de un negocio, también es CIENCIA + ARTE
- El leverage es una estrategia financiera que aporta fondos para crecer y mejorar el flujo de caja del negocio
- El aumento excesivo de leverage puede perjudicar la performance, incrementar costos financieros, y terminar destruyendo valor
- El fondeo con deuda puede crear valor si:
 - La aplicación de fondos es para invertir en activos con $ROA > K_d$
 - Permite inversiones orgánicas o M&A que mejoran el cash flow y la rentabilidad
 - Permite refinanciar pasivos caros con $K_d >$ al de la nueva deuda emitida
 - Permite refinanciar maturities de deuda existente y con eso aumenta la flexibilidad y la posibilidad de operar mejor el negocio
- El aumento en el endeudamiento puede destruir valor si:
 - La aplicación de fondos es para activos con $ROA < K_d$ o fondear pérdidas/losses
 - La deuda no matchea los flujos de caja (i.e. financia activos “no corrientes” con deuda de corto plazo, financia negocio de flujo PESOS con deuda en USD, etc.)
 - Los flujos de caja son estacionales/volátiles que produzca eventual default
 - Se financia negocio con alto apalancamiento operativo (i.e. altos costos fijos)

Métodos de valuación

- Por Discounted Cash Flow “DCF” (Intrinsic Value)
 - Adjusted Present Value (“APV”): variante al DCF, mide en forma separada el valor de los ahorros impositivos por intereses de deuda
- Por Múltiplos (*EBITDA, Price Earnings, etc.*) (Relative Value)
 - Por Comparables Públicos (empresas que cotizan en bolsa)
 - Por Transacciones Comparables (múltiplos pagados en M&A deals)
- Por Valor de Liquidación
 - Negocios con vida útil definida (ej. oil & gas, contrato peaje, etc.)
 - Distress financiero/bancarrota
- Otros métodos/herramientas utilizadas
 - TIR target de fondos privados de Venture Capital
 - Venture Capital Method
 - TIR target de fondos privados de Private Equity/LBO
 - Costo de reposición o reconstrucción
 - Equity analysts Price targets (IPOs)

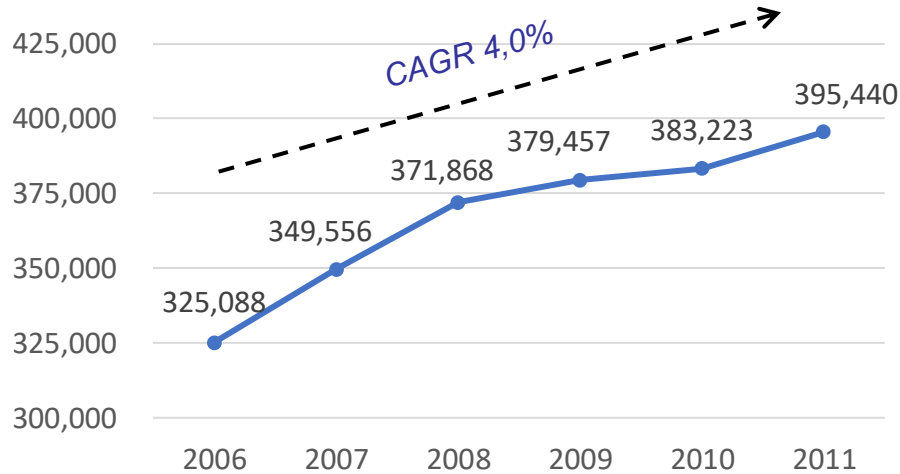
Caso “Winfield Refuse Management”

Winfield Refuse Management – Preguntas guía

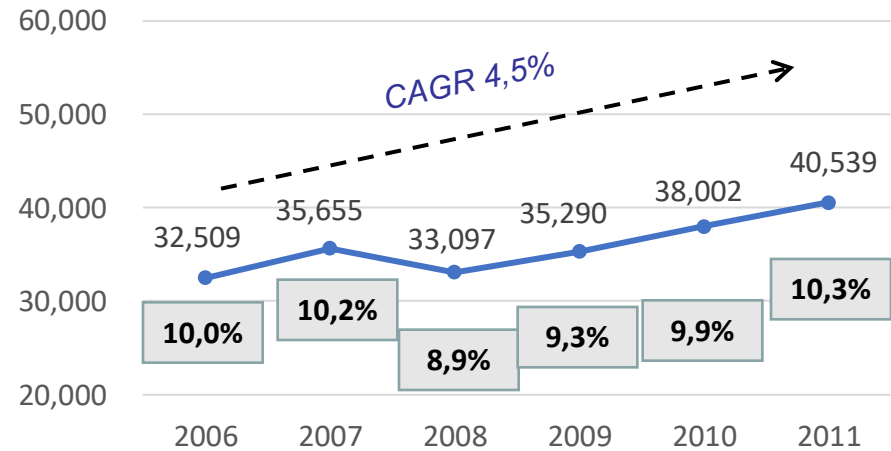
1. **Evalúe la valuación de mercado y performance de la acción de Winfield**
 - ¿Como evoluciono la performance de Winfield (crecimiento, profit margins, valor bursátil)? ¿Porque ha sufrido el precio de la acción de Winfield?
 - ¿Como compara la performance de Winfield con las firmas comparables? ¿Que podría explicar que el múltiplo Price-Earnings de las comparables este cotizando a un nivel más alto que el múltiplo de Winfield?
2. **Analice la adquisición de MPIS**
 - ¿Qué opina del múltiplo de valuación pagado en la compra? ¿Es un precio conveniente?
 - Impacto de la compra en Winfield: ¿mejora la rentabilidad pro forma post-compra?
3. **¿Cual es la mejor forma de financiar la compra de MPIS? Use el framework “FRICTO” (Flexibility/Risk/Income/Cost/Timing/Other)**
4. **¿Qué conclusiones saca del análisis de EBIT del Exhibit 4? ¿Es una herramienta suficiente para decidir sobre la decisión de financiación?**
5. **Prepare respuestas para cada miembro del Directorio**
6. **¿Cuál es su recomendación final al Directorio?**

Performance Winfield 2006-2011

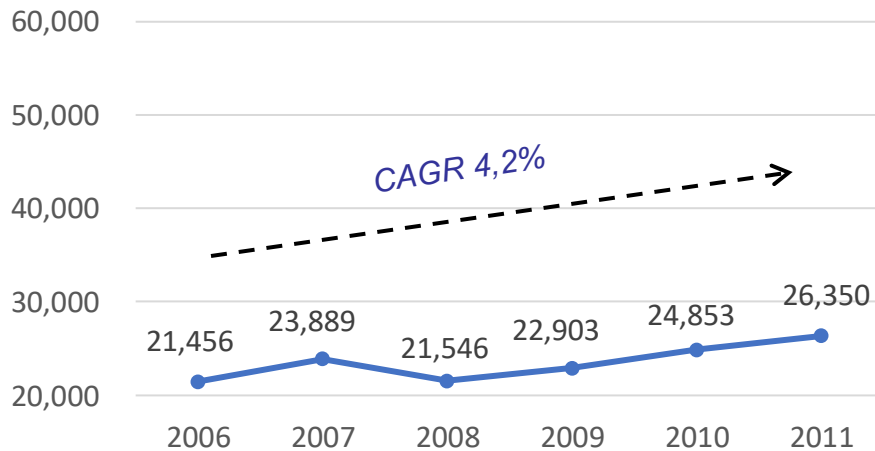
Revenue



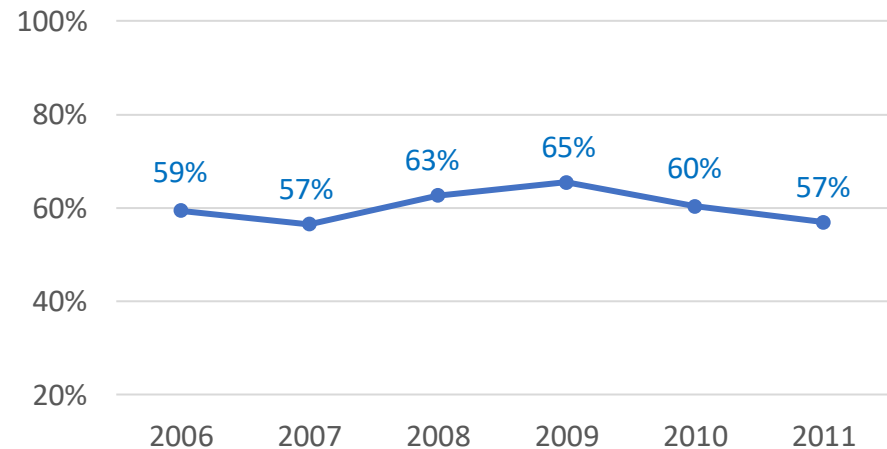
Operating Income (EBIT)



Net Income

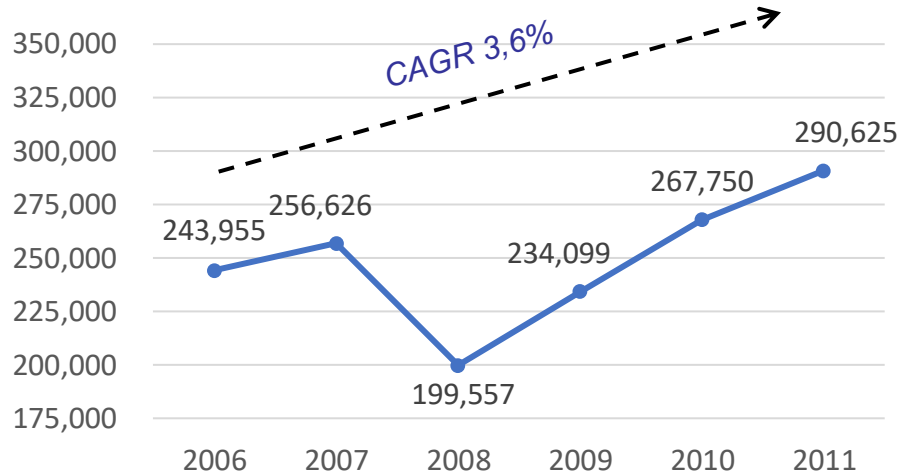


Dividend Pay-out %

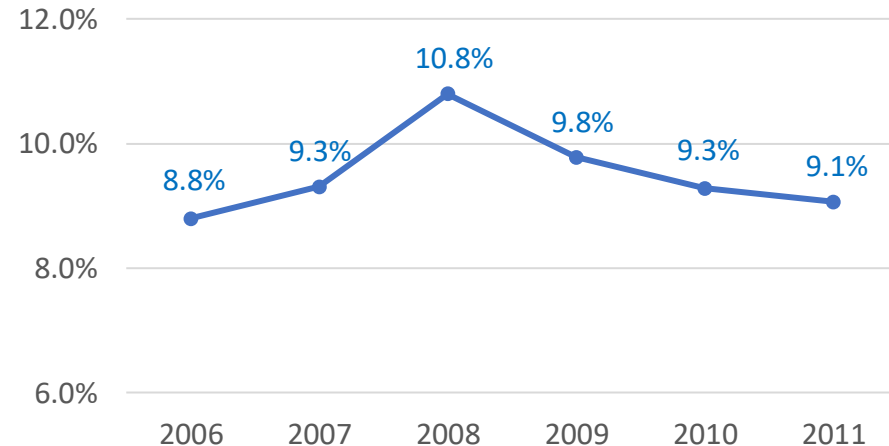


Performance Winfield 2006-2011

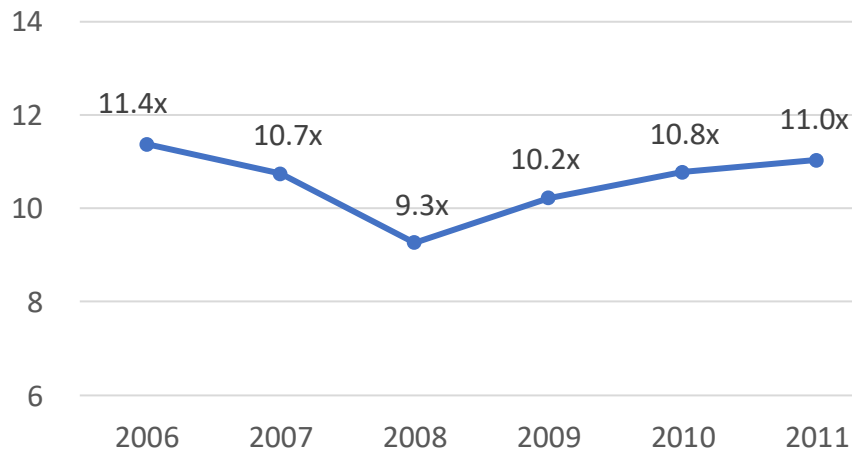
Equity Market Cap (\$000)



ROE (market)



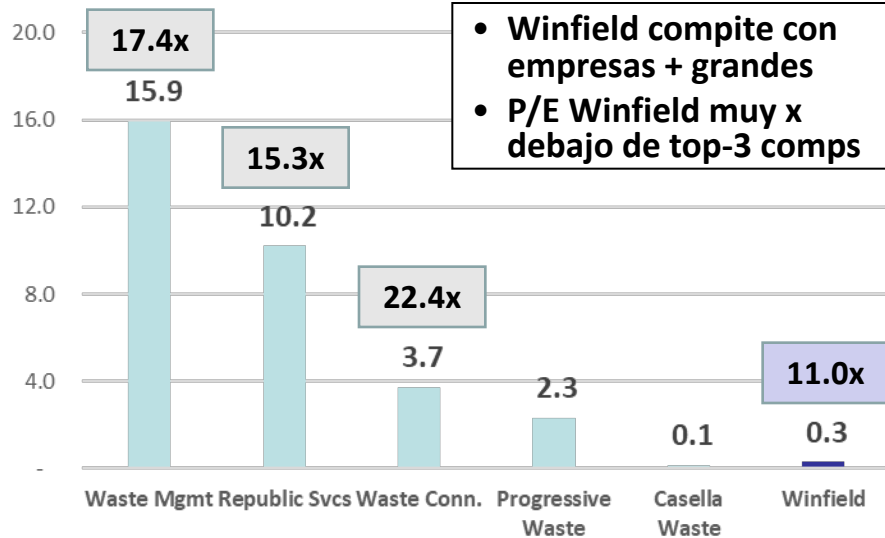
P/E



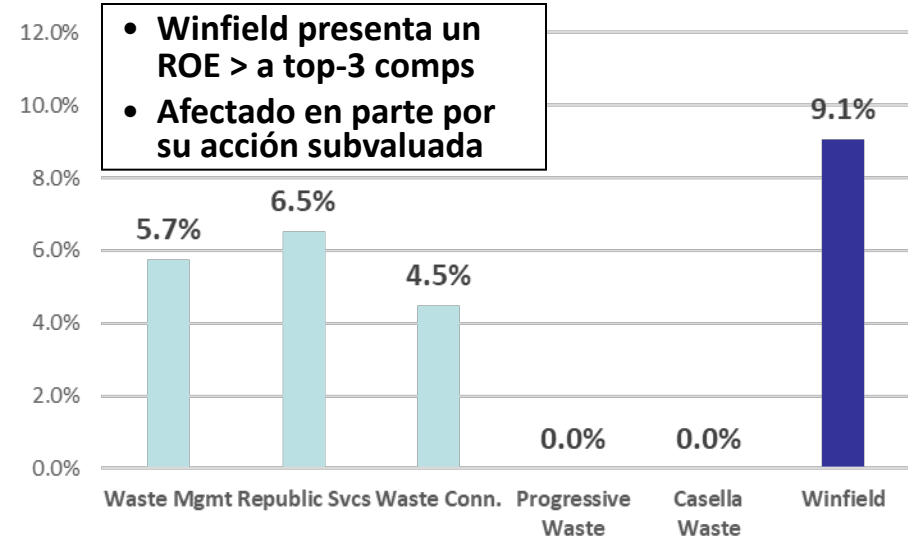
- Crecimiento top line estable CAGR 4%
- Margen operativo estable promedio 10%
- Rentabilidad crece a = ritmo de ventas 4%
- Dividendo \$1,00/acción ... pay-out ~60%
- Bajo endeudamiento, solo leasings
- Valor mercado \$290M crece a = ritmo que ventas y rentabilidad – CAGR ~4%
- Multiplo P/E promedio 11x
- ROE promedio para accionista 9%

Performance Winfield vs. Comparables

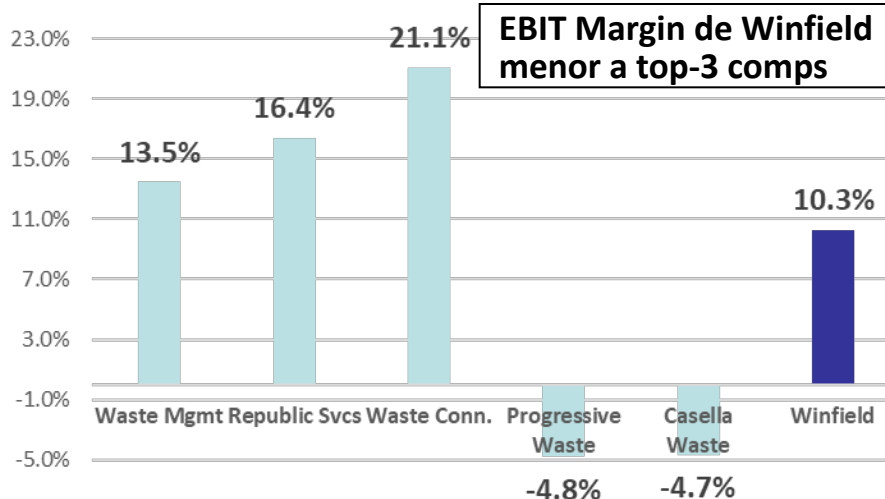
Equity Market Cap (\$B) y P/E



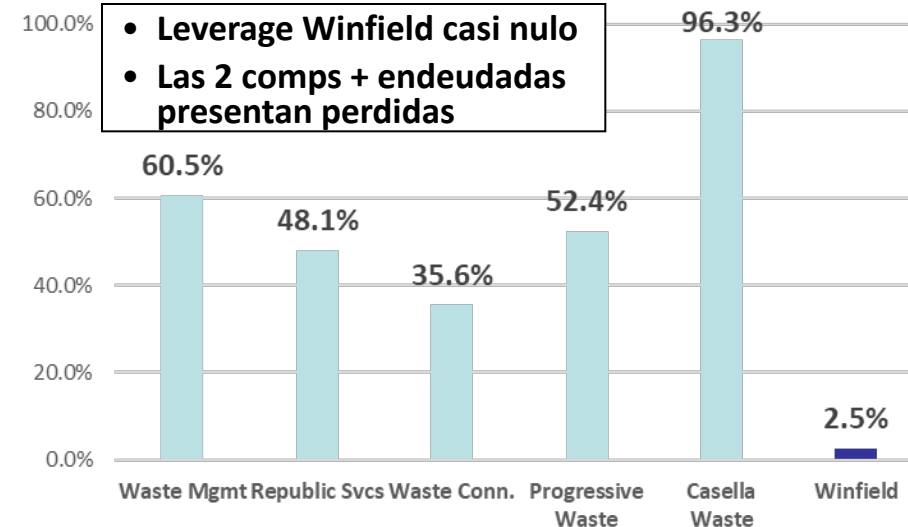
ROE (market)



Operating Margin (EBIT %)



Debt/Total Capitalization



Performance de Winfield – Conclusiones

- Winfield presenta una performance estable, excepto crisis 2008
 - Crecimiento top line anual ~4% (mayor al crecimiento del US GDP)
 - Rentabilidad estable, márgenes operativos estables
- No utiliza leverage, se ha financiado con capital propio, fondos autogenerados, y leasings (poco)
- Paga dividendos en forma estable, 60% de sus ganancias contables
- El mercado valúa a Winfield a un múltiplo P/E significativamente menor al de las 3 firmas comparables mas grandes
 - Market value = 43% del book equity de Winfield
 - Sobrepagó deals de M&A en el pasado? PP&E vale menos que en libros?
- Las 3 comps son mas grandes, tienen mas escala, y presentan márgenes operativos mas altos ... y tienen cierto nivel de deuda
- La escala es un KSF de la industria de waste management
- La transacción de M&A de MPIS es una oportunidad estratégica para expandir escala, sujeto a razonabilidad financiera del precio

Adquisición MPIS – Es razonable el precio?

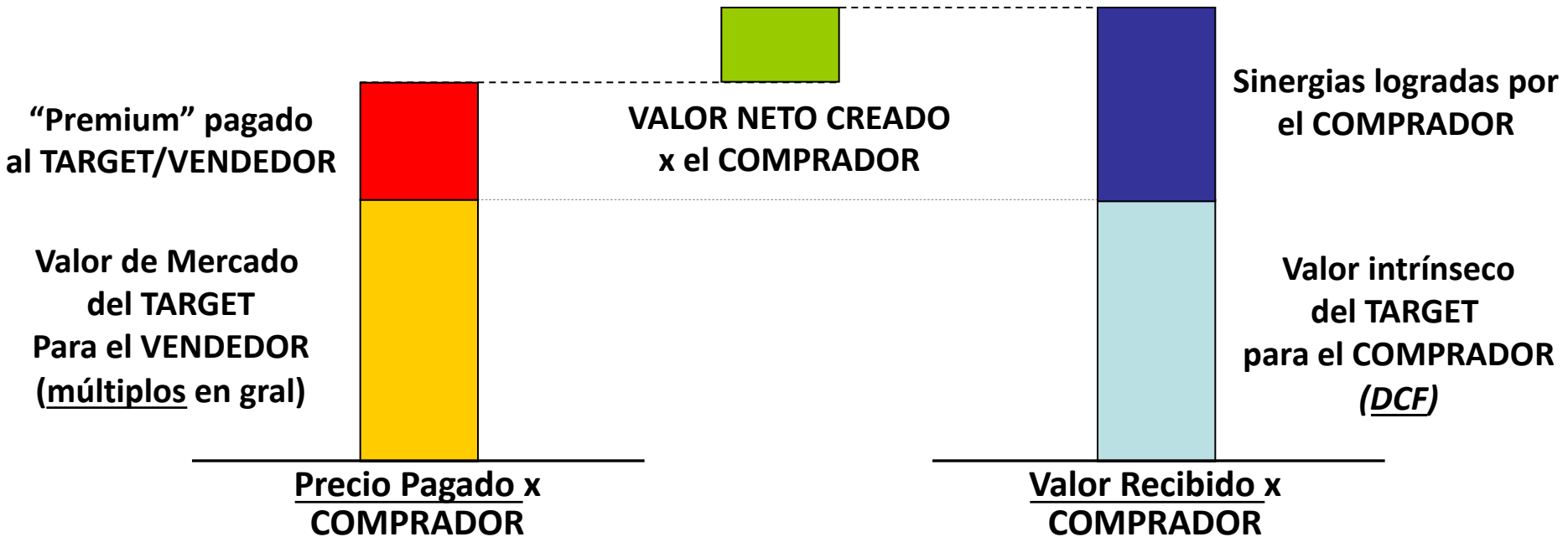
- La compra de MPIS es esta negociando a un precio de \$125M
 - Winfield aparece como el mejor comprador: mayor sinergia de costos en zona “Mid-West” y permite a Winfield su entrada en zona “Mid-Atlantic”
- MPIS agrega escala → expande ventas & rentabilidad en un ~50%
- Tomando en cuenta su rentabilidad, el múltiplo es competitivo:

Contribution analysis

	Winfield		MPIS		Total	
Revenue	410,223	68%	191,032	32%	601,255	100%
EBIT	42,121	64%	23,879	36%	66,000	100%
Net Income	27,379	64%	15,521	36%	42,900	100%
Equity value	266,250	68%	125,000	32%	391,250	100%
# shares outstanding	15,000					
Price per share	17.75					
Price-to-Earnings Ratio	9.7x		8.1x		Comps 15-22x	

- Es necesario complementar con análisis DCF y “earnings accretion-dilution” para evaluar si el deal puede ayudar a mejorar el precio de la acción de Winfield

Valuación y retorno para el comprador



- **Drivers de valor del TARGET/VEENDEDOR**
 - Performance operativa actual
 - Crecimiento de cash flow sostenible en el tiempo
 - Valor de mercado de activos existentes (créditos a cobrar, propiedades, participaciones minoritarias, etc.)
- **Drivers del "premium" al TARGET/VEENDEDOR**
 - Fortalezas estratégicas del negocio: barreras de entrada, liderazgo de mercado, relaciones con clientes, marca, etc.
 - Compensación esperada x el esfuerzo emprendedor
 - Arraigo emocional del dueño al negocio
 - Muchos compradores compitiendo ... pocos targets disponibles

- **Drivers del valor para el COMPRADOR**
 - Razones estratégicas: nuevo producto, nuevo mercado, nueva tecnología, comprar un competidor, comprar proveedor/fuente insumos, integrar un distribuidor
 - Razones financieras: agregar un negocio con mejores márgenes de cash flow y/o mayor crecimiento
- **Drivers de sinergias y mejoras de performance**
 - Aumento ventas: ↑ volúmenes x incorporar distribuidor; ↑ precios x agregar paquetes de servicios integrados
 - Reducción costos: negociación descuentos x volumen, recortes funciones/gastos improductivos
 - Mejoras capital de trabajo y capex: mejora DSO cobranzas, menor capex por tener mayores volúmenes

Los COMPRADORES que generan mejoras operativas/aumento FCF (incl. sinergias) > al costo de la transacción (incl. "premium"), crean valor para el COMPRADOR

Adquisición MPIS – DCF (supuestos propios)

Buyer Analysis: Winfield Sensitivity

DISCOUNTED CASH FLOW (FCFF) - MPIS (Winfield Sensitivity)	Projected					CAGR '12-'16
	2012	2013	2014	2015	2016	
	1	2	3	4	5	
Revenue	\$191.0	\$196.8	\$202.7	\$208.7	\$215.0	3.0%
% Growth Y-o-Y	NA	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	
EBITDA	\$35.3	\$36.4	\$37.5	\$38.6	\$39.8	3.0%
% EBITDA Margin	18.5%	18.5%	18.5%	18.5%	18.5%	
D&A	(\$11.5)	(\$11.8)	(\$12.2)	(\$12.5)	(\$12.9)	3.0%
EBIT	\$23.9	\$24.6	\$25.3	\$26.1	\$26.9	3.0%
% EBIT Margin	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	
Less: Taxes	(\$8.4)	(\$8.6)	(\$8.9)	(\$9.1)	(\$9.4)	3.0%
Plus: Depreciation	\$11.5	\$11.8	\$12.2	\$12.5	\$12.9	3.0%
Less: Capital Expenditures	(\$15.3)	(\$15.7)	(\$16.2)	(\$16.7)	(\$17.2)	3.0%
Less: Change in Working Capital	(\$1.9)	(\$2.0)	(\$2.1)	(\$2.1)	(\$2.2)	3.0%
Free Cash Flow (FCFF)	\$9.8	\$10.0	\$10.3	\$10.7	\$11.0	3.0%
% Growth Y-o-Y	NA	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	
Terminal Value (TV)	Terminal Value = \$189.2					
Discount factor	0.93	0.86	0.80	0.74	0.68	
DCF of FCF (@ 7.9% WACC)	\$41.2	\$9.0	\$8.6	\$8.2	\$7.9	
DCF of TV (@ 7.9% WACC)	\$129.2	PV of Terminal Value = \$129.2				
Total DCF - Firm Value	\$170.5					

- Se consideran proyecciones conservadoras (SIN sinergias que podría lograr Winfield), extrapolando crecimiento histórico (3%), margen operativo MPIS 12.5%, y supuestos mas conservadores de capex y working capital (vs. capex y wkg. cap. de Winfield)
- Con estas proyecciones y un WACC ~8% → DCF ~\$170M (vs. precio \$125M)

Adquisición MPIS – DCF (supuestos propios)

Buyer Analysis: Winfield Sensitivity

DCF SUMMARY

FCF	\$41.2	24%
TV	\$129.2	76%
Firm Value	\$170.5	100%
Net Debt	\$0.0	
Equity Value	\$170.5	
P/E Deal Multiple (2012E)	11.0x	

ANALISIS DE SENSIBILIDAD

VALUATION ASSUMPTIONS

WACC	7.9%
g	2.0%
Implied P/E Exit Multiple	10.8x

WACC

EBIT
Margin
(%)

Long-term FCF Growth ("g")

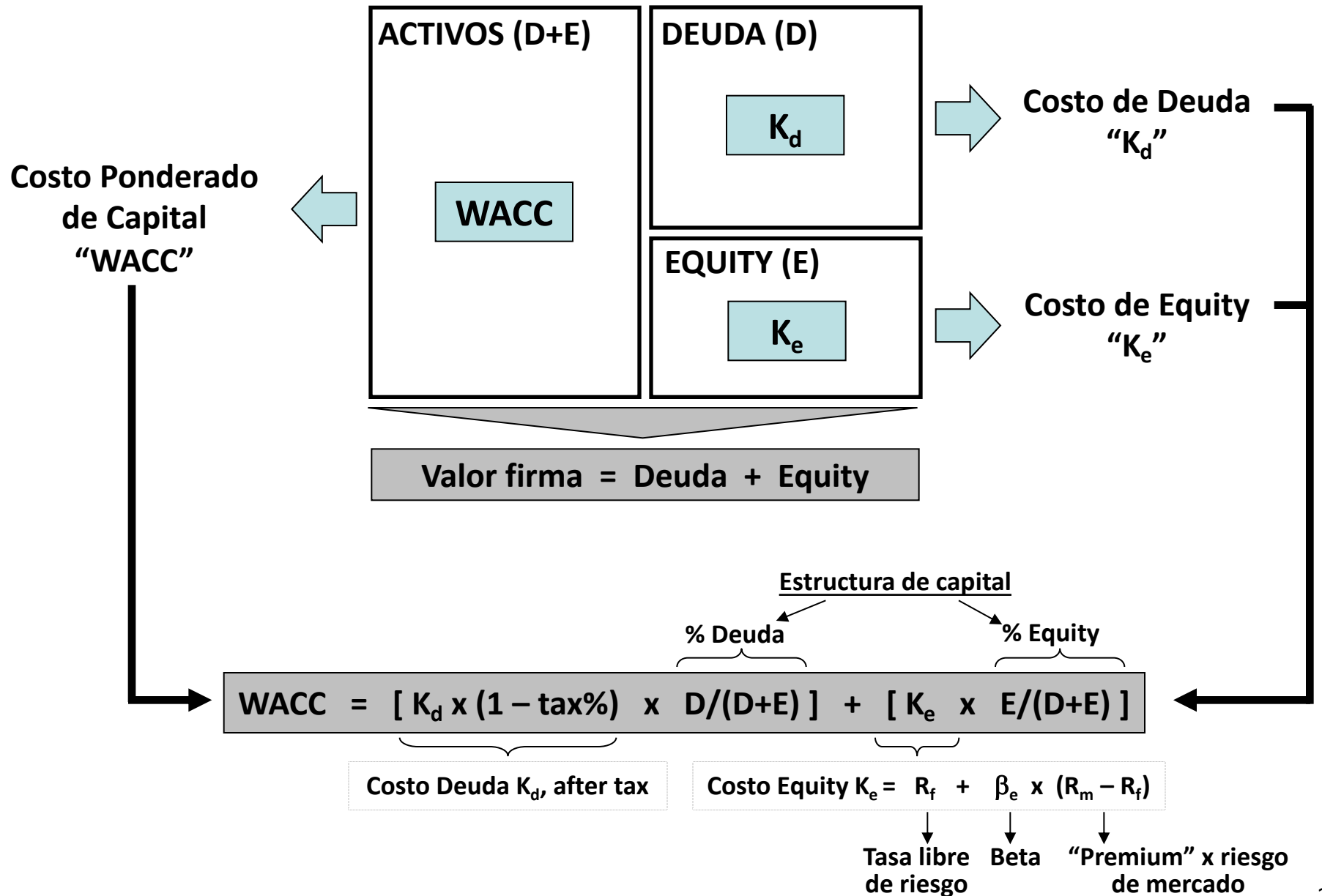
	0.0%	1.0%	2.0%	2.5%	3.0%
7.1%	\$151.9	\$171.1	\$198.0	\$215.7	\$237.9
7.5%	\$143.7	\$160.5	\$183.5	\$198.5	\$216.7
7.9%	\$135.9	\$150.7	\$170.5	\$183.1	\$198.3
8.2%	\$131.2	\$144.8	\$162.7	\$174.0	\$187.5
8.6%	\$125.0	\$137.1	\$152.8	\$162.6	\$174.1

Annual Revenue Growth (%)

	1.0%	2.0%	3.0%	4.0%	5.0%
10.5%	\$119.7	\$123.8	\$128.1	\$132.5	\$137.1
11.5%	\$138.9	\$143.8	\$148.8	\$153.9	\$159.1
12.5%	\$159.2	\$164.8	\$170.5	\$176.3	\$182.4
13.5%	\$179.5	\$185.7	\$192.2	\$198.8	\$205.6
14.5%	\$199.8	\$206.7	\$213.9	\$221.2	\$228.8

- DCF ~170M se basa en WACC ~8% y Valor Terminal con crecimiento FCFF "g" de 2%
- DCF "stress-check": para llegar a ~\$125M, el margen EBIT tiene que caer de 12.5% a ~10.5% (comparable a impacto de la crisis de 2008) y desacelerarse el crecimiento de ventas en ~1% porcentual (bajar de 3% a 2%)

Estructura y Costo de Capital



Adquisición MPIS – DCF - Análisis WACC

	NO DEBT	LOW LEVERAGE	COMPS AVERAGE	HIGH LEVERAGE	Comments / assumptions
CAPITAL STRUCTURE	D/E Target	0%	43%	100%	Based on target capital structure, credit analysis & comparables
	% Debt	0%	30%	50%	
	% Equity	100%	70%	50%	
COST OF DEBT ("Kd")	Kd pre-tax	7.5%	8.0%	8.5%	Debt cost for MPIS acquisition. Add 50 BP with higher leverage Implied income tax rate
	Tax rate	35%	35%	35%	
	Kd after-tax	4.9%	5.2%	5.5%	
COST OF EQUITY ("Ke")	US Treasury (10 Yr)	2.2%	2.2%	2.2%	10-Year US T-Bond Rate (End of 1Q 2012)
	Beta	0.47	0.60	0.77	From "Beta Estimates" calculations below
	Equity Risk Premium - Stock Market	7.0%	7.0%	7.0%	ERP Assumption
	Addit. Risk Premium - Private Market	3.5%	3.5%	3.5%	Additional risk premium for private company
	Ke	7.1%	8.5%	10.3%	16.7%
	Beta Estimates				
	Beta Levered (Comps)	0.78	0.78	0.78	Comps average from Exhibit 1
	D/E (Comps)	103%	103%	103%	Comps average from Exhibit 1
	Beta Unelevered (β_u)	0.47	0.47	0.47	$\beta_u = \beta_e / [1 + ((1 - tx\%) \times D/E)]$
	Target D/E	0%	43%	100%	From row "D/E Target"
	Beta Re-levered (β_e)	0.47	0.60	0.77	$\beta_e = \beta_u \times [1 + ((1 - tx\%) \times D/E)]$
WACC	WACC	7.1%	7.5%	7.9%	8.6%

- MPIS puede absorber mayores niveles de deuda con su generación estable de caja
- Se asume escenario con 50% de deuda (máxima deuda asumible para no debilitar los ratios crediticios de MPIS)
- Data point: el accionista de Winfield ganó en promedio un 9.3% en los últimos 5 años (3.6% "Stock Appreciation" + 5.7% "Dividend Yield") en el periodo 2006-2011

Adquisición MPIS – DCF (supuestos propios)

Capital Structure Assumption for MPIS WACC Analysis

	2012	2013	2014	2015	2016
"BASE CASE"					
FCFF	\$9.8	\$10.0	\$10.3	\$10.7	\$11.0
Required Interest Coverage (FCFF/Interest)	2.0x	2.0x	2.0x	2.0x	2.0x
Annual Interest Expense Afforded by FCFF	\$4.9	\$5.0	\$5.2	\$5.3	\$5.5
Annual Interest Rate (Winfield + 50 BP)	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
Debt That Can Be Raised	\$69.7	\$71.7	\$73.9	\$76.1	\$78.4
EBITDA	\$35.3	\$36.4	\$37.5	\$38.6	\$39.8
Implied "Covenant" Interest Coverage (EBITDA/Interest)	7.2x	7.2x	7.2x	7.2x	7.2x
Implied "Covenant" Debt/EBITDA	2.0x	2.0x	2.0x	2.0x	2.0x
→ % Debt / Total Cap (Debt / \$125M Purchase Price)	56%				

"DOWNSIDE CASE" (20% EBITDA Reduction)

FCFF (Sensitivity: 20% EBITDA Reduction, After tax)	\$5.2	\$5.3	\$5.5	\$5.6	\$5.8
Minimum Required Interest Coverage (FCFF/Interest)	1.25x	1.25x	1.25x	1.25x	1.25x
Annual Interest Expense Afforded by FCFF	\$4.1	\$4.3	\$4.4	\$4.5	\$4.6
Annual Interest Rate (Winfield + 50 BP)	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
Debt That Can Be Raised	\$58.9	\$60.7	\$62.5	\$64.4	\$66.3
EBITDA (Sensitivity: 20% Reduction)	\$28.3	\$29.1	\$30.0	\$30.9	\$31.8
Implied "Covenant" Interest Coverage (EBITDA/Interest)	6.9x	6.9x	6.9x	6.9x	6.9x
Implied "Covenant" Debt/EBITDA	2.1x	2.1x	2.1x	2.1x	2.1x
→ % Debt / Total Cap (Debt / \$125M Purchase Price)	47%				

- MPIS puede absorber mayores niveles de deuda con su generación estable de caja
- Una forma de evaluar la estructura de capital es con test de cobertura de intereses
- Para mantener cobertura FCFF/Intereses > 2x, % deuda podría ser ~55%
- En un escenario conservador de "stress" (20% caída EBITDA): soportaría ~45% deuda

Adquisición MPIS – Earnings Accretion-Dilution

EPS accretion-dilution analysis

Financing method

Debt

100%

0%

75%

Equity - stock

0%

100%

25%

Winfield

MPIS

Price-to-Earnings Ratio

9.7x

8.1x

ROE

10.28%

12.42%

Debt cost (after-tax)

4.23%

0.00%

4.23%

(1) Winfield Pre-Acquisition

Net Income 2012E

27,379

27,379

27,379

shares outstanding

15,000

15,000

15,000

EPS

1.83

1.83

1.83

(2) Deal Impact

MPIS results

MPIS Net Income

15,521

15,521

15,521

Debt

Acquisition - debt issuance amount

125,000

-

93,750

Interest expense

(8,125)

-

(6,094)

Income tax shield (@35%)

2,844

-

2,133

Equity

Acquisition - stock issuance amount

-

125,000

31,250

Winfield stock price

17.75

17.75

17.75

of new shares issued

-

7,500

1,873

(3) Winfield Post-Acquisition

Net Income 2012E

37,619

42,900

38,939

shares outstanding

15,000

22,500

16,873

EPS

2.51

1.91

2.31

EPS accretion/(dilution) per share

0.68

0.08

0.48

EPS accretion/(dilution) %

37%

4%

26%

- La compra es mas “earnings accretive” si se financia con deuda
- ROE MPIS ~12% vs. Kd after-tax de acquisition debt ~4% (vs. ROE Winfield ~10%)

Adquisición MPIS – Impacto en Ownership y Credit

Ownership dilution

Shares outstanding

	Bond	Equity	Mix
Winfield Family & Mgmt	11,850	11,850	11,850
Winfield Minority Owners/Float	3,150	3,150	3,150
MPIS stockholders	-	7,500	1,873
Total shares outstanding	15,000	22,500	16,873

% Ownership

Winfield Family & Mgmt	79%	53%	70%
Winfield Minority Owners/Float	21%	14%	19%
MPIS stockholders	0%	33%	11%
Total shares outstanding	100%	100%	100%

Credit impact

Leverage %

Financial debt	140,813	17%	15,813	2%	109,563	13%
Equity (book)	691,061	83%	814,967	98%	723,787	87%
Total capitalization	831,874	100%	830,780	100%	833,350	100%
	-		-			

Interest coverage

EBITDA	105,064	105,064	105,064
Interest expense	8,125	-	6,094
Interest coverage	12.93	NM	17.24

Debt/EBITDA

Financial debt	140,813	15,813	109,563
EBITDA	105,064	105,064	105,064
Debt/EBITDA	1.34	0.15	1.04

- Financiar 100% deuda no produce impacto que reduzca significativamente ratios crediticios
- Financiar 100% equity diluye significativamente el % accionario de Familia Winfield & Mgmt

Adquisición MPIS – Capacidad de repago de deuda

Deuda – Proyección pagos de capital e interés

Key Debt Terms

Bond issue amount	125,000
Annual principal repayments	6,250
Annual interest rate	6.50%
Maturity (Years)	15
Principal grace period (Years)	1
Bank fee %	0.50%
Bank fees	625
Deal expenses	500

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Bond cash flow projections	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Bond beginning balance	125,000	125,000	118,750	112,500	106,250	100,000	93,750	87,500	81,250	75,000	68,750	62,500	56,250	50,000	43,750
Minus: Annual principal repayments	-	(6,250)	(6,250)	(6,250)	(6,250)	(6,250)	(6,250)	(6,250)	(6,250)	(6,250)	(6,250)	(6,250)	(6,250)	(6,250)	(6,250)
Bond ending balance	125,000	118,750	112,500	106,250	100,000	93,750	87,500	81,250	75,000	68,750	62,500	56,250	50,000	43,750	37,500
Interest payments	(8,125)	(7,922)	(7,516)	(7,109)	(6,703)	(6,297)	(5,891)	(5,484)	(5,078)	(4,672)	(4,266)	(3,859)	(3,453)	(3,047)	(2,641)
Bond cash flows															
Principal	125,000	(6,250)	(6,250)	(6,250)	(6,250)	(6,250)	(6,250)	(6,250)	(6,250)	(6,250)	(6,250)	(6,250)	(6,250)	(6,250)	(43,750)
Interest	(8,125)	(7,922)	(7,516)	(7,109)	(6,703)	(6,297)	(5,891)	(5,484)	(5,078)	(4,672)	(4,266)	(3,859)	(3,453)	(3,047)	(2,641)
Fees & expenses	(1,125)														
Total Bond cash flow	115,750	(14,172)	(13,766)	(13,359)	(12,953)	(12,547)	(12,141)	(11,734)	(11,328)	(10,922)	(10,516)	(10,109)	(9,703)	(9,297)	(46,391)
TIR	7.47%														

Cash Flows - Do They Cover Debt Service?

Debt payments	2012E	2013E	Cash Flows	Base Case	
				2012E	2013E
Interest payment	(8,125)	(7,922)	C. flow operations - Excl. Interest	38,113	39,473
Tax shield on interest expense	2,844	2,773	C. Flows financing - Ex. Debt Repay	(22,052)	(22,942)
Principal repayment	-	(6,250)	Cash Flow Before Debt	16,061	16,531
Total Debt payments	(5,281)	(11,399)	Total Debt payments	(5,281)	(11,399)
			Net cash flow	10,780	5,132

Flujo de caja proyectado permite repago de deuda

Adquisición MPIS – Pro Forma Financials

P&L Pro Forma

<u>P&L</u>	Winfield		Base Case	
			Pro Forma - Winfield + MPIS	
	2011	2012E	2012E	2013E
Revenue	395,440	410,223	601,255	619,293
Revenue growth %		3.7%	46.6%	3.0%
Operating costs	(354,901)	(368,102)	(535,255)	(551,170)
Fixed operating costs	(283,921)	(294,482)	(428,204)	(440,936)
Variable operating costs	(70,980)	(73,620)	(107,051)	(110,234)
EBIT	40,539	42,121	66,000	68,122
EBIT margin %	10.3%	10.3%	11.0%	11.0%
Interest expense	-	-	(8,125)	(7,922)
Pre-Tax	40,539	42,121	57,875	60,200
Pre-tax margin %	10.3%	10.3%	9.6%	9.7%
Net income	26,350	27,379	37,619	39,130
# shares outstanding	15,000	15,000	15,000	15,000
EPS	1.76	1.83	2.51	2.61

Adquisición MPIS – Pro Forma Financials

Cash Flow Pro Forma

<u>Cash Flow</u>	Winfield		Base Case	
			Pro Forma - Winfield + MPIS	
	2011	2012E	2012E	2013E
Net income		27,379	37,619	39,130
Plus: Depreciation expense		27,602	39,064	39,064
Less: Changes in working capital		(440)	(671)	(691)
<i>Changes in working capital % of revenue</i>		0.1%	0.1%	0.1%
Less: Capex		(30,000)	(43,180)	(43,180)
Less: Acquisitions		-	(125,000)	-
Cash flow from operations		24,540	(92,168)	34,323
Capital lease payments		(1,420)	(1,420)	(1,420)
New debt raises		-	125,000	-
New debt repayments		-	-	(6,250)
New equity capital raises		-	-	-
Dividends		(15,000)	(20,632)	(21,522)
<i>Dividend pay-out ratio %</i>		55%	55%	55%
Cash flow from financings		(16,420)	102,948	(29,192)
Net cash flow		8,120	10,780	5,132
Beginning cash balance		27,330	27,330	38,110
Ending cash balance	27,330	35,450	38,110	43,242

Adquisición MPIS – Pro Forma Financials

Cash Flow Pro Forma - Sensibilidad

		2013E Net Cash Flow				
		Revenue Growth 2013E				
		-5.0%	0.0%	3.0%	4.0%	5.0%
Dividend Pay-out %	50.0%	(5,708)	2,290	7,088	8,688	10,287
	55.0%	(6,380)	815	5,132	6,571	8,010
	60.0%	(7,051)	(660)	3,175	4,453	5,732

		2013E Cash Balance				
		Revenue Growth 2013E				
		-5.0%	0.0%	3.0%	4.0%	5.0%
Dividend Pay-out %	50.0%	32,402	40,399	45,198	46,798	48,397
	55.0%	31,730	38,925	43,242	44,681	46,119
	60.0%	31,059	37,450	41,285	42,563	43,842

Adquisición MPIS – Pro Forma Financials

Capitalization Pro Forma

<u>Capitalization</u>	Winfield		Base Case	
			Pro Forma - Winfield + MPIS	
	2011	2012E	2012E	2013E
Current portion, capital lease	1,420	1,420	1,420	1,420
Capital leases	15,813	14,393	14,393	12,973
New debt issuance	-	-	125,000	118,750
Total debt	17,233	15,813	140,813	133,143
Common stock	15	15	15	15
Paid-in surplus	146,257	146,257	146,257	146,257
Retained earnings	523,295	535,674	544,789	562,397
Stockholders' equity	669,567	681,946	691,061	708,669
Total debt + equity	686,800	697,759	831,874	841,812
			-	
Debt / (Debt + Equity)	3%	2%	17%	16%

Evaluación DEUDA vs. EQUITY ... análisis “FRICTO”

	DEUDA	EQUITY
Flexibility	<ul style="list-style-type: none"> Financiar 100% deuda no parece afectar la flexibilidad de Winfield En escenario de sensibilidad incluso, el flujo de caja cubre los servicios de deuda 	<ul style="list-style-type: none"> No realiza un significativo aporte de flexibilidad a Winfield Winfield cuenta con saldos de caja y un flujo de generación de caja estable
Risk	<ul style="list-style-type: none"> No se produce un impacto significativo en el riesgo crediticio de Winfield 	<ul style="list-style-type: none"> No realiza un significativo aporte de a los indicadores de riesgo crediticio
Income	<ul style="list-style-type: none"> Genera mayor mejora de EPS (“earnings accretion”) 	<ul style="list-style-type: none"> Produce menor beneficio de “EPS accretion”
Control	<ul style="list-style-type: none"> Permite conservar control de la Familia Winfield y Management (79%) 	<ul style="list-style-type: none"> Diluye ownership significativamente ownership de la Familia Winfield y Management (de 79% a 53%)
Timing	<ul style="list-style-type: none"> El costo de la deuda K_d parece ser conveniente, conviene “pisar” la tasa antes de que suba 	<ul style="list-style-type: none"> El timing puede no ser el mejor para emitir equity a \$17,75 Podría obtenerse mejor pricing post-compra de Winfield financiada con deuda
Other	<ul style="list-style-type: none"> No hace falta lidiar con los vendedores de MPIS como accionistas de Winfield (la contra es que no tienen incentivo a apoyar la gestión post-deal) 	<ul style="list-style-type: none"> Si se paga con acciones hay que gestionar la eventual monetización de los vendedores de MPIS

Recomendaciones para Winfield

- Avanzar con compra de MPIS a \$125M
- Financiar 100% con deuda
- Revisar política de dividendos
 - Mantener pay-out actual o bajarlo? Evaluar impacto en precio acción de Winfield
 - Pago de dividendos no parece ser un “key success factor” en la valuación de las top 3 comparables ... el mercado esta premiando mayor tamaño y rentabilidad
 - Permite liberar cash para repago deuda por compra MPIS
 - La compra financiada con deuda es mas “EPS accretive” → permitirá suba precio de acción, compensando baja en dividendo = mejor retorno al accionista
 - Ejemplo: Reduzco \$3m de dividendo anual = \$0,20 por acción (\$3m / 15m acciones = 20% reducción s/ dividendo \$1 por acción), con ese dinero logro repagar “acquisition debt” (FCFF de MPIS no alcanza ... \$10m FCFF de MPIS vs. servicio deuda anual ~\$13m), levanto \$125m de deuda, lo cual genera un aumento del EPS de \$0,68 por acción (año 1) o un aumento del EPS de 37% = si se logra trasladar el precio de la acción de \$17,75 = suba de precio de la acción sería de \$6,57 (que es mayor a la caída de \$0,20 de dividendo por acción)
- Realizar un plan de sinergias operativas Target subir EBIT a 15%
 - Cada 1% de reducción costos operativos → 1% mejora EBIT margin %
 - Evaluar potenciales sinergias en capex (renegociación con proveedores) y capital de trabajo (homogeneizar políticas de cobranzas y pagos)
- Ejecutar confirmatory due diligence y negociar PSA con vendedores de MPIS con customary terms
 - Negociar “seller financing” a tasa mas baja que el Kd del acquisition debt
 - Price adjustments por eventuales contingencias o ajustes contables