



UNIVERSIDAD
TORCUATO DI TELLA

MFIN TRADICIONAL ***FINANZAS CORPORATIVAS***

Andrés Vacarezza

Clase 5. Initial Public Offerings (“IPO”)

18 Julio 2022 – Comisión 1

12 Julio 2022 – Comisión 2

13 Julio 2022 – Comisión 3

AGENDA

1. Parte Conceptual/Herramientas [19.15 – 20.30]

- Financiamiento en Mercados Públicos de Equity – Pros y Contras
- Oferta Publica Inicial (“IPO”) – Proceso
- Comparación Venta en Mercado Público vs. Mercado Privado

BREAK 20.30-20.45

2. Caso “IPO”: Facebook [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

Financiamiento Mercado Público (“IPO”)

Conceptos y Herramientas

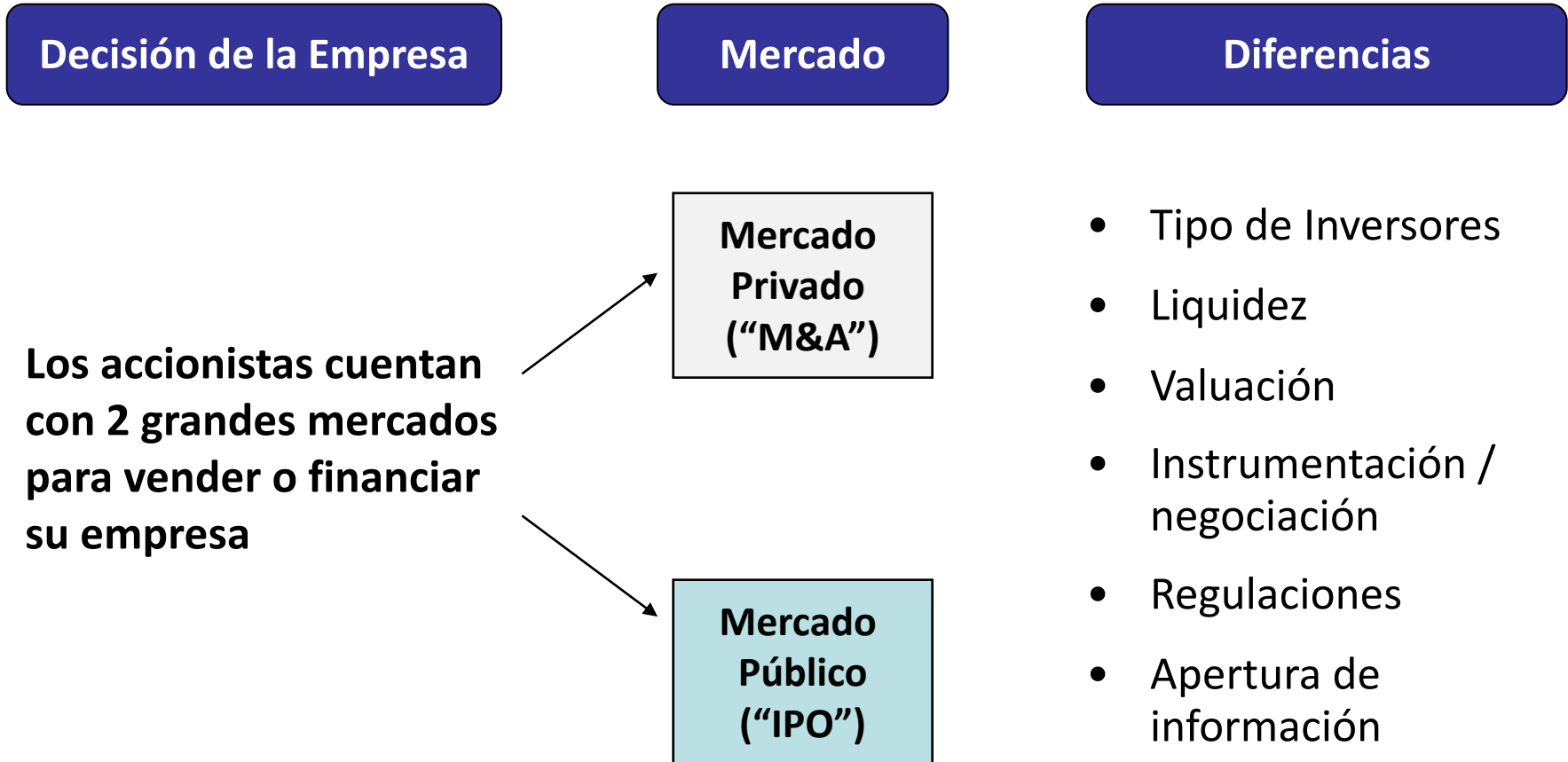
Compañías Públicas ... Beneficios

- Fuente de financiamiento de escala
 - Necesidad de fondos de magnitud → mercado de capitales es más grande, se accede a grandes inversores institucionales
 - Abre la puerta a “follow-on offerings” (ofertas de acciones que se hacen post IPO)
 - Abre la puerta a colocaciones de deuda en el mercado de capitales
- Valuation benchmark
 - Establece una valuación convalidada por el mercado de capitales
 - Si el IPO es exitoso, se pueden lograr valuaciones incluso mejores que en el mercado privado (tiende a suceder mas con high growth/tech companies)
- Moneda de pago para adquisiciones/M&A
 - M&A permite expandir escala del negocio más rápido
 - Mayor tamaño de la empresa → posibilidad de ingresar a Indice de Mercado o Index (ej. Nasdaq, Merval, etc) → atracción de nuevos inversores que invierten en empresas incluidas en Index → mayor demanda y volumen de trading bursátil
- Fortalece el “market profile” de la empresa
 - Atracción de nuevos clientes, proveedores, socios, oportunidades de M&A
- Posibilita monetización/“cash out” a accionistas y fundadores
- Incentivos de largo plazo para management
 - Management compensation pagados con stock grants y stock options

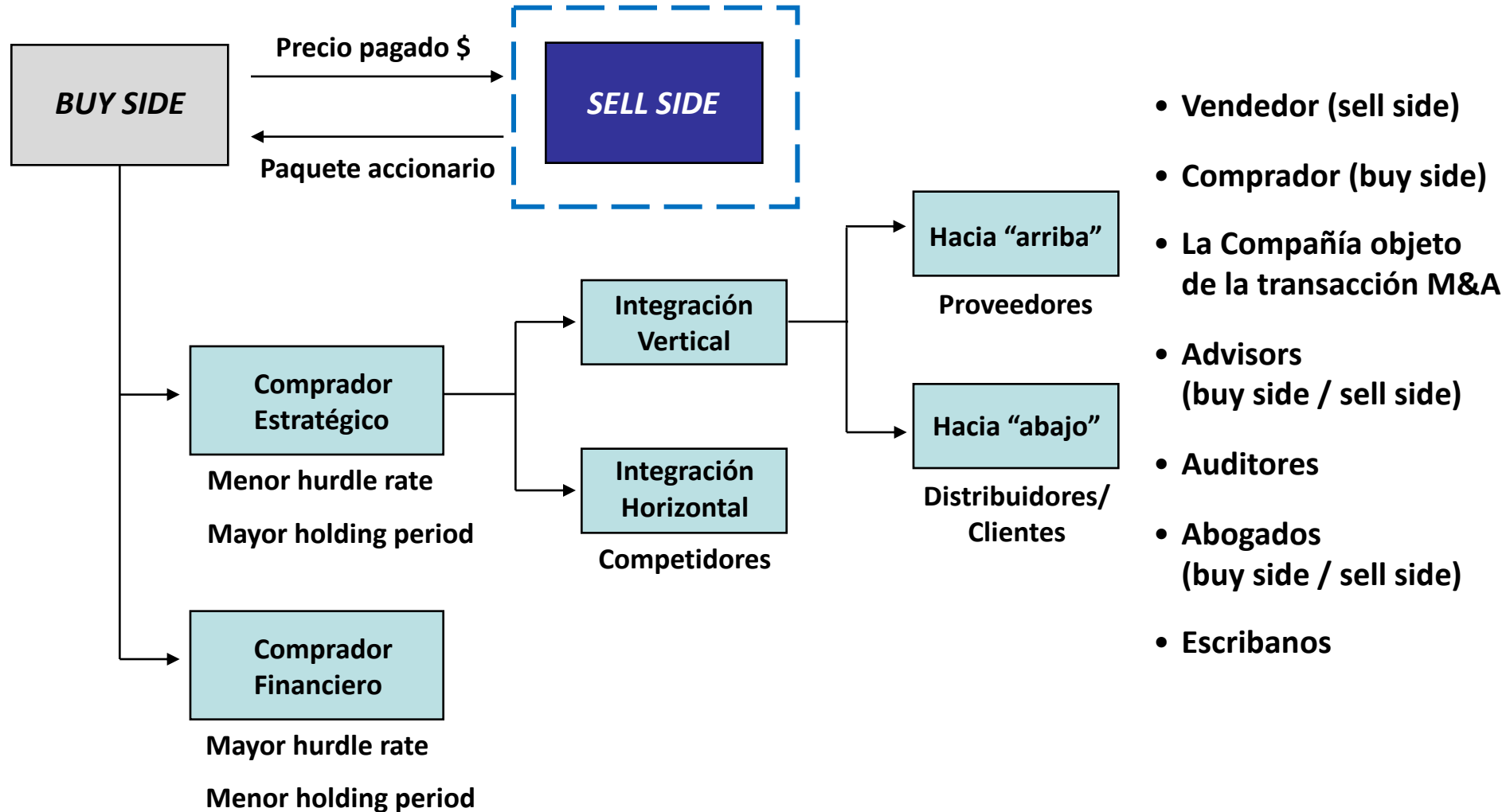
Compañías Públicas ... Desventajas

- Dilución/pérdida de control del paquete accionario
 - Aumento de capital (oferta “primaria”) diluye a todos los accionistas
 - “Cash out” (oferta “secundaria”) reduce el % del capital accionario del management e insiders que venden sus tenencias al hacer “cash out”
- Mayor formalización del proceso decisorio (“governance”), mayor responsabilidad fiduciaria frente a terceros accionistas minoritarios
 - Cumplir con estándares de SEC/CNV, NYSE/NASDAQ (Ej. Directores independientes, Comités de Directorio, etc.)
- Mayores costos contables, administrativos y legales
- Exigencia continua de entrega de resultados trimestrales por parte de la comunidad inversora
 - Presión por resultados de corto plazo vs. creación de valor empresa a largo plazo
- Apertura “pública” de información contable (y el management) al mercado
- Mayor escrutinio de resultados y decisiones por parte de Research Analysts
- Riesgo de entrada de inversores activistas

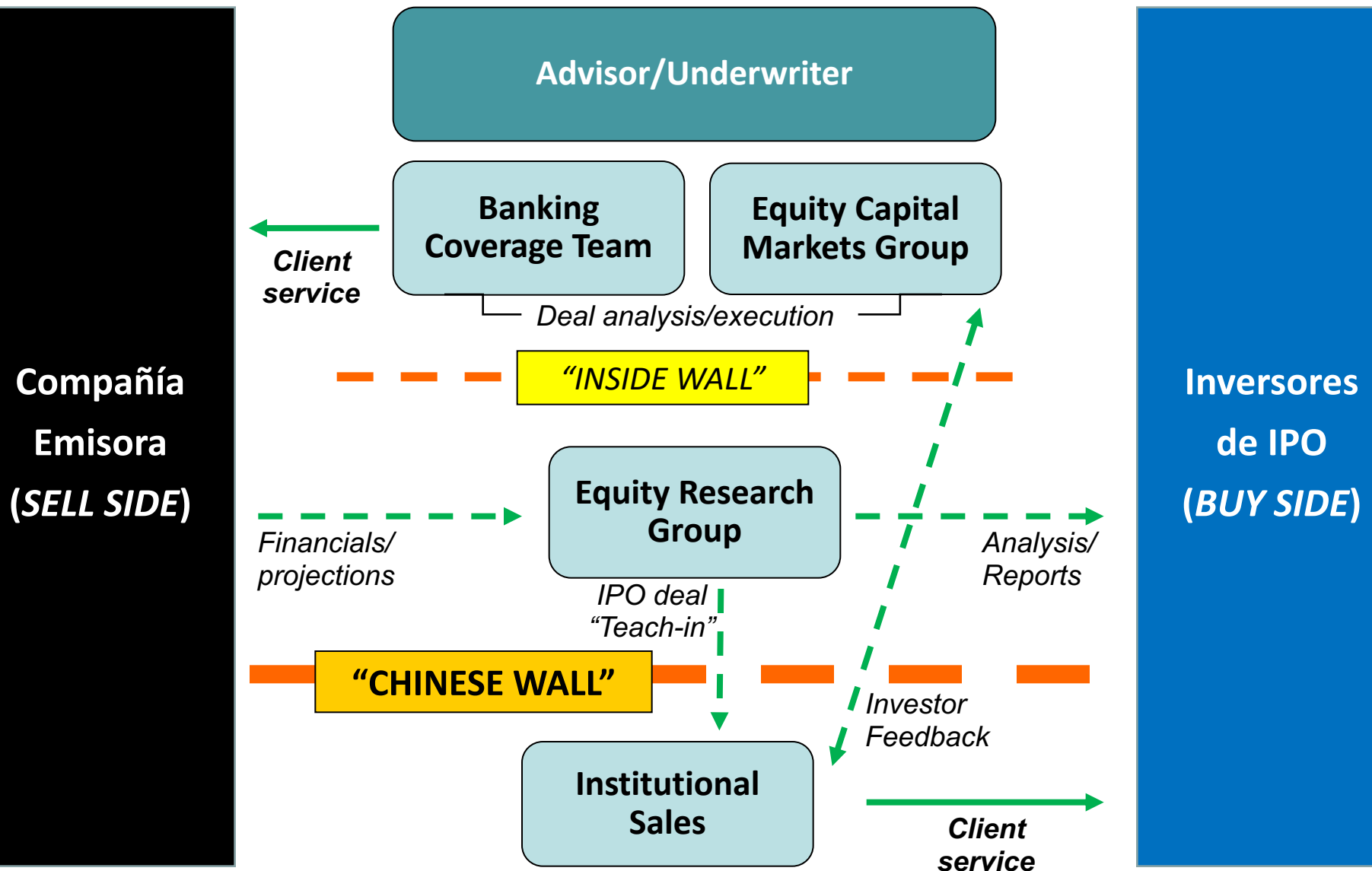
Procesos de Venta de Empresas – 2 Grandes Mercados



Participantes en M&A deals (mercado privado)



Participantes en IPO deals (mercado público)



Participantes en IPO deals

Underwriters – Grupos Participantes y sus Funciones

Banking Coverage Team

- Relación con el cliente emisor ... cobertura x industria (ej. tech, media, oil & gas)
- Coordina todo el proceso ... rol “integrador” y supervisión de la ejecución
- Lidera tareas de valuación, diligence, estructuración del deal

Equity Capital Markets Group

- Lidera los aspectos técnicos y ejecución del equity offering, incl. book building
- Ejecución del IPO ... offering size, primary/secondary, pricing, timing, prospecto
- Trabaja con Institutional Sales para evaluar interés de inversores/demanda

“INSIDE WALL”

Equity Research Group

- Análisis independiente de la empresa (análisis estratégico/financiero)
- Emisión de reportes y price targets ... especialización por industria
- Realiza “teach in” a Institutional Sales + investor education (proyecciones)

“CHINESE WALL”

Institutional Sales

- Fuerza de ventas para colocar la oferta a inversores institucionales
- Organización proceso de road show y reuniones con inversores
- “Outside the Wall” ... no acceden a info confidencial de la empresa

Oferta Pública Inicial “IPO” – etapas del proceso

- Seleccionar el Equipo: Management y Advisors
 - Management: completar “gaps” (ej. CFO, Counsel, etc.)
 - Investment bankers, abogados (del Emisor y de los Inv. Banks), auditor
- Prospecto: Preparar y Filear en SEC (y CNV si la oferta es dual)
 - Prospecto contiene info Empresa y Estados Financieros históricos → para Inversores
 - 1er filing → Revisiones SEC/CNV → Red Herring → Prospecto Final aprobado por SEC
- Due Diligence Bankers & Research Analysts
 - Due diligence Banking Team → Valuation analysis para el Emisor
 - Due Diligence Research Analyst → Proyecciones para los Inversores
- Marketing (Roadshow) & Investor Diligence
 - Roadshow: management presentations con inversores
 - One-on-one meetings con Inversores
 - Research “teach-in” a sales force de los Investment Banks colocadores
- Pricing / Closing

El proceso de Oferta Pública – timeline



Post IPO →

- Trading support
- Equity research (40 days "quiet period")
- Investor Relations

Venta mercado privado “M&A” vs. público “IPO”

Drivers

Universo Inversor

Timing del Exit

Valuación

Método de Pago

Regulaciones

Venta mercado privado “M&A”

- Menos atomizado por sector industrial
- Strategic buyers (ej. Berk. Hathaway, Apple)
- Financial buyers (ej. Fondo Private Equity)
 - En deals grandes pueden co-invertir (sindicato)
- Se puede vender el 100% o paquete mayoritario de acciones
- En consecuencia la venta/exit se puede realizar en un solo paso
- Al venderse el 100% o paquete mayoritario, los vendedores suelen requerir una prima de control o “control premium” en el precio
- Strategic buyers suelen valorar con DCF/NPV y cross-chequean múltiplos de comparables
- Financial buyers determinan precio que les permite lograr su TIR target asumiendo un exit multiple, y cross-chequean con DCF
- Cash upfront o en cuotas (“seller financing”)
- Acciones del comprador (strategic buyer)
- Cash y acciones, earn-outs (precio adicional sujeto a cumplimiento de hitos/performance)
- El proceso de M&A en general no es regulado
- Aplican regulaciones anti-monopolio en deals entre competidores de magnitud

Venta mercado publico “IPO”

- Mas atomizado que el mercado privado
- Institutional investors (ej. fondos comunes de inversión, pension funds, aseguradoras)
- Retail investors (invierten a través de brokers)
- Se vende o “flota” una participación minoritaria del capital (ej. 10%, 20%, 30%)
- En consecuencia la venta/exit se termina realizando en etapas y lleva mas tiempo
- Al venderse una participación minoritaria, las valuaciones de empresas públicas en general no incluyen prima de control
- Inversores institucionales y bancos inversión parten de una valuación por múltiplos de comparables, y cross-chequean con DCF
- Inversores retail en general tienen menos sofisticación/info y se apoyan en su broker
- Las IPOs se liquidan en cash
- Proceso IPO regulado estrictamente por CNV, SEC (protección al inversor retail menos sofisticado, evitar delitos y malas practicas “insider trading”, conflictos de interés, etc.)

Venta mercado privado “M&A” vs. público “IPO”

Proceso

Venta mercado privado “M&A”

Venta mercado publico “IPO”

Preparación

- Mismo proceso “puesta a punto” de empresa (financiero, contable, impositivo, legal)
- En general se contrata 1 solo financial advisor

- Mismo proceso “puesta a punto” de empresa (financiero, contable, impositivo, legal)
- En general se contrata a un sindicato de underwriters (lead UWs y co-managers)

Marketing

- Documento clave: Information Memorandum
- Info Memo es un documento privado
- Info Memo incluye proyecciones financieras
- Comprador realiza su valuación de la target, evaluando las proyecciones de la target
- El Comprador puede o no apoyarse en un financial advisor

- Documento clave: Prospecto
- Prospecto es documento público (CNV, SEC)
- Prospecto NO incluye proyecciones
- Proyecciones son realizadas por Research Analysts de los bancos underwriters
- Los Research Analysts informan sus proyecciones y valuation a los Inversores

Diligence

- Mismo “data room”
- Data room es accedido por los Compradores
- Management presentations a Compradores

- Mismo “data room”
- Data room es accedido por los Underwriters
- Roadshow y 1-on-1 Inversores Institucionales

Pricing

- Precio determinado por negociación entre Comprador y Vendedor
- Cuanto mas competido el deal (ej. subasta), mayores chances de subir precio de venta
- Cuanto mas pequeño/frágil la situación del vendedor, menor poder de negociación

- Precio determinado por demanda/inversores
- Cuanto mas demanda, mayor el precio
- En IPOs pequeñas, emisor tiene menos poder, inversores demandan mayor % de oferta primaria (vs. oferta secundaria/“cash out” de accionistas pre-IPO)

Post deal

- El precio puede sufrir ajustes por errores contables/cambios en saldos de balance
- Se pueden gatillar clausulas que determinan ajustes de precio (ej. “escrow”, “earn-outs”)

- Post pricing, si el precio sube (IPO exitoso), el Underwriter puede ejercer opción “greenshoe” y colocar 15% mas de acciones en el mercado
- Si precio baja, el UW puede defender precio comprando acciones en el after market

IPOs ... conceptos y temas a resolver

- **Primary Shares:** nuevas acciones emitidas ... infusión de capital para la empresa
- **Secondary Shares:** acciones existentes vendidas por “insiders” (“cash out”)
- **Float:** % del equity a “flotar” en el mercado (ej. 20%, 30%)
- **Use of proceeds:** definido por plan inversiones, working capital, repago de deuda
- **Valuación:** valor “intrínseco” (DCF), múltiplos de empresas comparables
- **IPO Price/Discount:** descuento al valor “intrínseco” = IPO price “upside” que demandan los inversores de IPOs para compensar incertidumbre del negocio
- **Greenshoe:** mecanismo x el cual los underwriters pueden colocar mas acciones (overallotment option) (15% adicional) ... si el precio sube, cubren la sobrecolocación comprando + acciones a la empresa o a accionistas pre-IPO, si el precio baja compran acciones en el mercado para defender el precio
- **Lock-up:** restricción a “insiders” de vender sus acciones durante un período post-IPO (ej. USA 180 días, Londres 1 año)
- **Mercado donde listar:** País (Argentina, USA, etc), y Bolsa/Market (Ej. BCBA, NYSE, NASDAQ)
- **Acciones o ADRs:** Direct listing de acciones, o ADRs representativos de acciones
- **Medidas anti-takeover** mecanismos de defensa de inversores activistas

Oferta Primaria vs. Secundaria

Oferta Pública inicial de Acciones (“IPO”). Modalidades:

Oferta Primaria → Aumento de Capital

Oferta Secundaria → Monetización de Accionistas
Existentes pre-IPO (“cash out”)

Oferta Combinada → Aumento de Capital + Monetización

Acuerdos Previos en IPOs

- Como paso previo al lanzamiento de un IPO, la Compañía, ciertos accionistas y el underwriter suscriben al menos dos acuerdos:
 1. Renuncia al derecho de suscripción preferente de acciones
 2. Lockup agreement
- Renuncia al derecho de suscripción preferente de acciones
 - Ciertos accionistas relevantes acuerdan renunciar al ejercicio del derecho de suscripción preferente ante el aumento de capital que se realiza en el IPO
 - Objetivo: maximizar la entrada de nuevos inversores al capital de la compañía
 - El ingreso de nuevos inversores en el IPO se maximiza cuando la mayor parte (ej. mas del 90%) o todos los accionistas suscriben este acuerdo
- Lockup agreement
 - Prohíbe a ciertos “insiders” -incluyendo empleados, “friends & family” y ciertos accionistas- a vender sus acciones por un período determinado (ej. 90 – 180 días)
 - Objetivo: evitar una sobreoferta de acciones que pueda deprimir el precio de la acción en el mercado secundario
 - Existe evidencia empírica que señala que previo al vencimiento de un Lockup Agreement el precio de la acción tiende a bajar

Greenshoe option

- Los underwriters/bookrunners suelen incluir la opción de “over-allotment” o “greenshoe” en el acuerdo de underwriting que se suscribe con la Compañía Emisora
 - Consiste en colocar en general un 15% mas de acciones: los underwriters “sobrecolocan” un 15% mas de acciones de las que la compañía propone inicialmente vender
 - Los underwriters pueden ejercer esta opción en un plazo de 30 días post-IPO
- Si la opción de “greenshoe” es ejercida por el underwriter, se vende -al precio del IPO- un 15% adicional de:
 - (1) Nuevas acciones que la compañía deberá emitir, o
 - (2) Acciones existentes que los accionistas deberán vender
- Se crea así un “naked short position” de acciones que se venden a precio de IPO: underwriters deberán comprar esas acciones adicionales para cerrar esa posición
- Pueden ocurrir 2 situaciones luego del IPO pricing: (1) precio sube, o (2) precio baja
 - (1) Precio sube:
 - Underwriters ejercen la opción de *greenshoe* y compran el 15% adicional de acciones:
 - (a) de la compañía ... emite nuevas acciones y recibe el producido de esa venta adicional
 - (b) de los accionistas “pre IPO” ... que reciben el producido, y que reducen más su tenencia
 - Underwriters compran el 15% evitando pagar mayor precio, y cobran + UW fees (IPO + grande)
 - (2) Precio baja:
 - UWs no ejercen la opción, pero compran acciones en el mercado secundario para cerrar su posición short
 - Dicha compra busca generar sostén al precio, lo que favorece a inversores que fueron alocados en mercado primario; si los bookrunners compran a precio menor al IPO price, generan una ganancia x “trading”

Greenshoe option

El caso Facebook: como funcionó la opción greenshoe

- Los underwriters (“UWs”), liderados por el Banco de Inversión Morgan Stanley, acordaron comprar 421 millones de acciones de FB y sus inversores (mix de acciones primarias y secundarias), a un precio de \$37.58 por acción, logrando un IPO price de \$38 por acción
- La diferencia entre el IPO price de \$38, y los \$37.58 a los cuales los UWs compraron las 421 millones de acciones, es el “spread” o fee de los UWs (1.1% o \$0.42 por acción)
- Los UWs colocaron, no obstante, 484 millones de acciones al precio de \$38 por acción (15% mas de las 421 millones de acciones compradas, o 63 millones de acciones adicionales)
- Los UWs, al vender mas acciones en el IPO (63 millones) de las que compraron a FB, generan una “short position”, posición que luego deben cubrir
- Para cubrir la “short position”, los UWs necesitan comprar esas 63 millones de acciones
- La opcion greenshoe se ejercitaría si el precio de la acción sube en el mercado secundario. En dicho caso, los UWs ejercitarían la opción y adquirirían las 63 millones de acciones, o de los accionistas existentes (“cash out”) o de FB (“primary shares”), al precio del IPO de \$38 (con la greenshoe evitan tener que comprarlas en el mercado secundario a mayor precio)
- Cuando se ejerce la greenshoe, se incrementa la oferta de acciones en un 15%. En el caso de FB, si los UWs la ejercitaban, el mercado estaría tomando las 484 millones de acciones
- Pero como el precio de FB bajó en el after market, los UWs no ejercieron la greenshoe, y recompraron las 63 millones de acciones en el mercado secundario, con lo cual la cantidad de acciones que el mercado tradea son finalmente las 421 millones de acciones originales

Greenshoe option

El caso Facebook: como funcionó la opción greenshoe

- Dicho de otro modo, si se hubiera ejercido la greenshoe, el “float” de acciones de FB en el mercado hubiera sido de 484 millones de acciones (421 millones + 63 millones), pero como no se ejerció la opción greenshoe, el “float” terminó siendo de 421 millones de acciones
- Los UWs, si se hubieran dado las condiciones para ejercer la greenshoe, hubieran ganado:
 - Fees adicionales = \$0.42 spread por las 63 millones de acciones adicionales colocadas = \$26,4m
 - Ninguna ganancia de “trading” = ya que le compran a FB o sus accionistas las 63m de acciones al precio del IPO de \$38 (neto de UW fee), que es el precio al que las colocaron en el IPO
- Los UWs, al no ejercer la greenshoe, dejan de percibir las UW fees que hubieran ganado si vendían el 15% de acciones del greenshoe, aunque pueden generar ganancias en el “trade” resultante de ir a comprar las 63 millones de acciones en el mercado secundario
 - El propósito principal de los UWs, no obstante, es defender/sostener el precio de la acción, antes que realizar una ganancia por el “trade” de comprar la acción mas barata en el after market
 - Los UWs se juegan su reputación, y por ende la posibilidad de seguir ganando mandatos de emisoras para IPOs futuras, como así también su credibilidad ante los inversores institucionales
 - En consecuencia, es en el mejor interés de los UWs comprar las 63 millones de acciones en el after market, a un precio lo mas cercano posible al precio del IPO (los \$38 de FB) como mecanismo para sostener el IPO price
 - A modo de ejemplo, supongamos que los UWs adquieren 42 millones (2/3 del total) de acciones a \$38 en el after market para defender el IPO price, y compran las 21 millones (1/3) de acciones restantes a \$37,80. En este caso, los UWs estarían ganando \$4,2m en el “trade” (21m * \$0,20)

IPO financial advisors

- Full-Service Investment Bank
 - Equity Research solido – conectado con equipo de “coverage banker” y equipo “Sales Force”
 - Activo en Sales & Trading en el sector industrial del Emisor
 - Bankeros experimentados en IPOs ... sales force con entendimiento del modelo de negocio del Emisor y el sector industrial
- Reputación, league table position
- “Fit” y comfort mutuo ... “entienden la historia”
- Underwriting fees ... depende del tamaño del IPO/issuer
 - A mayor tamaño de IPO y de la Compañía Emisora, menor fee (ej. Globant \$58.5M IPO → 7% UW fee ... Facebook \$16B IPO → 1.1% UW fee)

IPO financial advisors – due diligence

Investment Banks – typical elements requested/evaluated in an IPO due diligence:

Strategic

- Market position (first mover advantage – market leaders)
- Proven/solid business model
- Strong strategic partners
- Reasonable mix between direct / indirect sales channels

Financial

- Stable and atomized/diversified customers (Global 1000)
- Solution sold at sizable average selling prices (“ASP”)
- Quarterly revenue run rate > than \$x million & attractive sequential growth
- Reasonable mix between license / service revenue
- Profitability (≤ 2 quarters after filing)
- Cash flow generation and growth
- Solid balance sheet with manageable/hedged exchange rate risks

People

- Well-recognized investors
- Strong board representation
- Management (seasoned / experienced)

Valuación en IPOs

- La valuación se realiza combinando (a) comparables públicos –ej. EV/EBITDA, Price/Earnings-, y (b) Discounted Cash Flow (DCF)
 - Los múltiplos tienen limitaciones: calidad/representatividad de los comparables, grado de solidez de la métrica (Ej. “EBITDA Ajustado” con ajustes de Management)
 - DCF resulta la medida central de “valor intrínseco”, en cualquier deal, incl. IPOs
- IPO “discount”: es el descuento sobre el valor intrínseco de una compañía que lanza su IPO, y que remunera la incertidumbre del mercado respecto de la liquidez y valor al cual la acción se va a operar
 - Cuanto mayor liquidez de la acción en el mercado, y menor incertidumbre en la situación estratégica/financiera y performance de la empresa → menor discount
- El deal se termina “priceando” en función a la demanda del mercado
- Post-IPO, la valuación es afectada por:
 - Resultados operativos y anuncios (Ej. M&A, un proyecto de inversión orgánico)
 - Cumplir con expectativas del mercado cada trimestre
 - Cobertura de Research y visibilidad
 - Volumen de trading/liquidez de la acción en el mercado

Prospecto de Oferta Pública ... contenidos

- Cover resumen oferta ... rango de precio, net proceeds, UWs
- Summary (the “box”) resumen negocio, industry, growth drivers, key financials
- The Offering term sheet resumen ... precio, # acciones, use of proceeds
- Summary Financial Information resumen de P&L, balance, cash flow
- Risk Factors riesgos comerciales, competencia, financieros, legales
- Exchange Rates and Controls mercado de cambios, tablas históricas tipo de cambio
- Use of Proceeds uso de fondos: repago deuda, inversiones, cap. trabajo
- Dividends política de dividendos (se describe, se pague o no)
- Capitalization estructura capital ... deuda x tipo, equity, pref/híbridos
- Dilution impacto de la oferta en capital accionario
- Selected Financial Information P&L, balance, cash flow
- MD&A reseña informativa ... describe variaciones P&L, cash flow
- Industry Overview estructura industria, competidores, regulaciones ...
- The Business describe productos, estrategia comercial, operaciones
- Regulation descripción detallada marco regulatorio
- Management equipo de management
- Related Party Transactions transacc. c/partes relacionadas (ej. accionistas, mgmt)
- Principal Shareholders accionistas principales y % de tenencias accionarias
- Description of Securities descripción de acciones o ADRs ofrecidos
- Taxation temas impositivos p/futuros tenedores de ADRs/acciones
- Underwriting distribución oferta entre underwriters (UW) del sindicato
- Expenses of the offering underwriters spread, gastos legales/audit/roadshow

Analistas de Research – Consensus de Mercado

- El “consensus” de mercado es un promedio que resulta de un conjunto de estimaciones realizadas por los analistas de research que cubren una compañía cuyas acciones están listadas en un mercado
- En general, el consensus abarca la estimación de las ganancias por acción (“EPS”), ingresos, etc. para el próximo trimestre o ejercicio económico
- Mientras mayor sea el tamaño de la compañía, mayor será la cantidad de analistas que la cubren, mayor será el tiempo que cada analista dedica a la compañía, y más preciso será el consensus
- Los recursos que los bancos y brokers asignan al area de equity research condicionan la calidad de los reportes y el accuracy de los pronósticos
- Thompson Reuters y Bloomberg son los principales proveedores de cifras de consensus a nivel global
- Las estimaciones de los analistas de reseach se apoyan en varias fuentes:
 - “Guidance” provisto por la compañía
 - Fundamentals de la compañía
 - Condiciones macroeconómicas
 - Tendencias de mercado

Company Guidance

Company Guidance - Descripción

- “Guidance” es la información que una compañía provee al mercado como una indicación o estimación de sus resultados futuros (en función de facturación proyectada, nivel de inversión/capex, etc.)
- “Earnings guidance” es un conjunto de opiniones formuladas por el management de la compañía, acerca de sus expectativas respecto de lo que será el futuro de la compañía ("forward-looking statements")

Ejemplo: Apple - extracto de anuncio de resultados 4to Trimestre 2019

“Our strong performance drove record Q4 EPS of \$3.03 and record Q4 operating cash flow of \$19.9 billion,” said Luca Maestri, Apple’s CFO. “We also returned over \$21 billion to shareholders, including \$18 billion in share repurchases and \$3.5 billion in dividends and equivalents, as we continue on our path to reaching a net cash neutral position over time.”

*Apple is providing the following **guidance for its fiscal 2020 first quarter:***

- **revenue** between \$85.5 billion and \$89.5 billion
- **gross margin** between 37.5 percent and 38.5 percent
- **operating expenses** between \$9.6 billion and \$9.8 billion
- **other income/(expense)** of \$200 million
- **tax rate** of approximately 16.5 percent”

Company Guidance

Company Guidance - Implicancias

- El “Guidance” genera credibilidad en el management cuando las cifras históricas reportadas se acercan a las proyectadas
- Subestimar los resultados futuros para demostrar que la performance superó el guidance, genera descrédito en el management
- No dar un guidance cuando los peers sí lo hacen, genera incertidumbre en el mercado (qué es lo que oculta la compañía?)
- Algunas compañías suspendieron la emisión de guidance, bajo el argumento de que estimula el análisis cortoplacista por parte del mercado (Warren Buffett fue uno de los que tomó esta posición en 2018)
- Hay un conjunto de normas en la regulación americana referidas a información “forward looking” que establecen liabilities (contingencias) para las compañías
- La Private Securities Litigation Reform Act of 1995 (“PSLRA”) estableció “safe harbors” en relación a forward-looking statements que (1) son identificados como tales, y (2) son acompañados por “declaraciones que identifican factores importantes que pueden causar que los resultados reales difieran materialmente de aquellos contenidos en los forward-looking statement”

Inversores Activistas – Defensas

Activismo Corporativo – Descripción

- Los inversores activistas con accionistas que se agrupan para influenciar las decisiones de una compañía a través el ejercicio de sus derechos políticos
- A pesar de que los accionistas no controlan ni operan la compañía, aplican mecanismos que buscan influenciar al directorio y al management
- Si estos inversores estan descontentos con la gestion del management y/o el directorio, o sienten que NO son oídos por el directorio/management, buscan influenciar directamente a los restantes accionistas
- El más común de dichos mecanismos es el de formular una propuesta formal para ser votada en la asamblea anual de accionistas
- Por su condición de accionistas minoritarios, el mecanismo a través del cual agrupan influencia es mediante el uso de “proxy fights”
 - Buscan persuadir a otros accionistas (o los agentes que tienen “proxy” para votar) a que voten las decisiones propuestas por el inversor activista
- En los últimos tiempos los Hedge Funds han ganado terreno como activistas corporativos

Inversores Activistas – Defensas

Defensas del tipo “Anti-Takeover”

Tipos de Defensas

- Existen dos tipos de defensas:
 - Preventivas (para desalentar takeovers)
 - Reactivas (una vez que el takeover hostil tuvo lugar)
- Hay dos maneras de establecer este tipo de defensas:
 - A través de la incorporación de cláusulas estatutarias
 - Inscribiendo a la sociedad en estados en los que la ley local limita los takeovers hostiles

Ventajas y Desventajas de las Defensas

- Ventajas: desalientan los ataques de inversores que no tienen intereses de largo plazo y que solo especulan con una ganancia de corto plazo, sacrificando el futuro de la compañía y de otros stakeholders (i.e.: empleados, comunidad en general)
- Desventajas: los managers operan más eficientemente su negocio si sienten la amenaza de una oferta hostil; las medidas antitakeover los perpetúan en sus puestos, lo cual impacta negativamente en el valor de la compañía y a sus accionistas

Inversores Activistas – Mecanismos de Defensa

	MECANISMO	DESCRIPCIÓN
Preventivos	• Poison pill	Se le ofrece a los accionistas existentes la posibilidad de suscribir mas acciones de la empresa, a precio descontado
	• Supermajority provisions	Se establece en estatuto un mayor % de voto accionario requerido para aprobar venta de la empresa (ej. mas del 70%)
	• Golden shares	Acciones con mayor poder de voto, o que tienen derecho a veto sobre ciertas transacciones o sobre cambios en el estatuto
	• Directorio escalonado	Se establecen mandatos escalonados (ej. se designa 1/3 c/año), para que no se pueda despedir todo el Directorio en 1 Asamblea
	• Golden parachutes	Se establece una compensación adicional al management en caso de despido por cambio de control por un takeover hostil
	• Vesting acelerado	Se acelera el vesting de acciones/stock options del management
Reactivos	• Mgmt Buyout (“MBO”)	Management consigue financiamiento y compra el paquete mayoritario de acciones
	• Pac-man defense	La empresa busca adquirir a la sociedad del inversor activista o comprador “no deseado”
	• White knight	Se vende el paquete mayoritario de la empresa a un comprador “deseado”
	• Greenmail	Se recompra la participación accionaria del inversor activista “no deseado”, a un precio con prima (ej. 50% de prima)
	• Crown jewel	Consiste en vender a un 3ro cierto activos deseados por el inversor activista, o ejecutar un “spin off” de los mismos
	• Cambios en estructura de capital/poison put	Consiste en endeudar mas a la empresa para pagar dividendo/recompra acciones; deuda puede ser del tipo “poison put” con clausula de redemption por cambio de control

American Depositary Receipts “ADRs”

ADRs – Descripción

- Los ADRs son certificados negociables que representan titularidad accionaria en una compañía situada fuera del país en el que dichos ADRs se negocian
- Cada ADR representa un número específico de acciones en depósito en el país del emisor (ej. 1 ADR = 10 acciones ordinarias)
- Los ADRs cotizan y se negocian en dólares, y la negociación y liquidación se rigen por las normas del mercado americano
- Los ADRs permiten que los inversores americanos negocien en su propio mercado instrumentos de compañías extranjeras

American Depositary Receipts “ADRs”

ADRs – Ventajas y Desventajas

Ventajas

- Al acceso al mercado de capitales americano le da una mayor visibilidad a la Compañía
- Permite expandir la base de inversores, agregando inversores extranjeros interesados en invertir en mercados emergentes
- Se cotizan y negocian en dólares en un mercado mas liquido (USA)
- Actúan como un sostén ante caídas de precios generalizadas en el mercado local ocasionadas por cuestiones sistémicas
- Facilita una evaluación del precio de la acción en función de comparables americanos

Issues

- Cross-border argentino (convertibilidad, transferibilidad)
- Riesgo jurídico, macroeconómico, etc.
- Inversores exigen contabilidad aplicando normas US GAAP o IFRS

Certificados de Depósito Argentinos (“CEDEARs”)

CEDEARs – Descripción

- Son certificados de depósito representativos de acciones emitidas por entidades extranjeras sin autorización de oferta pública en Argentina
- Estos certificados posibilitan a los inversores locales el acceso a valores negociados internacionalmente, lo cual les permite la formación de carteras diversificadas
- Los CEDEARs pueden ser emitidos por las cajas de valores, bancos comerciales o de inversión, y las compañías financieras autorizadas por el Banco Central
- La oferta pública de estos certificados fue reglamentada por la Resolución General 291 de la CNV, y la cotización bursátil, por Resolución 3/97 del Consejo de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires

Clase 3: Facebook IPO

Facebook IPO – Preguntas guía

1. **¿Porque Facebook está haciendo el IPO? ¿En que se utilizaran los fondos recaudados en el IPO?**
2. **Evalúe el negocio (puntos fuertes y débiles) y performance de Facebook (revenues, profits, cash flow, balance). Se recomienda evaluar las proyecciones financieras del Exhibit 14 (adicional incluido en el Excel)**
3. **¿Cuánto vale Facebook? Tomar en cuenta la siguiente información:**
 - DCF: Evalúe el análisis DCF incluido en Exhibit 11. ¿Que opina de los supuestos de valuación utilizados en el DCF? ¿Está de acuerdo? Prepare un DCF alternativo en base a su propia evaluación de ajustes/mejoras.
 - Comparables de mercado público: contraste los múltiplos con los resultados del DCF. ¿Qué opina?
 - ¿Qué opina del rango de precio en discusión por los underwriters?
4. **Estructura de la oferta y principales términos y condiciones (evaluar el “Anexo I. IPO terms” incluido en el Excel):**
 - IPO: que cambió en la estructura del deal entre los prospectos registrados en la SEC el 15/5 (“red herring”) y el 18/5/2012 (prospecto final)?
 - Evalúe los gastos del deal. Evalúe las comisiones de los bancos/underwriters.
5. **Como potencial inversor en el IPO de Facebook: ¿porque invertiría? ¿Qué elementos del deal le preocupan?**

Facebook IPO – Principales términos

	IPO (2012)				Follow-on (2013)	
	Red Herring 15/5/2012		Final 18/5/2012		Follow-on 20/12/2013	
Shares Offered and Price Range						
New Shares Class A Issued	180,000,000	53 %	180,000,000	43 %	27,004,761	39 %
Shares Class A Sold by Existing Shareholders	<u>157,415,352</u>	<u>47 %</u>	<u>241,233,615</u>	<u>57 %</u>	<u>42,995,239</u>	<u>61 %</u>
Total Class A Shares Offered	337,415,352	100 %	421,233,615	100 %	70,000,000	100 %
Common Shares Outstanding after Offering						
Class A Shares (1 vote)	598,396,119	28 %	633,492,418	30 %	1,937,626,545	
Class B Shares (10 votes)	<u>1,539,688,918</u>	<u>72 %</u>	<u>1,504,592,619</u>	<u>70 %</u>	<u>602,586,433</u>	
Total Shares Outstanding	2,138,085,037	100 %	2,138,085,037	100 %	2,540,212,978	
Common Shares Outstanding Before Offering						
Class A Shares (1 vote)	418,396,119	21 %	453,492,418	23 %	1,910,621,784	75 %
Class B Shares (10 votes)	<u>1,539,688,918</u>	<u>79 %</u>	<u>1,504,592,619</u>	<u>77 %</u>	<u>602,586,433</u>	<u>24 %</u>
Total Shares Outstanding	1,958,085,037	100 %	1,958,085,037	100 %	2,513,208,217	99 %
Over-allotment Option (Up to 15%)						
Primary Shares - Issued by Company	6,029,988	12 %	3,094,842	5 %	NA	
Secondary Shares - sold by Selling Shareholders	<u>44,582,314</u>	<u>88 %</u>	<u>60,090,200</u>	<u>95 %</u>		
Total Shares Outstanding	50,612,302	100 %	63,185,042	100 %		
Offering Price	\$34.00 - \$38.00		\$38.00		\$55.05	
Gross and Net Proceeds						
Gross Proceeds	\$12,146,952,672	100 %	\$16,006,877,370	100 %	\$3,853,500,000	100 %
Underwriting Fee	(\$133,616,479)	(1.1)%	(\$176,075,651)	(1.1)%	(\$19,264,000)	(0.5)%
IPO Expenses	<u>(\$7,000,000)</u>	<u>(0.1)%</u>	<u>(\$7,000,000)</u>	<u>(0.0)%</u>	<u>(\$1,000,000)</u>	<u>(0.0)%</u>
Total Fees & Expenses	<u>(\$140,616,479)</u>	<u>(1.2)%</u>	<u>(\$183,075,651)</u>	<u>(1.1)%</u>	<u>(\$20,264,000)</u>	<u>(0.5)%</u>
Net Proceeds	\$12,006,336,193	98.8 %	\$15,823,801,719	98.9 %	\$3,833,236,000	99.5 %
Net Proceeds to Company	\$6,401,720,000		\$6,757,760,000		\$1,478,180,383	
Net Proceeds to Selling Shareholders	\$5,604,616,193		\$9,066,041,719		\$2,355,055,617	
Assuming an initial public offering price of \$36.00 per share in 15/5 filing; \$38.00 per share closing price in 19/7 filing. After deducting estimated underwriting discounts and commissions and estimated offering expenses						
Market Capitalization post-Offering	\$76,971,061,332		\$81,247,231,406		\$139,838,724,439	
Lock-Up (Days)	91 - 366 days (74% >181 days)		91 - 366 days (65% >181 days)		None	

IPO key terms – Análisis del Prospecto

Red Herring (15/5/2012) vs. Prospecto Final (18/5/2012)

- El “Red Herring” es una versión preliminar del Prospecto, que ya paso un par de rondas de revisión de la SEC, y que no contiene los términos definitivos de la oferta (precio, cantidad de acciones)
- El Prospecto en su versión final si incluye el precio ofertado y la cantidad de acciones ofertadas
- Facebook realizo importantes cambios en los términos del IPO, desde el Red Herring (15/5) al Prospecto Final (18/5):
 - Fijo el IPO Price en el techo del rango de \$34 - \$38 por acción (el rango había sido incrementado del rango previo informado el 3/5, de \$28 - \$35 por acción)
 - Incrementó la cantidad de acciones “secundarias” ofertadas (“cash out” de insiders) de 157m a 241m de acciones (83.8m acciones * \$38/acción = \$3.2B), manteniendo la cantidad de acciones “primarias” ofertadas (180m)
 - Termina flotando 421m de acciones (vs. las 337m del Red Herring), que es el 20% del total de acciones en circulación post-IPO
 - Incrementó la cantidad de acciones “secundarias” en la opción de greenshoe, reduciendo las acciones “primarias” (mayor “cash out” si los bookrunners ejercían la greenshoe)
 - Acelero (redujo) el plazo de lock-up de ciertos “selling stockholders”, posibilitando una anticipación de “cash out” para dichos accionistas

Facebook IPO – Principales términos

Underwriters & Underwriting Fees

	IPO (2012)			Follow-on (2013)	
	Red Herring 15/5/2012	Final 18/5/2012		Follow-on 20/12/2013	
<u>Underwriting Fees</u>					
Underwriting Fee per Share	\$0.40	\$0.42		\$0.28	
Underwriting Fee %	1.1 %	1.1 %		0.5 %	
<u>Without Over-allotment</u>					
Paid by Company (Primary Shares)	\$71,280,000	\$75,240,000		\$7,431,710	
Paid by Selling Shareholders (Secondary Shares)	<u>\$62,336,479</u>	<u>\$100,835,651</u>		<u>\$11,832,290</u>	
Total Fees	\$133,616,479	\$176,075,651		\$19,264,000	
<u>With Over-allotment</u>					
Paid by Company (Primary Shares)	\$73,667,875	\$76,533,644		\$7,431,710	
Paid by Selling Shareholders (Secondary Shares)	<u>\$79,991,076</u>	<u>\$125,953,355</u>		<u>\$11,832,290</u>	
Total Fees	\$153,658,951	\$202,486,999		\$19,264,000	
<u>Underwriters</u>					
Morgan Stanley & Co. LLC	NA	162,174,942	39 %	8,814,067	13 %
J.P. Morgan Securities LLC	NA	84,878,573	20 %	9,951,366	14 %
Goldman, Sachs & Co.	NA	63,185,042	15 %	0	0 %
Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith	NA	27,380,185	7 %	9,951,366	14 %
Barclays Capital Inc.	NA	27,380,185	7 %	8,814,067	13 %
Citigroup Global Markets Inc.	NA	9,477,755	2 %	4,833,520	7 %
Credit Suisse Securities (USA) LLC	NA	9,477,755	2 %	3,980,546	6 %
Deutsche Bank Securities Inc.	NA	9,477,755	2 %	0	0 %
Allen & Company LLC	NA	8,424,672	2 %	909,091	1 %
RBC Capital Markets, LLC	NA	4,212,336	1 %	4,833,520	7 %
Wells Fargo Securities, LLC	NA	4,212,336	1 %	0	0 %
BNP Paribas Securities Corp.	NA	0	0 %	5,402,170	8 %
HSBC Securities (USA) Inc.	NA	0	0 %	3,980,546	6 %
RBS Securities Inc.	NA	0	0 %	2,843,247	4 %
Other underwriters	NA	10,952,079	3 %	5,686,494	8 %
Total	NA	421,233,615	100 %	70,000,000	100 %

IPO Fees & Expenses – Análisis del Prospecto

Underwriting Fees y Gastos de IPO

- Los underwriters cobraron un spread de \$0.42 por acción, lo cual representó un 1.1% del IPO Price ($\$0.42 / \$38 = 1.1\%$)
- El spread de los underwriters en este caso es menor dada la publicidad del deal, tratándose de la red social líder, y del tamaño del deal (\$16B!)
 - En contraste, en el IPO de Globant (oferta de \$58.5M) los UWs cobraron un UW fee de 7%
 - En contraste, el follow-on de Facebook que se ejecutó en Diciembre 2013, pagó un UW fee de 0.5%
- Los underwriters ganaron \$176m en IPO fees
 - Si hubieran ejercido la opción greenshoe (cosa que no ocurrió, ya que el precio de Facebook bajó en el after market), hubieran ganado \$26,4m adicionales
 - Fees adicionales si hubieran ejercido la greenshoe = \$0.42 spread por las 63 millones de acciones adicionales del greenshoe = \$26,4m
- Los 2 principales bookrunners en el IPO, vieron reducida su participación % en el Follow-on, donde los underwriters cobraron \$19m en fees

Valuación DCF – Damodaran (Ex. 11 revisado)

VALUATION OF FACEBOOK, BASED ON PROF. ASWATH DAMODARAN

DCF	2011 <i>Base year</i>	2012E <i>1</i>	2013E <i>2</i>	2014E <i>3</i>	2015E <i>4</i>	2016E <i>5</i>	2017E <i>6</i>	2018E <i>7</i>	2019E <i>8</i>	2020E <i>9</i>	2021E <i>10</i>	Terminal <i>year</i>
<i>Assumptions:</i>												
Revenue growth rate		40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	32.4%	24.8%	17.2%	9.6%	2.0%	2.0%
EBIT (Operating) margin	45.7%	44.6%	43.5%	42.5%	41.4%	40.3%	39.3%	38.2%	37.1%	36.1%	35.0%	35.0%
Tax rate	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	39.0%	38.0%	37.0%	36.0%	35.0%	35.0%
Increase in CAPEX + WC as % of sales		67%	67%	67%	67%	67%	67%	67%	67%	67%	67%	100%
Cost of capital		11.1%	11.1%	11.1%	11.1%	11.1%	10.4%	9.8%	9.2%	8.6%	8.0%	8.0%
<i>Free cash flow to firm (\$ millions):</i>												
Revenues	3,711	5,195	7,274	10,183	14,256	19,959	26,425	32,979	38,651	42,362	43,209	44,073
EBIT	1,695	2,318	3,167	4,325	5,903	8,051	10,377	12,599	14,353	15,279	15,123	15,426
EBIT(1-tax)	1,017	1,391	1,900	2,595	3,542	4,830	6,330	7,811	9,042	9,778	9,830	10,027
Increase in CAPEX + WC		995	1,392	1,949	2,729	3,821	4,333	4,391	3,800	2,486	568	864
FCFF		396	508	646	813	1,010	1,997	3,420	5,242	7,292	9,262	9,162
Terminal value												152,707
FCFF growth rate			28%	27%	26%	24%	98%	71%	53%	39%	27%	-1%
<i>Present value:</i>												
Cumulative discount factor		0.9004	0.8107	0.7300	0.6573	0.5918	0.5358	0.4878	0.4466	0.4112	0.3808	0.3808
PV of FCFF and TV		357	412	471	534	598	1,070	1,669	2,341	2,999	3,527	58,146
Value of firm	72,122.8											
- Debt	1,587.0											
+ Excess Cash	2,000.0											
Value of equity	72,535.8											
- Cost of equity options (after tax)	3,088.5											
Value of common equity	69,447.4											
Pre-IPO number of shares (millions)	1,958.1											
Estimated value /share	\$ 35.47											
Price talk	\$ 38.00											

WACC	<i>Equity</i>	<i>Debt</i>	<i>Preferred</i>	<i>Capital</i>
Market values	\$74,408	\$ 1,587	\$ -	\$75,995
Weights in WACC	97.9%	2.1%	0.0%	100.0%
Cost of Component	11.2%	2.4%	7.1%	11.1%

- Damodaran asume WACC 11.1% en años 1-5 y decreciente a partir de año 6 hasta aplicar WACC 8% en el Valor Terminal, con $g = 2\%$
- Estos assumptions resultan en un DCF de \$35 x acción, menor a los \$38 que pretende Facebook en la discusión de pricing con los underwriters

Valuación DCF – Flujo de Caja Revisado

	Historic		Projected - BASE CASE									
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Revenues	\$1,974	\$3,711	\$5,195	\$7,274	\$10,183	\$14,256	\$19,959	\$26,425	\$32,979	\$38,651	\$42,362	\$43,209
Annual Growth %	154%	88%	40%	40%	40%	40%	40%	32%	25%	17%	10%	2%
EBITDA	\$1,171	\$2,079	\$2,923	\$4,133	\$5,751	\$7,885	\$10,726	\$13,877	\$16,822	\$19,184	\$20,972	\$21,575
EBITDA Margin %	59%	56%	56%	57%	56%	55%	54%	53%	51%	50%	50%	50%
Operating Income (EBIT)	\$1,032	\$1,756	\$2,394	\$3,263	\$4,442	\$6,043	\$8,215	\$10,551	\$12,761	\$14,480	\$15,348	\$15,123
EBIT Margin %	52%	47%	46%	45%	44%	42%	41%	40%	39%	37%	36%	35%
Less: Income Tax on EBIT	\$(412)	\$(720)	\$(958)	\$(1,305)	\$(1,777)	\$(2,417)	\$(3,286)	\$(4,115)	\$(4,849)	\$(5,358)	\$(5,525)	\$(5,293)
After-tax Operating Income	\$620	\$1,036	\$1,437	\$1,958	\$2,665	\$3,626	\$4,929	\$6,436	\$7,912	\$9,122	\$9,823	\$9,830
Plus: Depreciation & Amortization	\$139	\$323	\$528	\$870	\$1,308	\$1,842	\$2,511	\$3,326	\$4,060	\$4,703	\$5,623	\$6,452
Less: Capital Expenditures	\$(315)	\$(630)	\$(1,844)	\$(2,109)	\$(2,851)	\$(3,136)	\$(4,391)	\$(4,757)	\$(5,936)	\$(6,957)	\$(7,625)	\$(7,345)
Less: (Inc) / Dec in Working Capital	\$(70)	\$149	\$(112)	\$(70)	\$(134)	\$(182)	\$(254)	\$(291)	\$(195)	\$(123)	\$(101)	\$(362)
Free Cash Flows (FCFF)	\$374	\$878	\$9	\$649	\$989	\$2,149	\$2,796	\$4,715	\$5,842	\$6,746	\$7,721	\$8,575
Annual Growth %		134%	-99%	7355%	52%	117%	30%	69%	24%	15%	14%	11%
Terminal Value @ 4.5x EBITDA Multiple												\$96,657
Total Free Cash Flows			\$9	\$649	\$989	\$2,149	\$2,796	\$4,715	\$5,842	\$6,746	\$7,721	\$105,232
Discount Years			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Discount Factor			0.9001	0.8102	0.7292	0.6564	0.5908	0.5318	0.4786	0.4308	0.3878	0.3490
DCF of Free Cash Flows @ 11.1% WACC	\$18,513		\$8	\$526	\$721	\$1,411	\$1,652	\$2,507	\$2,796	\$2,906	\$2,994	\$2,993
DCF Terminal Value @ 4.5x EBITDA Multiple	\$33,736											\$33,736
DCF Total - Enterprise Value	\$52,249											

Asumiendo las proyecciones de ventas y EBIT after-tax de Damodaran, pero revisando capex, D&A y working capital, se llega a un FCFF menor

Valuación DCF – Flujo de Caja Revisado





DCF Calculation @ 12/31/2011 and @ 11.1% WACC

DCF of Free Cash Flows	\$18,513	35%
DCF of Terminal Value @ 4.5x EBITDA Multiple	\$33,736	65%
Enterprise Value	\$52,249	100%
Less: 12/31/2011 (Net Debt)/Cash	\$835	
Equity Value	\$53,084	
Shares Outstanding Pre-IPO (MM)	1,958.1	
Price per Share	\$27.11	
<u>Deal Multiples</u>	<u>2013E</u>	<u>2014E</u>
EV/Sales Multiple	7.2x	5.1x
P/E Multiple	27.0x	20.1x

Valuation Assumptions

WACC	11.1%
Terminal EBITDA Multiple	4.5x
Terminal P/E Multiple	5.6x
LT Free Cash Flow Growth Rate "g" (Implied)	2.0%
Total Debt as of 12/31/11	\$677
Total Cash as of 12/31/11	\$(1,512)
Net Debt/(Cash) as of 03/31/12	\$(835)

Equity Value - Sensitivity Analysis

			WACC		
			10.5%	11.1%	11.5%
 Price per Share	Terminal	4.0x	\$26.49	\$25.26	\$24.48
	EBITDA	4.5x	\$28.44	\$27.11	\$26.26
	Multiple	7.3x	\$39.93	\$38.00	\$36.77
			10.5%	11.1%	11.5%
 Equity Value	Terminal	4.0x	\$51,875	\$49,469	\$47,938
	EBITDA	4.5x	\$55,690	\$53,084	\$51,425
	Multiple	7.3x	\$78,195	\$74,402	\$71,991
			10.5%	11.1%	11.5%
 Implied 2013E P/E Multiple	Terminal	4.0x	26.4x	25.2x	24.4x
	EBITDA	4.5x	28.3x	27.0x	26.2x
	Multiple	7.3x	39.8x	37.9x	36.6x
			10.5%	11.1%	11.5%
 Terminal FCF Growth	Terminal	4.0x	0.5%	1.1%	1.4%
	EBITDA	4.5x	1.5%	2.0%	2.4%
	Multiple	7.3x	4.8%	5.4%	5.8%

- Asumiendo WACC = 11.1% (para FCFF y Valor Terminal) y g = 2%, con flujo de caja revisado (capex, D&A y working capital), DCF no supera los \$30 x acción
- Para justificar un precio x acción de \$38, la tasa "g" debe superar 5%

Análisis de Compañías Comparables

Firm	Ticker	Share Price	EV/Sales		Price/Earnings	
			2013E	2014E	2013E	2014E
Amazon	AMZN	\$ 224.39	1.3x	0.9x	177.7x	109.5x
Apple	AAPL	\$ 553.17	2.5x	1.8x	12.8x	11.1x
Cisco Systems	CSCO	\$ 16.54	1.6x	1.4x	9.0x	8.5x
Google	GOOG	\$ 611.11	4.7x	3.6x	14.5x	12.4x
Groupon	GRPN	\$ 12.17	4.2x	2.9x	69.2x	17.9x
LinkedIn	LNKD	\$ 110.56	10.7x	7.3x	173.4x	96.6x
Microsoft	MSFT	\$ 30.21	2.8x	2.5x	11.2x	10.0x
Yahoo!	YHOO	\$ 15.40	2.8x	2.6x	17.1x	15.0x
Zynga	ZNGA	\$ 8.56	5.9x	4.9x	33.4x	25.1x
		Mean	4.1x	3.1x	57.6x	34.0x
		Median	2.8x	2.6x	17.1x	15.0x
Facebook	FB	\$ 34.00	10.1x	7.2x	51.5x	39.1x
		\$ 38.00	11.2x	8.0x	57.6x	43.7x

- Las firmas comparables tradean a múltiplos altos en contraste con múltiplos de negocios/industrias con menor crecimiento que el sector tecnológico
- El rango de pricing de Facebook resulta en múltiplos aun mas altos que los múltiplos de las firmas comparables

Resumen de Valuación

IPO Price a \$38 por Acción - Análisis

Argumentos a favor

- Red social líder en el mundo, con base de usuarios creciente y sostenible (tendencia al uso masivo de redes sociales)
- Plataforma que demuestra capacidad de monetizar la base de usuarios, presentando creciente “ARPU” (avg. revenue/user)
- Diversificando su base de revenue, publicidad representó 90% en 2009 y 85% en 2011, aumentan ingresos de tipo transaccional
- Negocio rentable y con escala: \$4B revenue / \$1B Net Income

Argumentos En contra

- Grado de innovación sostenible para ser el “próximo Apple”?
- Barreras de entrada bajas y grado de fidelidad de los usuarios ... el “próximo MySpace”? (red social que precedió a Facebook)
- Negocio de publicidad es cíclico, grado de resistencia a “downturns” recesivos
- Valor intrínseco medido por DCF no logra justificar \$38 /acción, los múltiplos de valuación también superan a varios comparables

Facebook – Que Pasó?

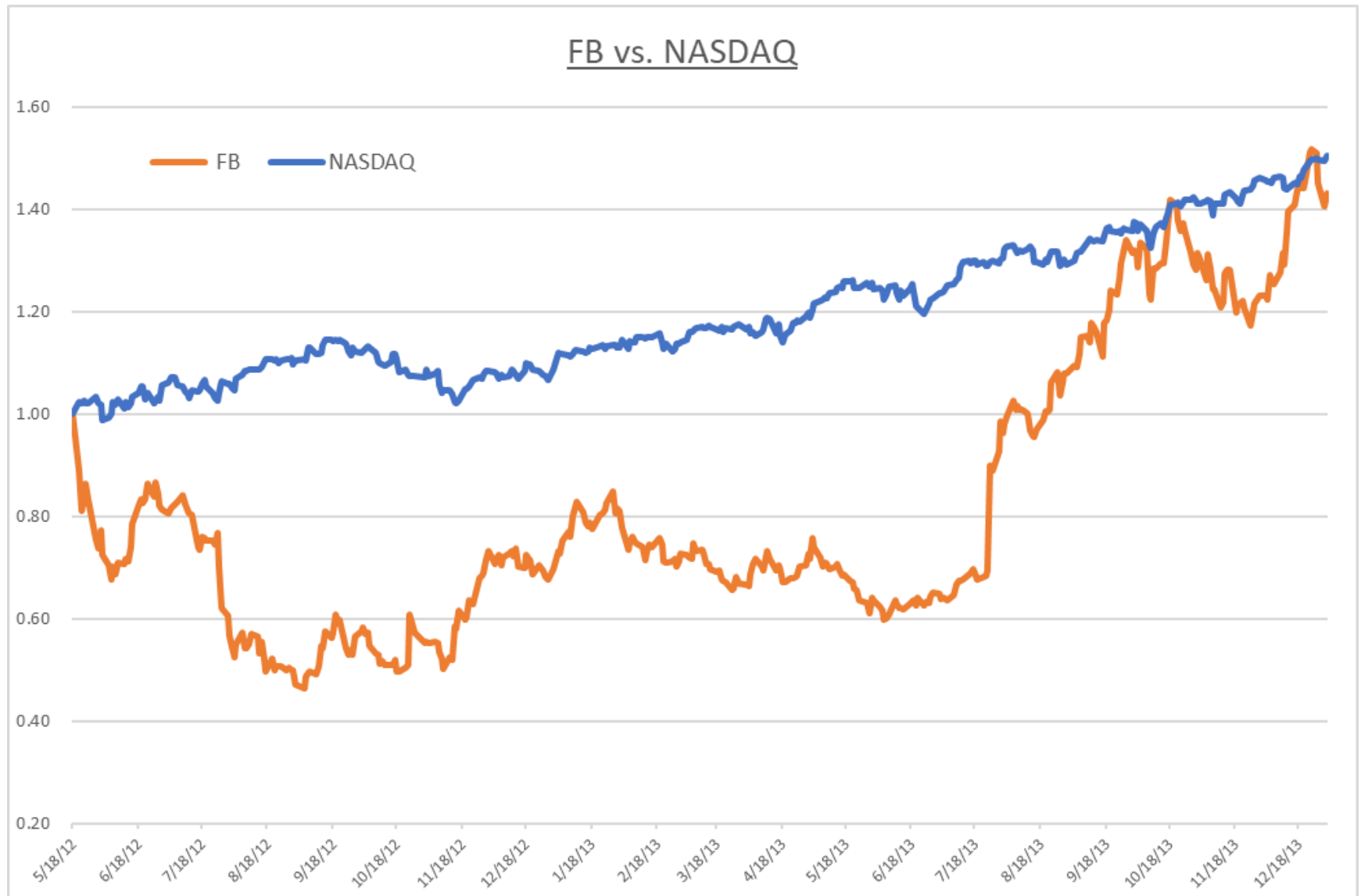
- FB se listó en NASDAQ a \$38 por acción el viernes 18/5, el techo del rango publicado en el Prospecto Final = \$16B IPO ... equity market cap \$81B ... flotan el 20% del total de acciones circulantes
- 74% demanda inversores institucionales, 26% demanda retail
- Gross proceeds 16B ... Net procedes \$15.8 (neto de UW fee de 1.1%)
 - \$6,76B para FB (primary offering)
 - \$9,07B para “selling stockholders” (secondary offering)
- Los underwriters ganaron \$176m en IPO fees, no ejercitaron greenshoe
 - Los UWs realizaron compras significativas de acciones de FB en el aftermarket, para sostener el precio de \$38, y compraron a \$38 según informaron los UWs
 - Pero el precio de \$38 no se pudo sostener y cayó en el mercado secundario
- El viernes 18/5 luego de media hora de delay del sistema NASDAQ, llegó a tradear a \$45 y luego de tocar ese pico baja, cerrando cerca de \$38
- El lunes 21/5 FB empezó tradeando a \$36, debajo del IPO Price de \$38, y no logró recuperarse, tocando un mínimo de \$17,73 el 4 de Septiembre de 2012
- Juicios de accionistas a FB (y a NASDAQ por retrasos en el trading por falla de sistema) por acceso privilegiado de ciertos inversores institucionales a proyecciones revisadas por Analistas de Research ... settlement con accionistas: NASDAQ paga \$66m (\$42m 2013 + \$26m 2015), FB paga \$35m (2018)
- A partir de Agosto 2013 el precio de FB logra recuperarse y superar \$38

Facebook – Precio 18/5/2012 al 30/12/2013



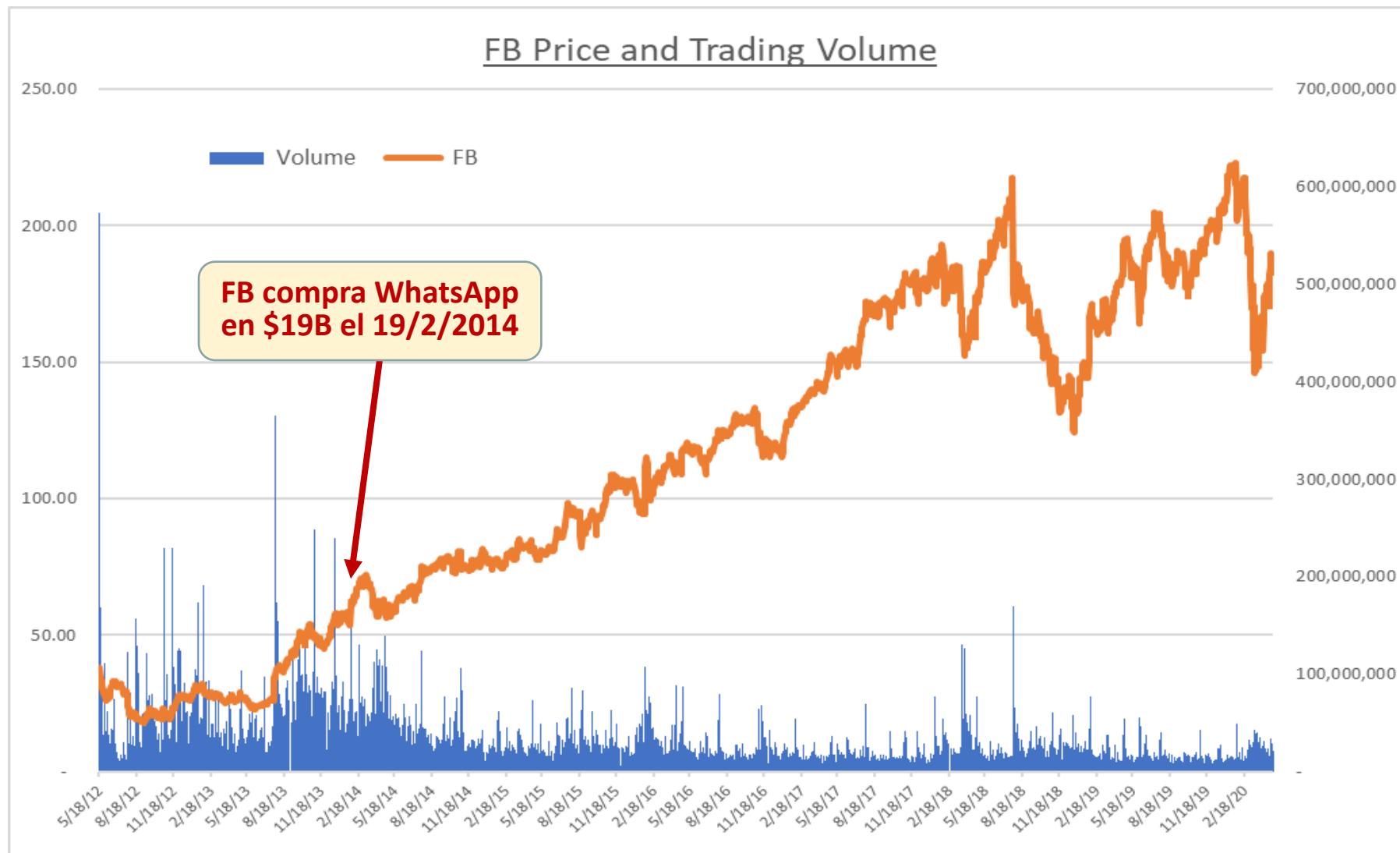
- El precio de FB tradeo por debajo del IPO Price de \$38 hasta el 19/8/2013
- En los 3 días posteriores al IPO pricing (18/5/2012) el volumen diario de trading supero ampliamente las 100m de acciones diarias ... se puede suponer que los UWs mayormente estuvieron detrás de esas compras para sostener el precio, al no haber ejercido la greenshoe

Facebook – Precio 18/5/2012 al 30/12/2013



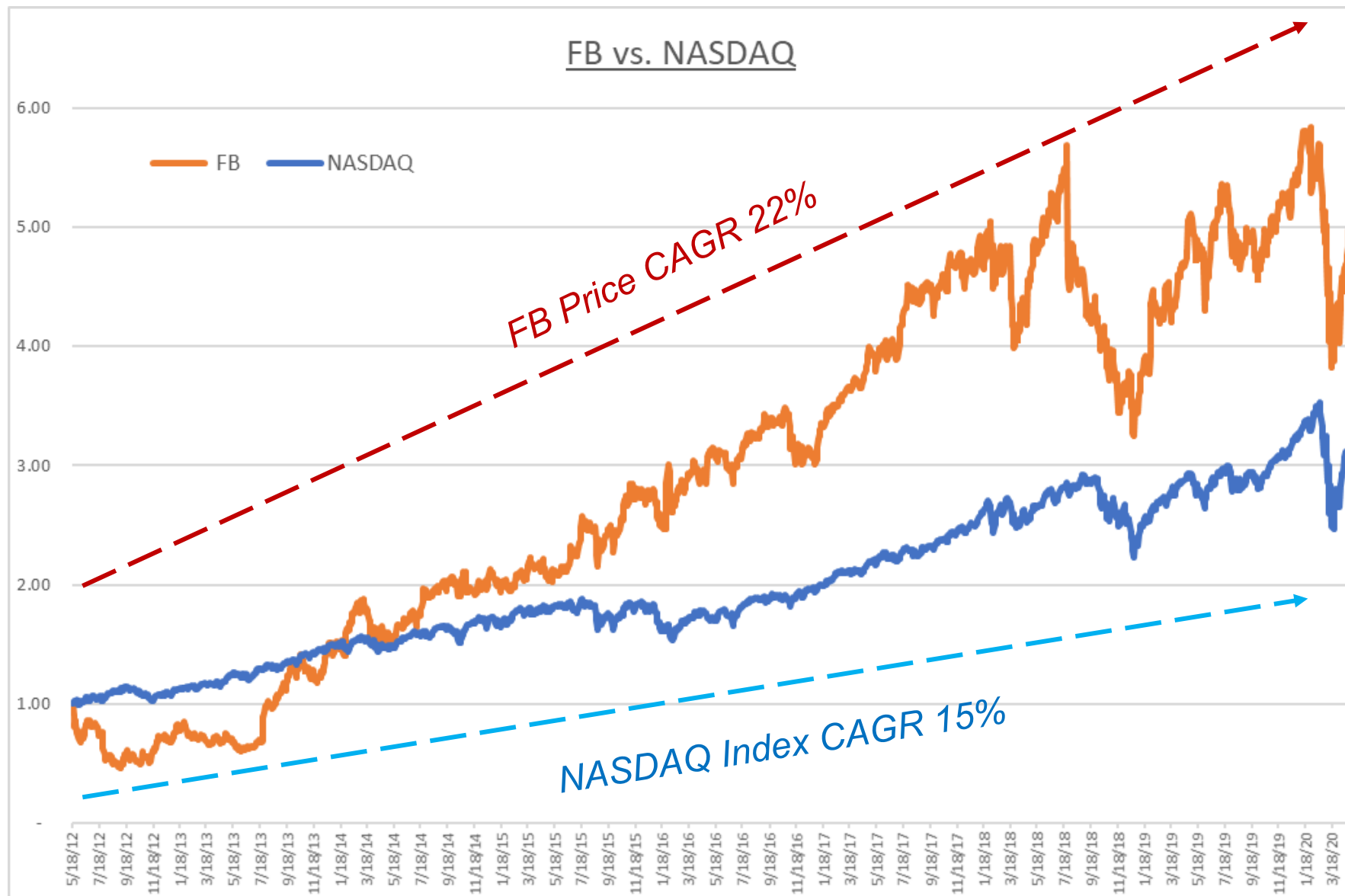
FB desempeñó peor que el Índice NASDAQ hasta fines de 2013

Facebook – Precio 18/5/2012 al 28/4/2020



- FB tradeo en rango \$150-\$200 pre-COVID, volumen promedio diario ~20m acciones, equity market cap mayor a \$600B, Price/Earnings Multiple ~30x
- Actualmente tradeando > \$ 350 por acción !

Facebook – Precio 18/5/2012 al 28/4/2020



FB performeó mejor que el Índice NASDAQ a partir de principios de 2014

Facebook – Performance post-IPO

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<u>P&L</u>								
Revenues	\$5,089	\$7,872	\$12,466	\$17,928	\$27,638	\$40,653	\$55,838	\$70,697
Annual Growth %	37%	55%	58%	44%	54%	47%	37%	27%
EBIT	\$538	\$2,804	\$4,994	\$6,225	\$12,427	\$20,203	\$24,913	\$23,986
EBIT Margin%	11%	36%	40%	35%	45%	50%	45%	34%
Net Income	\$53	\$1,500	\$2,940	\$3,688	\$10,217	\$15,934	\$22,112	\$18,485
Net Income Margin %	1%	19%	24%	21%	37%	39%	40%	26%
<u>Balance Sheet</u>								
Assets	\$14,982	\$17,858	\$39,966	\$49,407	\$64,961	\$84,524	\$97,334	\$133,376
Liabilities	\$3,227	\$2,388	\$3,870	\$5,189	\$5,767	\$10,177	\$13,207	\$32,322
Equity	\$11,755	\$15,470	\$36,096	\$44,218	\$59,194	\$74,347	\$84,127	\$101,054
<u>Return on Capital</u>								
ROA (EBIT/Assets)	4%	16%	12%	13%	19%	24%	26%	18%
ROE (Net Income/Equity)	0%	10%	8%	8%	17%	21%	26%	18%

FB entregó rentabilidad creciente, todos los años, post IPO en 2012

IPOs ... Key Success Factors

- **Performance sostenida post-IPO ... creación de valor a largo plazo**
 - Apreciación del precio de la acción (mayor a comparables/mercado) = creación de valor para los accionistas
 - Delivery resultados operativos + “accretive” M&A antes que deals financieros (ej. share buybacks, spin-offs)
- **“Fair return para todos”: para el accionista existente pre-IPO ... y el inversor que entra en el IPO**
 - Clave: fair price ... NOT overprice
 - “IPO discount”: busca asegurar en parte que el “IPO investor” gane dinero en su inversión
- **Tamaño del emisor: se requiere una escala “mínima” y que esta crezca post-IPO**
 - Mínimo \$500M market cap inicial, auto-suficiente financieramente (“no necesitas el IPO para vivir”)
 - Cuanto mas grande, mayor volumen de trading diario = mas liquidez para el mercado
 - Ideal: alcanzar tamaño para que la acción sea incluida en algún Index (ej. SP500) → atrae mas inversores
- **Estructura del deal: mercado favorece IPOs que fondean y fortalecen a la empresa**
 - Primary vs. secondary offering ... Inversores favorecen infusión capital antes que cash out (mas en IPO chicas)
 - Follow-on offering para cash out de accionistas existentes ... IPO “fully primary” fortalece al negocio
 - Stock Split para ajustar el precio de la acción a los usos & costumbres del mercado
 - Shareholder agreements: recomendable revisarlos – que no restrinja el IPO o derechos de nuevos inversores
- **Lead/“anchor” investors dispuestos a comprometer fondos en IPO ... empujan inversor “follower”**
- **Management incentives bien diseñados: alineación management – creación valor para accionistas**
 - Management con % considerable del equity, competitivo con el mercado laboral
 - Precio ejercicio de stock options: no demasiado bajo respecto al precio de IPO
- **Solido consorcio de advisors financieros ... skills de ejecución además de “marca”/reputación**
 - Skills: industry expertise, llegada a inversores, equity research, apoyo para estabilizar precio