



UNIVERSIDAD
TORCUATO DI TELLA

MFIN TRADICIONAL ***FINANZAS CORPORATIVAS***

Andrés Vacarezza

Clase 3. Private Equity

4 Julio 2022 – Comisión 1

28 Junio 2022 – Comisión 2

29 Junio 2022 – Comisión 3

AGENDA

1. Arranque/Consultas [19.00 – 19.15]

2. Parte Conceptual/Herramientas [19.15 – 20.30]

- Private Equity
- Leveraged Buyouts (“LBO”)

BREAK 20.30 - 20.45

3. Caso “Private Equity”: Panera Bread LBO [20.45 – 22.15]

Finanzas Corporativas

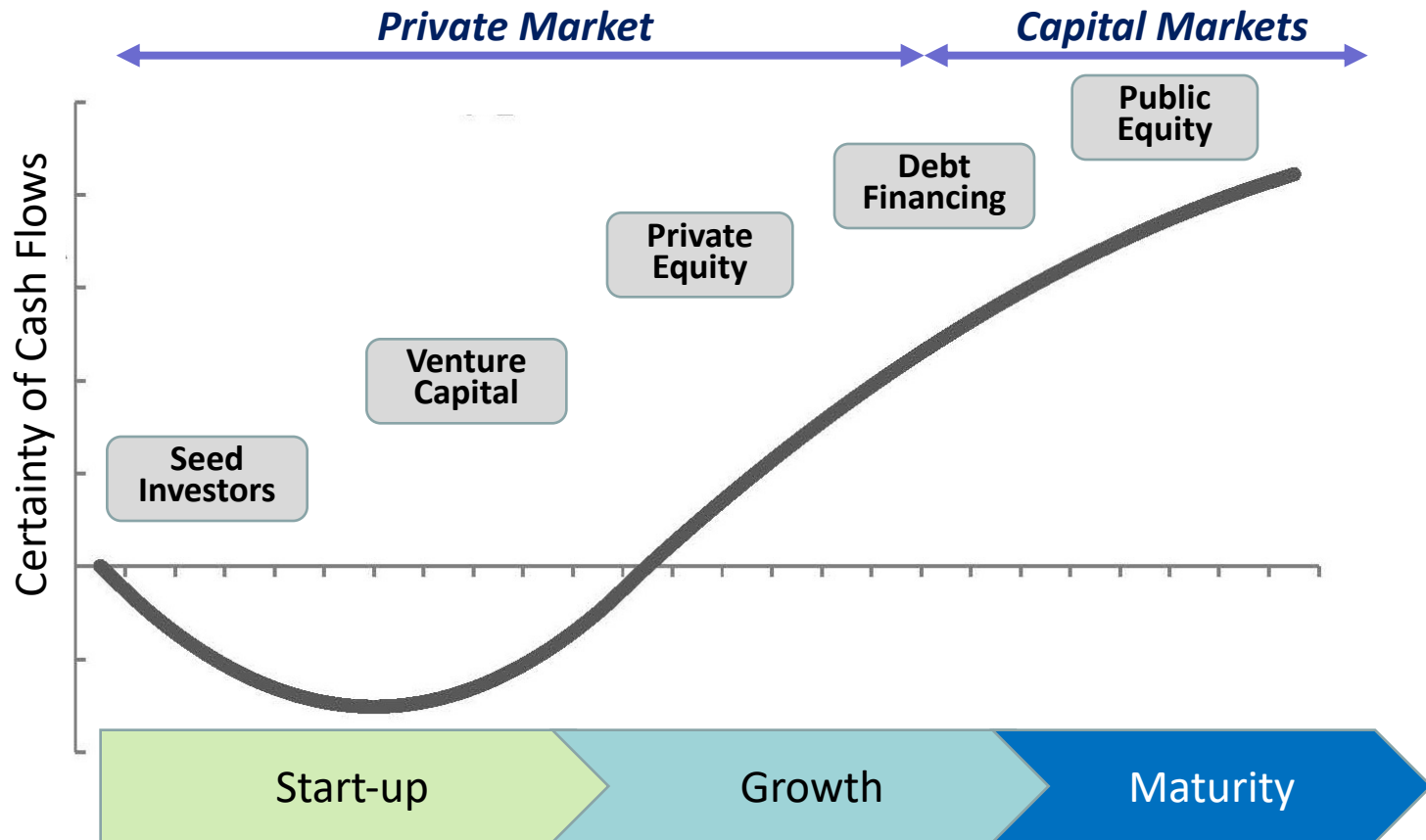
CLASE/TEMA		CONCEPTOS APLICADOS	INDUSTRIA (MERCADO)	CASO
1	Mergers & Aquisitions (M&A)	Estrategia de M&A de Warren Buffet y Berkshire Hatahway; valuación deal M&A	Conglomerado (USA)	Warren Buffett 2015
2	Venture Capital	Evaluación de inversión de un fondo de VC en una start-up	Specialty Drinks (USA)	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

Private Equity & Leveraged Buyouts

Conceptos y Herramientas

Fondos Private Equity en la curva de las Empresas

Curva de crecimiento y fondeo



- Hay 2 espacios de liquidez: mercado privado y mercado de capitales
- Private equity típicamente financia etapa de “growth”
- Etapa “Start-up” típicamente financiada por venture capital

Venture Capital vs. Private Equity – Diferencias

- El funcionamiento de los fondos de Venture Capital (“VC”) y de Private Equity (“PE”) son en general similares
 - Invierten en empresas para realizar un “exit” en 3-5 años, con alto retorno sobre la inversión, medido en general por TIR/”IRR”
 - El exit puede realizarse en el mercado público de capitales (IPO) o el mercado privado de M&A (venta a empresa/comprador estratégico o a otro fondo inversor)
 - Gestionan un fondo que invierte en compañías que terminan integrando un portfolio
 - El fondo es gestionado por un manager (“General Partner” o “GP”) y financiado por inversores (“Limited Partners” o “LPs”) que aportan el capital (GP puede co-invertir)
 - El GP cobra un management fee (ej. 1-2% de los activos gestionados) y las ganancias realizadas se reparten entre los LPs (ej. 80%, previo recupero de capital aportado y un “hurdle rate” garantizado –ej. 10% anual-) y el GP (ej. 20% “carried interest”)
- La principal diferencia entre VC y PE radica en que el concepto de VC está asociado a proyectos “start-up” y el de PE a negocios en marcha
 - Las tasas de retorno exigidas a la inversión son mayores en el caso de VC
- Al tratarse de negocios emergentes, la participación del VC se da por etapas, generalmente luego de un 1er round de financiamiento semilla (“*seed financing*”)
- Dicho financiamiento “secuencial” pone sobre la mesa el issue de la dilución en las participaciones accionarias

Fondos VC y PE ... Exit Strategies

Concepto

Comentarios

Exit Strategies Posibles

- Venta privada a empresa o fondo PE
- Merger/fusión con otra empresa
- Oferta pública de acciones ("IPO")
- Levered recapitalization

Se puede salir al 100% con pago cash

Se vende 100% pero el pago no es cash

Exit en etapas, pero genera capital gain

Se emite deuda para pagar dividendo o share repurchase al inversor que sale

Exit Best Practices

- Identificar targets con exits viables
- Preparar venta target 12 meses antes
- Foco management en performance
- Preparar mgmt para proceso venta

Identificar buyers antes de la compra

Priorizar value-creating projects, clean-up

Sostener performance, ejecutar mejoras

Anticipar problemas/preguntas de buyers

Venture Capital y Private Equity – Exit Rights

- **Drag along** derecho a exigir a otro accionista a que se incluyan sus acciones en la venta que acordé de mi tenencia accionaria
- **Tag along** derecho a exigir que mi tenencia accionaria se incluya en la venta acordada por el accionista controlante
- **First Refusal (“ROFR”)** derecho preferente a adquirir las acciones del socio vendedor en las condiciones ofrecidas por un tercero
- **First Offer (“ROFO”)** derecho preferente para adquirir acciones del socio vendedor al precio ofrecido por este último
- **Registration Rights** derecho a exigir que mis acciones sean registradas en CNV o SEC para una eventual venta en una IPO o Follow-on Offering
- **Put options** derecho a vender mis acciones a otro accionista o a la empresa
- **Russian Roulette** un socio ofrece (1) comprar las acciones del otro socio, o (2) vender sus acciones, al precio fijado x el ofertante. El receptor de la oferta puede aceptar la compra o la venta
- **Texas Shootout** ambos socios entregan en sobre cerrado, a la otra parte o a un 3ro, una oferta de compra de la participación de la otra parte a un precio determinado, ganando la contienda el que ofrece el precio mas alto

Fondos de Private Equity ... estructura típica

Actores participantes

- Family offices/
wealthy Individuals
- Pension funds
- Insurance firms
- University
Endowments
- Funds of Funds
- Other Institutional
Investors

Limited
Partners (“LP”)

General
Partner (“GP”)

- Usualmente
co-invierte un
% minoritario

Private Equity
Fund

- Tax efficiency
@ exit

OFF SHORE

Holding
Company

- Usualmente vehículo para
emitir “acquisition debt”

Target
Company

ON SHORE

Fondos de Private Equity ... términos típicos

Términos generales

- Partes: LP fondea (hay requerimientos de capital mínimo), GP invierte en adquisiciones, las administra y vende/gestiona exit
- Duración: En general 10 a 12 años
- Periodo de “commitment”: En general 5 a 6 años (período en el cual los LPs deben fondear y cumplir con los “capital calls”)
- Diversificación: fondo no puede invertir en más de 25% (ejemplo) del fondo en una sola inversión
- “Carried Interest”: en gral. 20% de la rentabilidad neta generada por las inversiones del fondo van al GP, una vez que el capital invertido fue devuelto al LP + retorno anual “hurdle rate” (ej. 10%)
- Management fees: en gral. fee 1-2% de capital gestionado al GP

Private Equity ... proceso punta a punta

- **Fundraising de Limited Partners**

- Típicamente institutional investors y family offices/wealthy individual investors
- Gestión de fundraising puede ser propia o a través de agentes/asesores financieros

- **Originación de inversiones**

- Relevamiento e identificación de target markets atractivos
- Identificación de oportunidades de inversión atractivas en dichos mercados target

- **Ejecución de la inversión**

- Due diligence y valuación del negocio
- Negociación term sheet, closing contrato compra-venta o suscripción de acciones
- Compra paquete mayoritario, participación minoritaria + derecho a adquirir control

- **Gestión de la inversión**

- Soporte/advisory al management en la operación
- Participación en el Directorio

- **Exit de la inversión**

- Venta mercado privado/M&A (a comprador estratégico u otro fondo) o mercado público (IPO)
- Derechos de accionista para optimizar el exit: tag along, drag along, puts, right first refusal/offer

Fondos de Private Equity: Un ejemplo simplificado

Fondo de \$100 millones

Key Assumptions	
Fund Size - LP Contributions (\$ MM)	100
Duration (Years)	4
LP Hurdle Rate	10%
GP Management Fee	2%
GP Carried Interest	20%
Exit - Portfolio Proceeds	500
Exit Multiple of Investment	5 x

Fund Return (TIR)					
	Year				
	0	1	2	3	4
TIR Fund					
Investment	(100)				
Cash Return					500
Total Cash Flows	(100)	-	-	-	500
TIR	50%				

Fund Liquidation & Cash Distributions to LPs and GP			
	LP	GP	Total
Fund Liquidation - Proceeds			500
<u>Fund Cash Distributions:</u>			
1) Management Fee (100m * 2% * 4 yrs)		8	8
2) Capital Repayment	100		100
3) Hurdle Rate (100m * 10% * 4 yrs)	40		40
Remaining Funds			352
4) Carried Interest (20%)		70	70
5) Investor Upside Return (80%)	282		282
Total Distributions	422	78	500

- Fondo recauda \$100m de LPs
- Se invierten los \$100m en empresas
- Exit de todas las inversiones en 4 años = proceeds de \$500m
- Fondo logra 5x capital / TIR 50%
- LP recupera inversión \$100m, logra “hurdle rate” garantizada (10%)
- GP se lleva \$8m de management fees (4 años x 2% x \$100m)
- GP cobra \$70m de “carry” (20%)
- LP se queda con el 80% restante

Fondos de Private Equity ... objetivos y valor aportado

Fondos PE buscan ...

- **Un buen negocio**
 - Alto potencial de crecimiento
 - Potencial de mejoras operativas/rentabilidad
 - Barreras de entrada
- **Un mercado atractivo**
 - Mercado en crecimiento
 - Mercado con potencial para consolidación/"roll-up"
- **Un buen management**
 - Capacidad de gestión / reputación
 - Alineación con nuevo shareholder
- **Potencial de exit**
 - Empresa con potencial para IPO
 - Empresa apetecible para el mercado de buyers/M&A

Fondos PE aportan ...

- **Capital**
 - Para financiar la Empresa
 - Para cash out de accionistas existentes
- **Facilita acceso a financiamiento**
 - Mercado financiero/bancario
 - Mercado de capitales
- **Asistencia en futuros procesos de "fund-raising"**
 - Contactos con nuevos inversores
 - Apoyo en la evaluación y negociación
- **Profesionaliza procesos de toma de decisiones, reporting & control**
 - Apoyo a gestión operativa
 - Expertise en upgrades de sistemas y procesos

Inversión de Fondos PE ... beneficios vs. requerimientos

Negocio apetecible para Fondo PE

- Necesita capital para crecer y escalar
 - Orgánicamente: lanzar productos, ganar market share productos existentes, ingresar a nuevas geografías, agregar canales de distribución, etc.
 - Inorgánicamente: via M&A/Roll-up
- Cuenta con ventajas competitivas
 - Producto/marca diferenciada
 - Ventaja de costos
 - Red/canales de distribución
 - Barreras de entrada
- Potencial de mejoras operativas/cash flow
- Management team solido/experimentado

Porque asociarse con un Fondo PE?

- Necesito capital para inversión orgánica
- Necesito capital para adquirir empresas
- Necesito capital para mejorar liquidez
- Me permite establecer una valuación
- “Seal of approval”, fortalece mi imagen
- Me presenta a nuevos inversores
- Me ayuda a ingresar a mercado capitales
- Me da apoyo en estrategias de negocio
- Me acerca nuevos clientes y socios
- Me ayuda a fortalecer procesos de mgmt

Típicos requerimientos de Fondos de PE

- Emisión de títulos diferenciados (acciones preferidas, convertibles)
- Representación en directorio (con voto ... mínimo: figura de “observador” con voz)
- Derecho veto (venta activos, contratos materiales, budget, ↑ capital/deuda, M&A, etc.)
- Derecho de acceso a información/reporting (balances, management reports)
- Restricciones a transferencias accionarias y derechos vinculados al exit (tag-along, drag-along, put, ROFR, etc.)
- Management incentives alineados a resultados/creación valor (stock options, stock grants)

Fondos PE ... Ejemplo de criterios de inversión

Private Equity Fund – Investment Criteria (Ejemplo)

- **Industries** agribusiness, industrial manufacturing, banking, fintech
- **Stage of business** late stage, revenues at least \$10 million, profitable
- **Market/geography** latín america, hispanic USA
- **Target** growing companies, no distress
- **Investment play** capital appreciation (no dividends)
- **Management** strong mgmt team with demonstrated ability to run/grow business
- **Primary/secondary** only “cash in”/primary shares (no “cash out”/secondary shares)
- **Stake** minority stake minimum 30% with path to control or control stake
- **Minimun size** \$20 million
- **Hurdle rate** minimum 30% TIR
- **Holding period** 5 – 7 years

Fondos de Private Equity ... niveles de control

Private Equity Fund – Modalidades de Control

- **PEF adquiere el paquete de control del target**
 - Stake > 50%
 - Se pueden usar clases de acciones para lograr control (ej. acciones clase B con 5 votos suscriptas por el PEF vs. acciones existentes clase A con 1 voto)
 - Se exige board seat/(s)
- **PEF compra una porción minoritaria del target**
 - Generalmente se exige una participación mínima
 - El % de participación se relaciona a una valuación post-money
 - Se exige board seat (o mínimo un board “observer” sin voto)
- **PEF compra porción minoritaria, con opción a adquirir control**
 - Generalmente se utilizan call options (derecho a adquirir acciones adicionales), a precio determinado o a precio a determinar (ej. valuación en base a “LTM” EBITDA multiple)

Fondos de Private Equity ... niveles de control

Private Equity Fund – Derechos de Veto

Las decisiones sujetas a veto del inversor capitalista comprenden:

- modificaciones estatutarias
- celebración de contratos por montos materiales
- venta de activos críticos
- aprobación del presupuesto anual
- designación de auditores externos
- incurrencia de nuevo endeudamiento
- fusiones y adquisiciones
- decisión de presentarse en convocatoria
- aumentos de capital
- etc.

Leveraged Buyouts (“LBO”) – Definición

Definición

- Consiste en la adquisición del paquete accionario de una compañía utilizando un alto grado de endeudamiento (ej. 70-80% del precio)
- Esta estructura apalancada reduce la inversión de equity requerida
- La inversión de equity es realizada por un PE o LBO fund (el sponsor)
- Se puede estructurar como un Management Buyout (“MBO”) cuando el sponsor es el management (en lugar de un PE o LBO fund)

Modalidades de Deuda Utilizada

Sujeto a condiciones de mercado, en general se utilizan las siguientes:

- Prestamos bancarios: revolver, senior secured term loans
- Mezzanine financings (“hibridos”): deuda convertible en equity
- Bonos: senior unsecured bonds y subordinated bonds

Adquisiciones realizables mediante estructura LBO

Un LBO puede consistir en la compra de:

- El paquete accionario de una empresa privada cuyos founders quieren salir/vender
- El paquete accionario de una subsidiaria “non core” de un conglomerado o multinacional
- El paquete accionario de una empresa propiedad de otro PE Fund
- El paquete accionario de una empresa que cotiza en bolsa (“take private transaction”)

LBO target investments

Típicos targets de LBOs:

- Compañías subvaluadas en relación a sus comparables
- Compañías underperforming con oportunidades de mejora de performance operativa y financiera
- Compañías subapalancadas con alta capacidad de endeudamiento
- Compañías con generación de caja predecible y estable (baja/moderada volatilidad, ciclicalidad y seasonality/estacionalidad)
- Compañías con requerimientos moderados de capex y R&D (y bajo/moderado apalancamiento operativo/costos fijos)
- Compañías con activos y/o negocios “monetizables”
- Compañías con ventajas competitivas sostenibles y altas barreras de entrada (altos costos de entrada, ventaja en costos, licencias, relaciones/contratos con clientes, acceso a materia prima, reconocimiento marca, etc.)
- Compañías con múltiples oportunidades de crecimiento (nuevos productos, nuevos clientes, aumentar penetración de clientes existentes, nuevos mercados/geografías, etc.)
- Management team capacitado para gestionar y expandir negocio, alineados con la estrategia del PE/LBO Fund

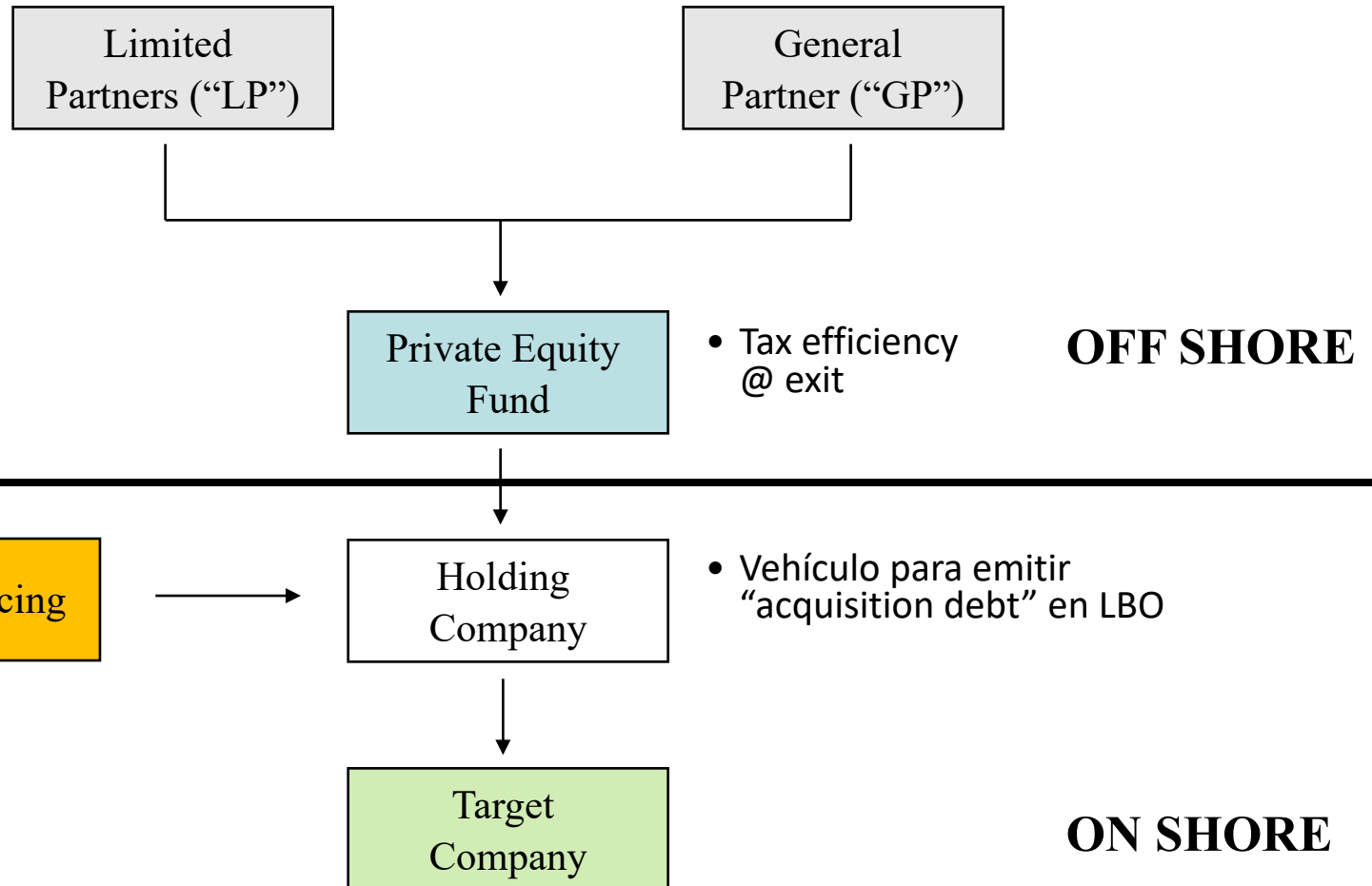
LBO funds – creación de valor

Los LBO Funds buscan realizar valor con múltiples estrategias:

- Reduciendo el purchase price de la target (su inversión)
- Maximizando el exit multiple (“multiple expansion”)
- Apalancando el deal incrementando el nivel de deuda
 - Negociación de términos mas convenientes en financiaciones de deuda (negociación de mejores tasas de interés, fees, maturities, etc.)
 - Tax shields por deducción impositiva de los intereses de la deuda
- Mejorando la performance operativa y cash flow
 - Apoyando la expansión de ingresos por ventas (expansión de volúmenes, marketing, optimización de pricing)
 - Generación de sinergias con otras Portfolio Companies y ahorros de costos (costos de ventas (“COGS”) y sales, general & administrative expenses “SG&A”)
 - Apoyando la implementación de estrategias de tax planning para optimizar las erogaciones por impuestos (nacionales, provinciales y municipales)
 - Apoyando mejoras en la gestión de capital de trabajo (ciclo de cobranzas, gestión de inventarios, ciclo de pagos a proveedores)
 - Apoyando la consecución de sinergias y ahorros en capital expenditures

Leveraged Buyouts ... estructura similar a PE

Actores participantes



Leveraged Buyouts ... estructura y mecanismo

Etapa I

- El General Partner syndica equity entre inversores
 - Una vez obtenido el funding, se da por constituido el Fondo
 - El Fondo se rige por un Reglamento
 - El Reglamento establece % max. inversión por industria y por compañía
-

Etapa II

- Se crea una Holding en el país para invertir en activos
 - El capital de la Holding se suscribe con fondos recibidos por el Fondo
 - Para poder apalancarse, la Holding toma financiamiento de terceros
 - Los acreedores, en garantía de ese financing, constituyen derecho de prenda sobre las acciones de la Holding (y eventualmente del Target)
-

Etapa III

- Una vez fondeada la Holding, se procede a la compra del Target
 - En una primer instancia, el repago del préstamo proviene de dividendos y management fees que el Target paga a la Holding
 - La Holding no puede exigir el pago al Target, dado que no es su acreedor, mientras que los acreedores del Target están habilitados para atacar los activos del Target (“subordinación estructural”)
-

Etapa IV

- La Holding se fusiona con el Target (Target se disuelve)
- Los pasivos financieros quedan a nivel de la Holding
- Se supera la subordinación estructural inicial
- El cash flow para repagar la deuda proviene de la operación del Target (absorbido por la Holding)

Leveraged Buyouts exitosos ... un ejemplo simplificado

LBO Capital Structure

Summary Balance	Year				
	0	1	2	3	4
Assets	333	333	333	333	333
Debt	233	203	163	118	68
Equity	100	130	170	215	265

→ LBO acquisition debt se repaga con cash flow

Financial Ratios

Debt / Assets	70%	61%	49%	36%	21%
Debt / Cash Flow	12 x	7 x	4 x	3 x	1 x

→ LBO leverage 70% de “Firm Value”, se reduce con el repago de deuda (~20% @ exit)

LBO Fund Cash Flow

Target Cash Flow	20	30	40	45	50
Entry Multiple	5 x	----->			10 x
Investment/Exit	100				500

→ Mejora la generación de cash flow

→ Se logra un incremento en el exit multiple

LBO Fund Return (TIR)

	Year				
	0	1	2	3	4
TIR Fund					
Investment	(100)				
Cash Return					500
Total Cash Flows	(100)	-	-	-	500
TIR	50%				

→ Logra TIR del 50%, superior al costo de capital

Leveraged Buyouts fallidos ... causas

Algunos motivos por los cuales fallan las LBOs

- No poder conseguir el financiamiento adecuado (problemas para refinanciar pasivos incurridos para llevar adelante el take over, altos costos, etc.)
- Impericia para gerenciar el negocio, no se genera el nivel de cash flow proyectado
- Se invierte en un Target que no tiene las características deseables para un LBO (cash flow volátil, altos costos fijos, negocio altamente ciclico que sufre en una recesión, etc.)
- No poder implementar la estrategia de salida dentro del horizonte planeado

Leveraged Buyouts ... experiencia Argentina vs. USA

LBO Argentino (90s) vs. LBO Americano (80s):

Características	Arg.	USA
✓ Fondeo bancario	X	
✓ Fondeo de corto y mediano	X	
✓ Fondeo a tasa variable	X	
✓ Fondeo en el <i>High Yield Market</i>	X	X
✓ Fondeo de largo plazo		X
✓ Fondeo a tasa fija		X

Comparación Comprador Financiero vs. Estratégico

	Comprador estratégico “BUY TO HOLD”	Comprador financiero “BUY TO SELL”
Objetivos	<ul style="list-style-type: none"> • Agregar mercados, productos/servicios, skills o recursos al portfolio de negocios • Integrar y operar activos a LP • Aumentar la rentabilidad, crecimiento y valor del portfolio 	<ul style="list-style-type: none"> • Invertir a precio competitivo • Revalorizar el negocio mediante mejoras operativas y financieras • “Exit” de la inversión en 3-5 años • TIRs >20%
Tipos de Organización	<ul style="list-style-type: none"> • Conglomerado de negocios relacionados • Conglomerados de negocios no relacionados 	<ul style="list-style-type: none"> • Fondo Venture Capital (early stage) • Fondo Private Equity (late stage)
Fuentes de valor	<ul style="list-style-type: none"> • Sinergias operativas • Expansión múltiplo del portfolio (revalorizar activos en cartera) 	<ul style="list-style-type: none"> • Ingeniería financiera (LBOs, endeudamiento, refinanciaciones) • Mejoras operativas • Expansión múltiplo en el exit
Valuación Target	<ul style="list-style-type: none"> • DCF Standalone + DCF Sinergias • Múltiplo en gral es “cross-check” 	<ul style="list-style-type: none"> • Target TIR + Múltiplo de Venta/Exit • DCF/LBO Model
Métodos de pago	<ul style="list-style-type: none"> • Efectivo, cuotas • Earn-outs • Acciones emitidas x comprador 	<ul style="list-style-type: none"> • Efectivo, cuotas • Earn-outs

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 “Panera Bread LBO”

Panera Bread LBO – Preguntas guía

1. ¿Porque KLG está evaluando invertir en Panera Bread? ¿Como funciona el modelo de negocio de Private Equity (“PE”)? ¿Como crea valor para sus accionistas un fondo de PE? ¿Como proyecta crear valor KLG en una potenc. inversión en Panera Bread?
2. Evalúe el modelo de negocio de Panera Bread (“FODA” o “SWOT”).
 - ¿Cuáles son los puntos fuertes y débiles del business model de Panera Bread?
 - Analice oportunidades de crecimiento/mejora rentabilidad, y amenazas/riesgos.
3. Performance y proyecciones financieras. Analice la performance financiera reciente y complete proyecciones para el periodo ‘17-‘26) utilizando la pestaña “LBO Model” (e “Instructions”). Completar los supuestos en el área sombreada en amarillo (fila 426). Revise el “Base Case” y complete los escenarios “Upside” y “Downside”.
4. Analice el ROIC de KLG (la TIR) (pestaña “LBO Model”)
 - Asumir precio de compra seleccionando prima a pagar en zona celda F505.
 - Incluya su assumption de “exit multiple” en la celda F344.
 - Tablero de selección de escenarios. Para elegir cada escenario, identifíquelo en celda “D4”, precio en celda “I4”. Podrá visualizar los resultados de fila 14 a 69
5. Realice un cross-check de valuación intrínseca por DCF y múltiplos de Panera Bread y contraste con el precio que se evalúa pagar.
 - WACC. Asumir risk-free rate “Rf” 2.40% (10-Year US T-Bonds), Beta 1.2 (promedio comparables, Debt/Equity 150%) y Public Equity Risk Premium 7% + Private Equity Risk Premium 6.5% (Total “ERP” = 7% + 6.5% = 13.5%)
 - Estructura de capital. ¿Que % de deuda recomienda asumir? Evalúe la capacidad de repago de los servicios de deuda con los escenarios proyectados.
6. Recomendación final al Comité de Inversiones de KLG.
 - ¿Qué precio recomienda pagar?
 - Recomendende tres (3) acciones a implementar para incrementar la TIR de KLG.

Panera LBO ... racional del deal

Meritos

- Mercado “fast casual” esta creciendo mas que el mercado general
- Panera Bread con un posicionamiento diferenciado y reconocido
 - Reconocimiento de marca y calidad de productos “healthy”
 - Jugador de tamaño, con leading market share y buena cobertura
 - Líder en nuevas tecnologías (digital order) mejoran consumer experience y permiten reducir costos/mejorar márgenes de rentabilidad
- Crecientes márgenes de rentabilidad y flujo de caja
 - Iniciativas con potencial para expandir ventas/márgenes (delivery, digital ordering)
- Exit options viables: mercado privado M&A y comparables cotizando a buen precio dado el mayor crecimiento del segmento “fast casual”

Riesgos/ Issues

- Competidores grandes con espalda financiera ofrecen productos “sustitutos” (ej. Mcdonalds ofreciendo productos saludables, etc.)
- Flujos de caja en un escenario downside le ponen presión a la cobertura de servicios de deuda con dicho cash flow, y a la TIR de la inversión
- Deal competido, generando presión alcista en el precio por acción, esta encareciendo el precio de compra y atenta contra la TIR target del Fondo
- Management en proceso de sucesión
- Factibilidad de lograr Exit Multiple que permita realizar la TIR target

Leveraged Buyouts ... modelo LBO

Pasos para desarrollar modelo LBO

1. Determinar precio de compra por el paquete accionario
2. Determinar % fondeo de equity vs. deuda
3. Determinar tipos de deuda, y assumptions de tasas de interés y maturities/repago por tipo de deuda (bancos, bonos, etc.)
4. Armar resumen de “sources and uses” of funds

USES/USOS

- Precio de compra paquete acciones (equity)
- Deuda asumida o refinanciada
- Fees a pagar por financimientos
- Gastos transaccionales

SOURCES/FUENTES

- Bank revolving line
- Bank term loans
- Senior/subordinated bonds
- Equity fondeado por PE Fund

5. Proyectar los vencimientos de los distintos instrumentos de deuda
6. Proyectar el Estado de Resultados (P&L o Income Statement), Balance y Estado de Flujo de Caja
7. Calcular el valor de venta del negocio al Exit (Terminal Value)
8. Calcular el retorno para el LBO Fund (TIR)
9. Evaluar sensibilidades

Precio de Compra – Un deal competido que se encarece

	Rango PE Fund KLG		Competidor
	Value	Value	Value
30-trading day VWAP (as of March 31, 2017)	\$242.31	\$242.31	\$242.31
(×) Purchase Premium	12%	17%	28%
Offer Price Per Share	\$271.38	\$284.57	\$310.21
Shares Outstanding	22.7	22.7	22.7
(+) In-The-Money Options and Warrants	0.025	0.025	0.025
Fully Diluted Shares Outstanding	22.7	22.7	22.7
(×) Offer Price Per Share	\$271.4	\$284.6	\$310.2
(-) Proceeds From Liquidation of Options and Warrants	(4.1)	(4.1)	(4.1)
Equity Value	\$6,169.4	\$6,469.4	\$7,052.5
(+) Refinanced Debt	427.8	427.8	427.8
(+) Assumed Debt	0.0	0.0	0.0
(-) Remaining Cash on Balance Sheet (Cushion)	(21.3)	(21.3)	(21.3)
Enterprise Value (Purchase Price)	\$6,575.9	\$6,875.9	\$7,459.0
(+) Transaction Fees & Expenses	129.2	132.2	138.0
Enterprise Value w/ Fees	\$6,705.1	\$7,008.1	\$7,597.0
FYE 2016 EBITDA	\$403.2	\$403.2	\$403.2
EV (Excluding Fees) / FYE 2016 EBITDA	16.3x	17.1x	18.5x
Total EV / FYE 2016 EBITDA	16.6x	17.4x	18.8x

- KLG analiza pagar premium 12-17% sobre last 30-day stock price average (\$242)
- “Consensus” Analistas Research Wall Street con Price Target \$250 (3% premium)
- Strategic buyer competidor se estima pagara 28% premium (o mas)
- Matchear el premium de 28% resulta en un EBITDA multiple ~19x

Precio de Compra – Prima de Control - Observaciones

<u>Period</u>	<u>VWAP</u>	<u>Avg Volume</u>										
30 Days	\$242.31	451,685	VWAP al 31/3/2017									
			<table><tr><th><u>VWAP</u></th><th><u>Avg Volume</u></th><th><u># Days</u></th></tr><tr><td>\$232.64</td><td>316,040</td><td>17</td></tr><tr><td>\$248.67</td><td>629,068</td><td>13</td></tr></table>	<u>VWAP</u>	<u>Avg Volume</u>	<u># Days</u>	\$232.64	316,040	17	\$248.67	629,068	13
<u>VWAP</u>	<u>Avg Volume</u>	<u># Days</u>										
\$232.64	316,040	17										
\$248.67	629,068	13										
1Q 2017	\$228.76	504,620										
4Q 2016	\$200.00	508,232										
3Q 2016	\$214.41	432,267										
2Q 2016	\$213.29	412,194										
1Q 2016	\$198.66	549,237										

Precio JAB	\$315.00	Precio anunciado 5/4/2017
Prima pagada	20%	prima sobre cierre 31/3/2017
por JAB	30%	prima sobre VWAP last 30 days

- Precio promedio ponderado (VWAP) de últimos 30 días, al 31/3/2017, fue de \$242,31
- Hubo 13 días con volumen mayor al VWAP ult. 30 días, con precio prom. \$248,67 y volumen promedio casi 40% mayor al volumen promedio de los últimos 30 días
- Podría argumentarse que el VWAP de \$242,31 ya incluye cierta “prima de control”
- En los 4 trimestres de 2016, el VWAP estuvo por debajo de los \$215 por acción

Análisis Múltiplos de Transacciones M&A Precedentes

Acquirer	Target	EV / LTM EBITDA	Premium to Trailing 30-Trading-Day VWAP
JAB	Peet's Coffee & Tea	22.3x	26%
Restaurant Brands International	Popeye's Louisiana Kitchen	20.5x	27%
JAB	Krispy Kreme Doughnuts	18.3x	25%
Starbucks	Teavana	17.4x	34%
Darden Restaurants	Yard House	15.0x	N/A
Burger King Worldwide	Tim Hortons	14.8x	40%
JAB	Caribou Coffee	11.3x	36%
JAB	Einstein Noah Restaurant Group	10.1x	47%
Golden Gate Capital	Red Lobster	9.2x	N/A
Angelo, Gordon & Co.	Benihana	9.1x	47%
Levy Acquisition Corp.	Del Taco Restaurants	8.7x	N/A
Centerbridge Partners	P.F. Chang's China Bistro	8.3x	29%
Median		13.1x	34%
Average		13.8x	35%
<u>JAB's range 10 a 22x</u>			
Median		14.8x	31%
Average		15.5x	34%

- Promedio EBITDA Multiple ~13x y premium ~35% pagado en deals precedentes
- Strategic + activo JAB (competidor) ha pagado arriba del promedio, hasta 22x

Análisis Múltiplos de Empresas Comparables

Company	EV / EBITDA	
	2017E	2018E
<u>Fast Casual</u>		
Chipotle	25.9x	18.8x
Shake Shack	14.8x	11.1x
Wingstop Inc.	24.7x	21.2x
Potbelly	7.7x	7.0x
Zoe's Kitchen	16.0x	12.8x
Habit Restaurants	10.2x	8.6x
Freshii	26.5x	18.5x
Noodles & Company	8.1x	7.2x
<u>Multinational QSR</u>		
Domino's	20.2x	17.7x
McDonald's	13.6x	13.3x
Starbucks	14.8x	13.0x
Yum! Brands	15.5x	15.0x
Restaurant Brands ⁽¹⁾	13.5x	12.5x
<u>Domestic QSR</u>		
Dunkin' Brands	15.0x	14.1x
Wendy's	14.4x	13.3x
Jack in the Box	11.4x	10.9x
Papa John's	15.9x	14.9x
Sonic	11.4x	11.0x
Bojangles'	12.1x	11.3x
Fiesta Restaurant Group	8.1x	7.5x
El Pollo Loco	8.7x	7.7x
Del Taco	9.4x	8.7x
Fast Casual Average	16.7x	13.2x
Multinational QSR Average	15.5x	14.3x
Domestic QSR Average	11.8x	11.0x

- Empresas del subsegmento “fast casual” cotizan a 17x EBITDA 2017E en promedio
- Las empresas “fast casual” tradean a un múltiplo mas alto que las empresas de fast food tradicional
- El segmento “fast casual” creció mas que el tradicional, con lo cual su share del mercado subió
- Múltiplo EBITDA mas alto puede llegar a ~25x

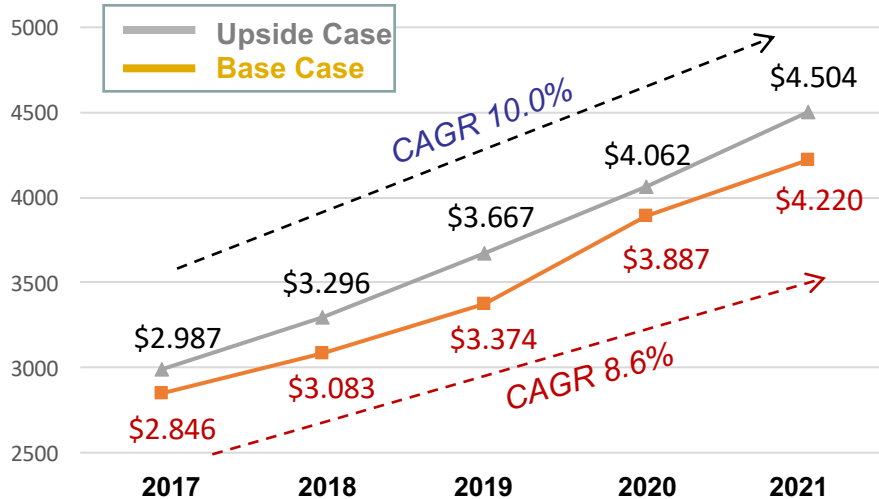
Benchmarking Panera Bread vs. Comparables

Chain Name	Menu Type	2016A Revenue	Number of Restaurants	Revenue per Rest.	EV / EBITDA	
					2017E	2018E
Panera Bread	Bakery/Café	\$2,795	2,036	\$1.4	16.9x	15.2x
Chipotle	Mexican	\$3,904	2,198	\$1.8	25.9x	18.8x
Noodles & Company	Asian/Noodle	\$487	530	\$0.9	8.1x	7.2x
The Habit Burger Grill	Burger	\$284	172	\$1.7	10.2x	8.6x
Zoës Kitchen	Burger	\$276	204	\$1.4	16.0x	12.8x
Shake Shack	Burger	\$268	71	\$3.8	14.8x	11.1x
Wingstop Inc.	Chicken	\$91	922	\$0.1	24.7x	21.2x
Average				\$1.6	16.6x	13.3x

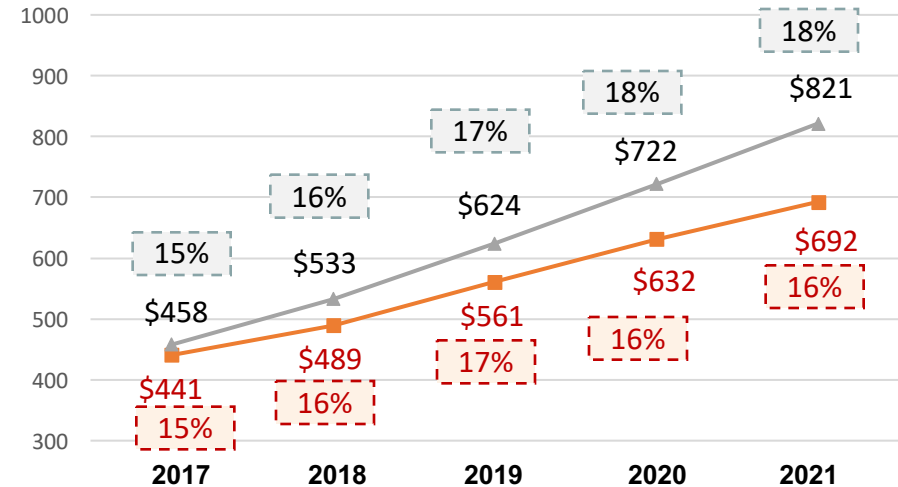
- Panera Bread es de las mas grandes del grupo “fast casual” (2da después de Chipotle)
- El Revenue por Establecimiento esta debajo del promedio (comparable con Zoe)
- Asumiendo que Panera es valuada aplicando un 28% de prima sobre precio/acción promedio, estaría cotizando a ~17x EBITDA 2017E, por arriba del promedio de comps
- Panera podría merecer un múltiplo en rango entre Chipotle (techo) y Zoe (piso)

Proyecciones “Sensibilizadas” de KLG vs. Panera

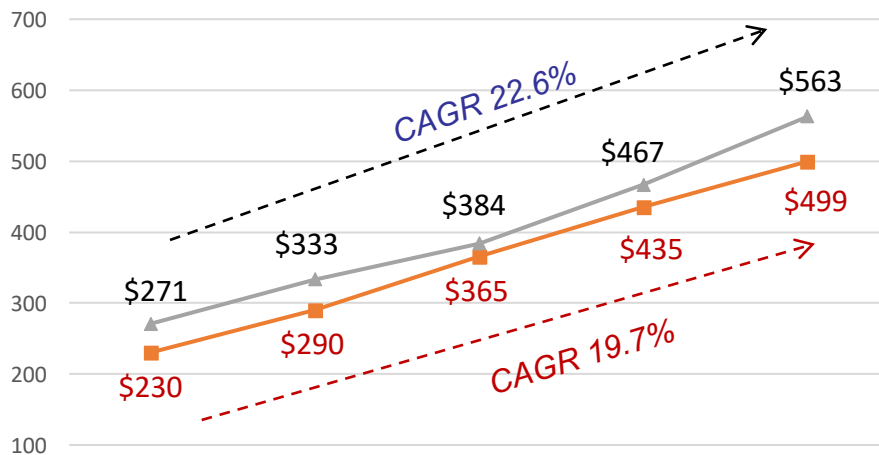
Revenues



EBITDA



EBITDA - Capex



- KLG basa su análisis en proyecciones propias de KLG (“BASE CASE” del Excel)
- El escenario de sensibilidad asumido por KLG es mas conservador que el de Panera (“UPSIDE CASE” en el Excel)
- Management Panera proyecta que ventas crecen a CAGR 10% (‘16-’21) vs. 8.6% KLG
- Management Panera proyecta Margen EBITDA ‘21E (Exit) de 18% vs. 16% KLG
- En consecuencia el flujo de caja proyectado de KLG es mas conservador

Análisis de Sources and Uses of Funds

Escenario: Prima 28%

Sources				Uses	
	Value	% of Total	Interest Rate		Value
Cash on Balance Sheet	\$84.2	1.1%	3.0%	Purchase of Common Stock	\$7,048.9
Bank Revolver	750.0	9.8%	3.7%	Purchase of Stock Options & SSAR	3.6
Bank Term Loan	2,250.0	29.5%	6.3%	Refinanced Debt	427.8
Subordinated Debentures	0.0	0.0%	9.5%	Financing Fees	67.5
Sponsor Equity	4,534.2	59.5%		Transaction Expenses	70.5
Total Cash Sources	\$7,618.4	100%		Total Cash Uses	\$7,618.4

- Purchase Price por 100% del Equity de Panera Bread = \$7.049MM
- Se refinancia deuda existente por \$428M
- Se pagan fees por originación de prestamos bancarios por \$ 68M
- Se pagan gastos transaccionales por \$70M
- La inversión total de \$7.618M se financia 40% con deuda (\$3.000MM)
- La inversión de KLG en el equity del deal, es de \$4.534, asumiendo que se paga un premium de 28% (escenario agresivo que busca competir con la oferta del strategic buyer competidor)

Análisis de Estructura de Capital y Leverage

<u>Escenario: Prima 28%</u>	Actual	Projected					CAGR
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	'16-'21
Revenue	\$2,795.4	\$2,846.1	\$3,083.1	\$3,374.4	\$3,886.9	\$4,220.0	8.6%
Growth	4.2%	1.8%	8.3%	9.4%	15.2%	8.6%	
EBITDA	403.2	440.9	489.4	561.1	631.6	692.1	11.4%
Growth	4%	2%	8%	9%	15%	9%	
Margin	14%	15%	16%	17%	16%	16%	
Operating Cash Flow	213.0	198.5	311.8	356.2	425.1	451.7	16.2%
Interest Expense, Net	8.9	174.1	170.9	164.5	155.7	142.0	
Total Debt	\$3,000.0	\$2,969.8	\$2,823.2	\$2,625.7	\$2,350.5	\$2,035.0	
Cash and Cash Equivalents	21.3	21.3	21.3	21.3	21.3	21.3	
Net Debt	\$2,978.7	\$2,948.5	\$2,801.8	\$2,604.4	\$2,329.2	\$2,013.7	
Total Debt / EBITDA	7.4x	6.7x	5.8x	4.7x	3.7x	2.9x	
EBITDA / Interest Expense		2.6x	3.0x	3.5x	4.2x	5.1x	
(EBITDA - CapEx) / Interest Expense		1.4x	1.7x	2.3x	2.9x	3.6x	
Operating Cash Flow / Debt Service (Interest + Ppal)		1.0x	1.0x	1.0x	1.0x	1.0x	

- KLG asume una estructura de capital para el deal con ~40% de deuda (\$3.000 MM de deuda bancaria) en escenario con prima 28%
- Asume, en su “BASE CASE”, supuestos de proyecciones financieras mas conservadoras que el management de Panera Bread
- Los ratios crediticios resisten un nivel de deuda de 40%

Debt Financing Terms

Escenario: Prima 28%

	<u>Financing Amount (\$MM)</u>		Origination Fee	Interest Rate	Loan Term	Maximum Debt/EBITDA
	Maximum	Targeted Use				
Bank revolver	\$1,500	\$750	2.25%	3.7%	5 years	7.44x
Bank term Loan	\$2,250	\$2,250	2.25%	6.3%	15 years	7.44x
Subordinated debentures	\$1,200	\$0	3.00%	9.5%	15 years	7.44x
TOTAL	4,950.0	3,000.0				

- KLG tiene capacidad para levantar financiamiento de deuda por un total de \$4.950 MM
- Los bancos están dispuestos a fondear \$3.750MM sumando Revolving de \$1.500MM y Term Loan por \$2.250MM
- KLG estima levantar hasta \$1.200MM mediante emisión de bonos
- Suponiendo una estructura de capital con 40% de deuda, KLG asume que financiara la deuda del deal utilizando 50% del Revolver (\$750M) y utilizando la totalidad del monto del Term Loan (\$2.250M), no realizando la emisión de bonos

Financing Fees & Transaction Expenses

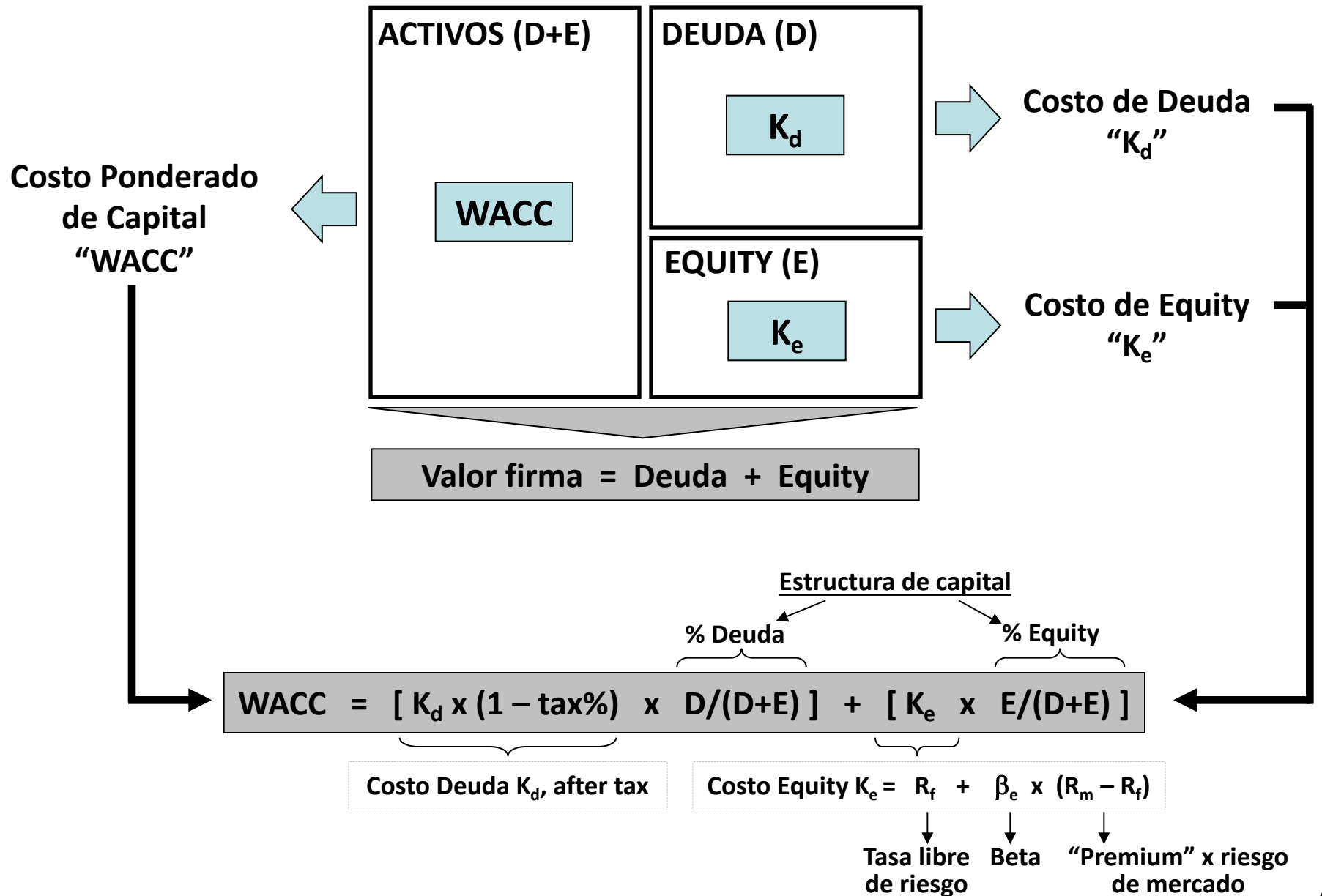
Escenario: Prima 28%

Financing Fees	Value	Term	Points
Bank Revolver	16.9	7.0	2.25%
Bank Term Loan	50.6	15.0	2.25%
Subordinated Debentures	0.0	15.0	3.00%
Total Financing Fees	\$67.5		

	Value	% of Equity Purchase Price
Advisory Fees & Expenses	\$35.26	0.5%
Sponsor Fee	21.2	0.3%
Other	14.1	0.2%
Transaction Expenses	\$70.5	1.0%

- El financiamiento de Bancos genera también gastos en fees por \$68M (además del gasto recurrente en intereses)
- La transacción genera gastos por \$71M

DCF Valuation – repaso WACC



DCF Valuation – repaso WACC - Casos VC/PE

Adaptación del WACC a Venture Capital/Private Equity:

$$k_e = R_{(f)} + B_{(A)} * (R_{(VCm \text{ ó } PEm)} - R_{(f)})$$

$R_{(f)}$: Risk-free rate (US Treasury Bonds)

$B_{(A)}$: Beta de Empresa “A”

$R_{(VCm)} - R_{(f)}$: VC Equity Risk Premium (VC Market Index Return – Risk-free rate)

$R_{(PEm)} - R_{(f)}$: PE Equity Risk Premium (PE Market Index Return – Risk-free rate)

Note: Venture Capital/Private Equity returns data from databases like Cambridge Associates

Repaso WACC - Beta unlevered - re-levered

1) Beta “Unlevered” de empresas comparables

- 1) Se calcula Beta “unlevered” (β_u) de la industria (empresas comparables que cotizan) “desapalancando” la estructura de capital (D/E) de dichas firmas comparables:

$$\beta_{\text{unlevered comparables}} = \beta_{\text{levered comparables}} / [1 + D/E \text{ “comparables”} * (1 - \text{tax \%})]$$

(“Asset Beta”) (“Equity Beta”)



$$\beta_u = \frac{\beta_l}{1 + [D/E * (1 - \text{tax \%})]}$$

2) Beta “Re-levered” para empresa “target”

- 2) Se calcula Beta “re-levered”, “re-apalancando” la Beta “unlevered” de las comparables (paso 1) con la estructura de capital “target” de la empresa/target analizada:

$$\beta_{\text{levered empresa “target”}} = \beta_{\text{unlevered comparables}} * [1 + D/E \text{ “target”} * (1 - \text{tax \%})]$$

(“Equity Beta”) (“Asset Beta”)



$$\beta_l = \beta_u * [1 + D/E * (1 - \text{tax \%})]$$

DCF Valuation – WACC Panera Bread

	COMPARABLES CAPITAL STRUCTURE	DEAL CAPITAL STRUCTURE	LOWER DEBT CAPITAL STRUCTURE	NO DEBT CAPITAL STRUCTURE	Comments / assumptions
CAPITAL STRUCTURE	D/E Target	150%	65%	43%	0%
	% Debt	60%	39%	30%	0%
	% Equity	40%	61%	70%	100%
Based on target capital structure & credit analysis					
Based on target capital structure & credit analysis					
COST OF DEBT ("Kd")	Kd pre-tax	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%
	Tax rate	35%	35%	35%	35%
	Kd after-tax	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
COST OF EQUITY ("Ke")	US Treasury (10 Yr)	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%
	Beta	1.20	0.86	0.78	0.61
	Equity Risk Premium - Public Mkts	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
	Equity Risk Premium - PE Market	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%
	Ke	18.6%	14.1%	12.9%	10.6%
	<u>Beta Estimates</u>				
	Beta Levered (Comps)	1.20	1.20	1.20	1.20
	D/E (Comps)	150%	150%	150%	150%
	Beta Unlevered (β_u)	0.61	0.61	0.61	0.61
	Target D/E	150%	65%	43%	0%
	Beta Re-levered (β_e)	1.20	0.86	0.78	0.61
Average Beta of comparable companies					
Average D/E of comparables					
$\beta_u = \beta_e / [1 + ((1 - tx\%) \times D/E)]$					
From row "D/E Target"					
$\beta_e = \beta_u \times [1 + ((1 - tx\%) \times D/E)]$					
WACC	Discount Rate	9.82%	10.09%	10.21%	10.60%

DCF Valuation Panera Bread “BASE CASE” – Detail

	Historic		Projected - BASE CASE									
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Revenues	\$2,682	\$2,795	\$2,846	\$3,083	\$3,374	\$3,887	\$4,220	\$4,594	\$5,014	\$5,486	\$6,019	\$6,621
Annual Growth %	6%	4%	2%	8%	9%	15%	9%	9%	9%	9%	10%	10%
EBITDA	\$394	\$403	\$441	\$489	\$561	\$632	\$692	\$753	\$822	\$900	\$987	\$1,086
EBITDA Margin %	15%	14%	15%	16%	17%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%
Operating Income	\$259	\$249	\$148	\$191	\$250	\$294	\$341	\$383	\$430	\$482	\$542	\$609
EBIT Margin %	10%	9%	5%	6%	7%	8%	8%	8%	9%	9%	9%	9%
Less: Income Tax on EBIT	\$(89)	\$(87)	\$(52)	\$(67)	\$(87)	\$(103)	\$(119)	\$(134)	\$(150)	\$(169)	\$(190)	\$(213)
After-tax Operating Income	\$170	\$161	\$96	\$124	\$162	\$191	\$222	\$249	\$279	\$314	\$352	\$396
Plus: Depreciation & Amortization	\$135	\$154	\$293	\$298	\$311	\$337	\$351	\$371	\$393	\$417	\$445	\$477
Less: Capital Expenditures	\$(224)	\$(200)	\$(211)	\$(200)	\$(196)	\$(196)	\$(193)	\$(216)	\$(242)	\$(271)	\$(305)	\$(344)
Less: (Inc) / Dec in Working Capital			\$(22)	\$15	\$17	\$38	\$22	\$26	\$29	\$34	\$37	\$42
Free Cash Flows (FCFF)			\$156	\$238	\$294	\$371	\$402	\$430	\$460	\$493	\$529	\$570
Terminal Cash Flows @ 7.7x EBITDA Multiple												\$8,362
Total Free Cash Flows			\$156	\$238	\$294	\$371	\$402	\$430	\$460	\$493	\$529	\$8,932
Discount Years			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Discount Factor			0.9087	0.8258	0.7504	0.6819	0.6196	0.5631	0.5117	0.4650	0.4225	0.3840
DCF of Free Cash Flows @ 10.0% WACC	\$2,210		\$142	\$196	\$221	\$253	\$249	\$242	\$235	\$229	\$223	\$219
DCF of Terminal Value @ 10.0% WACC	\$3,211											\$3,211
Total DCF - Enterprise Value	\$5,420											

DCF Valuation Panera Bread “BASE CASE” – Summary

DCF Calculation @ 10.0% WACC discount rate

DCF of Free Cash Flows	\$2,210	41%
DCF of Terminal Value @ 7.7x EBITDA Multiple	\$3,211	<u>59%</u>
Enterprise Value	\$5,420	100%
Less: 12/31/2016 (Net Debt)/Cash	\$(406)	
Equity Value	\$5,014	
Shares Outstanding (MM)	22.7	
Price per Share	\$220.65	
Premium to 30-day Avg Price	\$242.31	-9%
DCF Multiples	2016	2017
EV/EBITDA Multiple	13.4x	12.3x

Valuation Assumptions

Discount Rate	10.0%
Terminal EBITDA Multiple	7.7x
LT Free Cash Flow Growth Rate (Implied)	3.0%

Total Debt as of 12/31/2016	\$428
Total Cash as of 12/31/2016	\$(21)
Net Debt/(Cash) as of 12/31/2016	\$406

Equity Value - Sensitivity Analysis

			Discount Rate				
			9.5%	9.8%	10.0%	11.0%	12.0%
Price per Share	Terminal	7.7x	\$230.65	\$224.74	\$220.65	\$204.31	\$188.66
	EBITDA	10.0x	\$275.00	\$267.82	\$262.86	\$243.03	\$224.05
	Multiple	13.0x	\$332.85	\$324.01	\$317.91	\$293.52	\$270.21
			9.5%	9.8%	10.0%	11.0%	12.0%
Premium/(Discount)%	Terminal	7.7x	-5%	-7%	-9%	-16%	-22%
	EBITDA	10.0x	13%	11%	8%	0%	-8%
	Multiple	13.0x	37%	34%	31%	21%	12%
			9.5%	9.8%	10.0%	11.0%	12.0%
Implied 2016 EBITDA Multiple	Terminal	7.7x	14.0x	13.7x	13.4x	12.5x	11.6x
	EBITDA	10.0x	16.5x	16.1x	15.8x	14.7x	13.6x
	Multiple	13.0x	19.8x	19.3x	18.9x	17.6x	16.2x
			9.5%	9.8%	10.0%	11.0%	12.0%
Terminal FCF Growth	Terminal	7.7x	2.5%	2.8%	3.0%	3.9%	4.8%
	EBITDA	10.0x	4.0%	4.3%	4.6%	5.5%	6.4%
	Multiple	13.0x	5.2%	5.6%	5.8%	6.7%	7.6%

- Con proyecciones + conservadoras de KLG, WACC 10%, y Valor Terminal con $g = 3\%$, el DCF por acción no llega a justificar el precio promedio actual de Panera
- El precio actual de Panera demanda un crecimiento del cash flow “g” en perpetuidad mayor al 3%, lo cual es debatible/optimista

APV Valuation Panera Bread "BASE CASE" – Detail

	Historic		Projected - BASE CASE									
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
1) PV of FCFF @ Ke ("All equity" capital structure)												
Revenues	\$2.682	\$2.795	\$2.846	\$3.083	\$3.374	\$3.887	\$4.220	\$4.594	\$5.014	\$5.486	\$6.019	\$6.621
Annual Growth %	6%	4%	2%	8%	9%	15%	9%	9%	9%	9%	10%	10%
EBITDA	\$394	\$403	\$441	\$489	\$561	\$632	\$692	\$753	\$822	\$900	\$987	\$1.086
EBITDA Margin %	15%	14%	15%	16%	17%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%
Operating Income	\$259	\$249	\$148	\$191	\$250	\$294	\$341	\$383	\$430	\$482	\$542	\$609
EBIT Margin %	10%	9%	5%	6%	7%	8%	8%	8%	9%	9%	9%	9%
Less: Income Tax on EBIT	\$(89)	\$(87)	\$(52)	\$(67)	\$(87)	\$(103)	\$(119)	\$(134)	\$(150)	\$(169)	\$(190)	\$(213)
After-tax Operating Income	\$170	\$161	\$96	\$124	\$162	\$191	\$222	\$249	\$279	\$314	\$352	\$396
Plus: Depreciation & Amortization	\$135	\$154	\$293	\$298	\$311	\$337	\$351	\$371	\$393	\$417	\$445	\$477
Less: Capital Expenditures	\$(224)	\$(200)	\$(211)	\$(200)	\$(196)	\$(196)	\$(193)	\$(216)	\$(242)	\$(271)	\$(305)	\$(344)
Less: (Inc) / Dec in Working Capital			\$(22)	\$15	\$17	\$38	\$22	\$26	\$29	\$34	\$37	\$42
Free Cash Flows (FCFF)			\$156	\$238	\$294	\$371	\$402	\$430	\$460	\$493	\$529	\$570
Terminal Cash Flows @ 7,1x EBITDA Multiple												\$7.681
Total Free Cash Flows			\$156	\$238	\$294	\$371	\$402	\$430	\$460	\$493	\$529	\$8.251
Discount Years			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Discount Factor @ Ke			0,9041	0,8175	0,7391	0,6683	0,6042	0,5463	0,4939	0,4466	0,4038	0,3650
DCF of Free Cash Flows @ 10,6% Ke disc. rate	\$2.147		\$141	\$194	\$217	\$248	\$243	\$235	\$227	\$220	\$213	\$208
DCF of Terminal Value @ 10,6% Ke disc. rate	\$2.804											\$2.804
DCF - PV of FCFF @ Ke	\$4.951											
2) PV of Tax Shields @ Kd												
Net Interest Expense			\$174	\$171	\$164	\$156	\$142	\$122	\$98	\$69	\$39	\$9
NOLs Used			\$0	\$20	\$6	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
Tax Shields @ Income Tax Rate 35%			\$61	\$67	\$60	\$55	\$50	\$43	\$34	\$24	\$14	\$3
Terminal Value of Tax Shields (g = 3%)												\$105
Discount Years			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Discount Factor @ Kd			0,9425	0,8883	0,8373	0,7891	0,7438	0,7010	0,6607	0,6227	0,5869	0,5532
DCF of Tax Shields @ 6.1% Kd disc. rate	\$324		\$57	\$59	\$50	\$43	\$37	\$30	\$23	\$15	\$8	\$2
DCF of Terminal Value @ 6.1% Kd disc. rate	\$58											\$58
DCF - PV of Tax Shields @ Kd	\$382											
Total DCF - Enterprise Value (1 + 2)	\$5.334											

APV Valuation Panera Bread “BASE CASE” – Summary

APV Calculation @ 10,6% Ke and 6,1% Kd disc. rates

DCF of FCFF @ 10,6% Ke disc. rate	\$4.951	93%
DCF of Tax Shields @ 6,1% Kd disc. rate	\$382	7%
Enterprise Value	\$5.334	100%
Less: 12/31/2016 (Net Debt)/Cash	\$(406)	
Equity Value	\$4.927	
Shares Outstanding (MM)	22,7	
Price per Share	\$216,83	
Premium to 30-day Avg Price	\$242,31	-11%
DCF Multiples	2016	2017
EV/EBITDA Multiple	13,2x	12,1x

Valuation Assumptions

Ke	10,6%
Kd	6,1%
Terminal EBITDA Multiple	7,1x
LT Free Cash Flow Growth Rate (Implied)	3,0%
Total Debt as of 12/31/2016	\$428
Total Cash as of 12/31/2016	\$(21)
Net Debt/(Cash) as of 12/31/2016	\$406

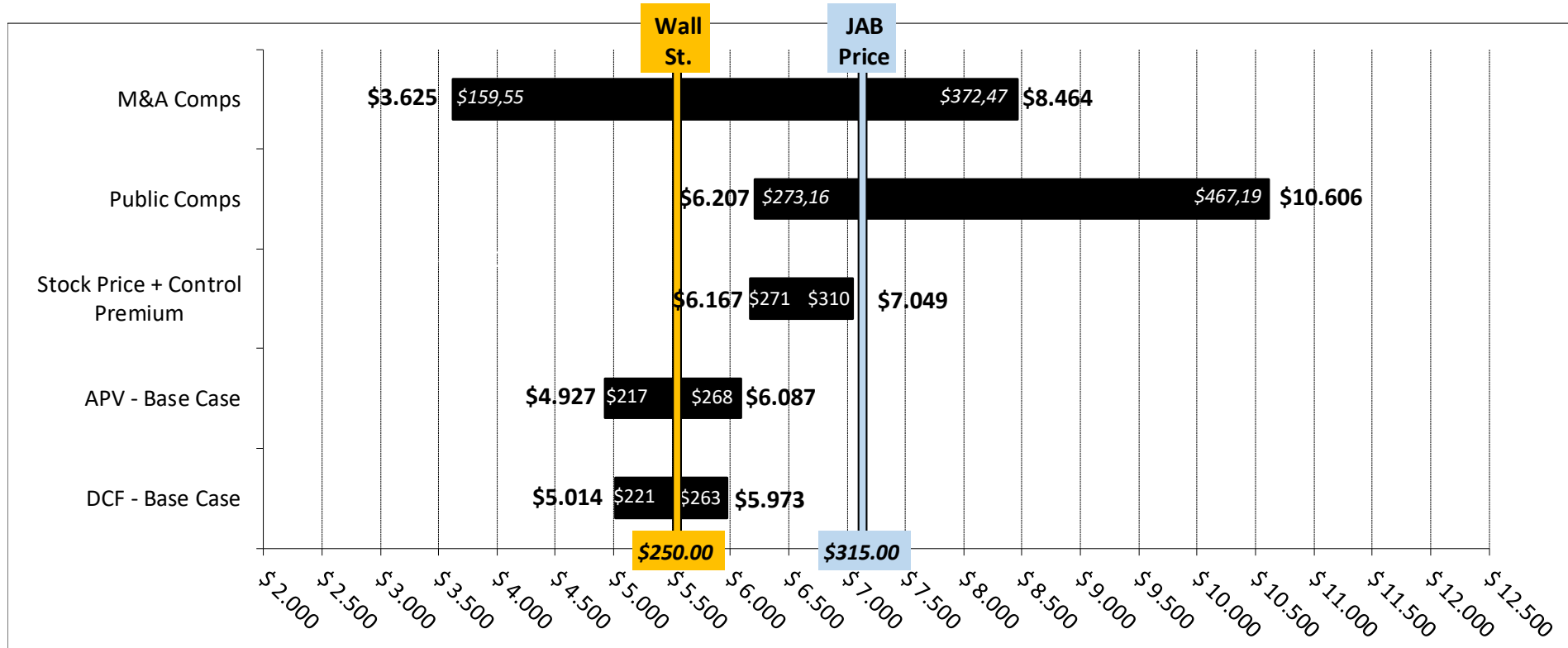
Equity Value - Sensitivity Analysis

			Discount Rate				
			9,5%	9,8%	10,6%	11,0%	12,0%
Price per Share	Terminal EBITDA	7,1x	\$235,38	\$229,82	\$216,83	\$210,59	\$195,84
	Multiple	10,0x	\$291,82	\$284,64	\$267,89	\$259,85	\$240,88
	Multiple	13,0x	\$349,67	\$340,84	\$320,23	\$310,34	\$287,04
			9,5%	9,8%	10,6%	11,0%	12,0%
Premium/(Discount)%	Terminal EBITDA	7,1x	-3%	-5%	-11%	-13%	-19%
	Multiple	10,0x	20%	17%	11%	7%	-1%
	Multiple	13,0x	44%	41%	32%	28%	18%
			9,5%	9,8%	10,6%	11,0%	12,0%
Implied 2016 EBITDA Multiple	Terminal EBITDA	7,1x	14,3x	14,0x	13,2x	12,9x	12,0x
	Multiple	10,0x	17,5x	17,1x	16,1x	15,7x	14,6x
	Multiple	13,0x	20,7x	20,2x	19,1x	18,5x	17,2x
			9,5%	9,8%	10,6%	11,0%	12,0%
Terminal FCF Growth	Terminal EBITDA	7,1x	1,9%	2,2%	3,0%	3,3%	4,3%
	Multiple	10,0x	4,0%	4,3%	5,1%	5,5%	6,4%
	Multiple	13,0x	5,2%	5,6%	6,3%	6,7%	7,6%

- El método APV resulta en un valor por acción algo menor al DCF y tampoco logra justificar el precio de Panera, asumiendo un Ke “all-equity” 10.6%, Kd 6.1%, y g = 3%
- Cualquier precio/acción que se pague por encima de un DCF por acción \$242.31 (el precio promedio actual de Panera) exigirá una tasa “g” mayor a 3% (agresivo)

Valuation Summary

Valuation Method	Equity Value		Comments
	High	Low	
DCF - Base Case	\$ 5.973	\$ 5.014	WACC = 10%; Terminal EBITDA 7.7x - 10.0x (Implied CF growth "g" = 3% (low) - 4.5% (high)
APV - Base Case	\$ 6.087	\$ 4.927	Ke = 10.6%; Kd = 6.1%; Terminal EBITDA 7.1x - 10.0x (Impl. CF growth "g" = 3% (low) - 5% (high)
Stock Price + Control Premium	\$ 7.049	\$ 6.167	Premium 12% to 28%
Public Comps	\$ 10.616	\$ 6.207	Fast casual restaurants 2017E EBITDA multiples range 15x - 25x EBITDA
M&A Comps	\$ 8.464	\$ 3.625	JAB's range of multiples paid 10x - 22x EBITDA



- JAB aparece como el candidato comprador que ofrece precio + alto (\$315/acción)
- Matchear el precio ofertado x JAB demandara lograr un Exit con un mutiplo de salida alto para lograr una TIR acorde con las pretenciones de un PE Fund como KLG

Exit Valuation y Retorno para el PE Fund KLG

Escenario: Prima 28%

Exit estimado con Multiplo EBITDA → TIR de KLG

**Long Term Growth "g"
"Reality Check"**

Exit Multiple	Equity Value		TIR/ ROI	Investment Gain	Implied FCFF	
	2016	2021			"g" @ Exit	WACC
15.0x	(\$4,534.2)	\$8,367.8	13.0%	\$3,833.6	5.9%	10.0%
16.0x	(\$4,534.2)	\$9,059.9	14.8%	\$4,525.7	6.2%	10.0%
17.0x	(\$4,534.2)	\$9,752.0	16.6%	\$5,217.8	6.4%	10.0%
18.0x	(\$4,534.2)	\$10,444.1	18.2%	\$5,909.9	6.6%	10.0%
19.0x	(\$4,534.2)	\$11,136.2	19.7%	\$6,602.0	6.8%	10.0%
20.0x	(\$4,534.2)	\$11,828.3	21.1%	\$7,294.1	6.9%	10.0%
21.0x	(\$4,534.2)	\$12,520.4	22.5%	\$7,986.2	7.1%	10.0%

- En el escenario en donde se asume un purchase price que paga una prima del 28% sobre la cotización promedio de la acción de Panera (VWAP last 30 days), el Exit demanda múltiplos mayores a 16x EBITDA ...
- Asumiendo que la WACC de Panera Bread es 10%, en principio se logran TIRs superiores a la WACC, asumiendo Exit multiple mayor a 16x (TIRs de ~15% para arriba, a medida que se logran Exit multiples > 16x)
- Si se asume el mismo múltiplo de Exit que se pagaría al "Entry" con una prima de 28%, se debería realizar el Exit a 19x EBITDA, generando una TIR de 20%
- El issue es que el múltiplo de Exit de 19x EBITDA (2021E) requiere una tasa implícita de crecimiento del flujo de caja "g" en perpetuidad de ~7%, lo cual es muy elevado (recordar que el tope debería ser ~3%)

LBO Summary – BASE CASE con Máxima Prima (28%)

LBO Capital Structure

	Year					
Summary Capitalization	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Total Capital	7.464	7.407	7.281	7.141	6.956	6.770
Debt	3.000	2.970	2.823	2.626	2.351	2.035
Equity	4.464	4.437	4.457	4.515	4.605	4.735

→ LBO acquisition debt: se repaga 1/3 @ exit

Financial Ratios

Debt / Total Capital	40%	40%	39%	37%	34%	30%
Debt / EBITDA	7 x	7 x	6 x	5 x	4 x	3 x
EBITDA / Interest	45 x	3 x	3 x	3 x	4 x	5 x

→ Leverage inicial de 40%, baja a 30% @ exit

LBO Fund Cash Flow

EBITDA	403	441	489	561	632	692
Oper. Cash Flow	213	199	312	356	425	452
Entry Multiple	19 x	-----				19 x
KLK Investment/Exit	4.534					11.136

→ Generación de cash flow creciente, pero con escenario BASE + conservador de Fondo KLG

→ **No** se logra un incremento en exit multiple, y se paga un múltiplo alto @ entry (no deja mucho campo para lograr mayor exit mutiple)

LBO Fund Return (TIR)

	Year					
	0	1	2	3	4	5
TIR Fund						
Investment	(4.534)					
Cash Return						11.136
Total Cash Flows	(4.534)	-	-	-	-	11.136
TIR	20%					

→ Produce **TIR 20%**, superior al costo de capital WACC pero menor a estándares PE, además de ser debatible la viabilidad de lograr dicha TIR

LBO Summary – UPSIDE CASE con Máxima Prima (28%)

LBO Capital Structure

	Year					
<u>Summary Capitalization</u>	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Total Capital	7.464	7.361	7.210	7.077	6.931	6.761
Debt	3.000	2.915	2.727	2.515	2.237	1.875
Equity	4.464	4.447	4.483	4.562	4.694	4.887

→ LBO acquisition debt: se repaga mas de 1/3 @ exit (mayor cash flow para repagar deuda)

Financial Ratios

Debt / Total Capital	40%	40%	38%	36%	32%	28%
Debt / EBITDA	7 x	6 x	5 x	4 x	3 x	2 x
EBITDA / Interest	45 x	3 x	3 x	4 x	5 x	6 x

→ Leverage inicial de 40%, baja a 28% @ exit dada la mayor generación de caja en UPSIDE CASE

LBO Fund Cash Flow

EBITDA	403	458	533	624	722	821
Oper. Cash Flow	213	253	350	367	423	491
Entry Multiple	19 x	-----				19 x
KLG Investment/Exit	4.534					13.746

→ Mejora la generación de cash flow con escenario de UPSIDE CASE + agresivo

→ **No** se logra un incremento en exit multiple, y se paga un múltiplo alto @ entry (no deja mucho campo para lograr mayor exit mutiple)

LBO Fund Return (TIR)

	Year					
	0	1	2	3	4	5
<u>TIR Fund</u>						
Investment	(4.534)					
Cash Return						13.746
Total Cash Flows	(4.534)	-	-	-	-	13.746
TIR	25%					

→ Mejora la TIR a 25%, pero se mantiene la presión sobre la viabilidad de lograr el exit multiple

LBO Summary – BASE CASE con Prima 0%

LBO Capital Structure

	Year					
Summary Capitalization	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Total Capital	5.919	5.883	5.793	5.684	5.529	5.372
Debt	3.000	2.961	2.839	2.657	2.393	2.089
Equity	2.919	2.921	2.953	3.027	3.136	3.282

→ LBO acquisition debt: se repaga 1/3 @ exit

Financial Ratios

Debt / Total Capital	51%	50%	49%	47%	43%	39%
Debt / EBITDA	7 x	7 x	6 x	5 x	4 x	3 x
EBITDA / Interest	45 x	3 x	3 x	3 x	4 x	5 x

→ Leverage inicial de 51%, baja a 39% @ exit (mismo monto de deuda, pero el precio pagado es menor)

LBO Fund Cash Flow

EBITDA	403	441	489	561	632	692
Oper. Cash Flow	213	207	287	342	415	442
Entry Multiple	15 x	-----				17 x
KLG Investment/Exit	2.974					9.815

→ Generación de cash flow del escenario BASE CASE (mas conservador)

→ Si se logra un incremento en exit multiple, y con un exit multiple menos desafiante (17x vs. 19x en escenario de prima 28%)

LBO Fund Return (TIR)

	Year					
	0	1	2	3	4	5
TIR Fund						
Investment	(2.974)					
Cash Return						9.815
Total Cash Flows	(2.974)	-	-	-	-	9.815
TIR	27%					

Produce **TIR 27%**, superior al escenario donde se paga una prima de 28% sobre el precio promedio de la acción de Panera, con riesgo relativamente menor (al pagarse menor múltiplo hay menor presión en el exit multiple)

LBO Summary – BASE CASE con Descuento 15%

LBO Capital Structure

Summary Capitalization	Year					
	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Total Capital	5.093	5.073	4.999	4.907	4.768	4.627
Debt	3.050	3.025	2.916	2.748	2.497	2.205
Equity	2.043	2.048	2.083	2.159	2.271	2.422

→ LBO acquisition debt: se repaga 1/3 @ exit

Financial Ratios

Debt / Total Capital	60%	60%	58%	56%	52%	48%
Debt / EBITDA	8 x	7 x	6 x	5 x	4 x	3 x
EBITDA / Interest	45 x	2 x	3 x	3 x	4 x	5 x

→ Leverage inicial de 60%, baja a 48% @ exit (casi mismo monto de deuda, pero el precio pagado es mucho menor)

LBO Fund Cash Flow

EBITDA	403	441	489	561	632	692
Oper. Cash Flow	213	205	286	341	414	440
Entry Multiple	13 x	-----				15 x
KLG Investment/Exit	2.090					8.280

→ Generación de cash flow del escenario BASE CASE (mas conservador)

→ Si se logra un incremento en exit multiple, y con un exit multiple menos desafiante (15x vs. 17x en escenario de prima 0%)

LBO Fund Return (TIR)

TIR Fund	Year					
	0	1	2	3	4	5
Investment	(2.090)					
Cash Return						8.280
Total Cash Flows	(2.090)	-	-	-	-	8.280
TIR	32%					

→ Produce **TIR 32%**, superior al escenario donde se paga una prima de 0% sobre el precio promedio de la acción de Panera, con riesgo relativamente menor (al pagarse menor múltiplo hay menor presión en el exit multiple)

Algunas take-aways

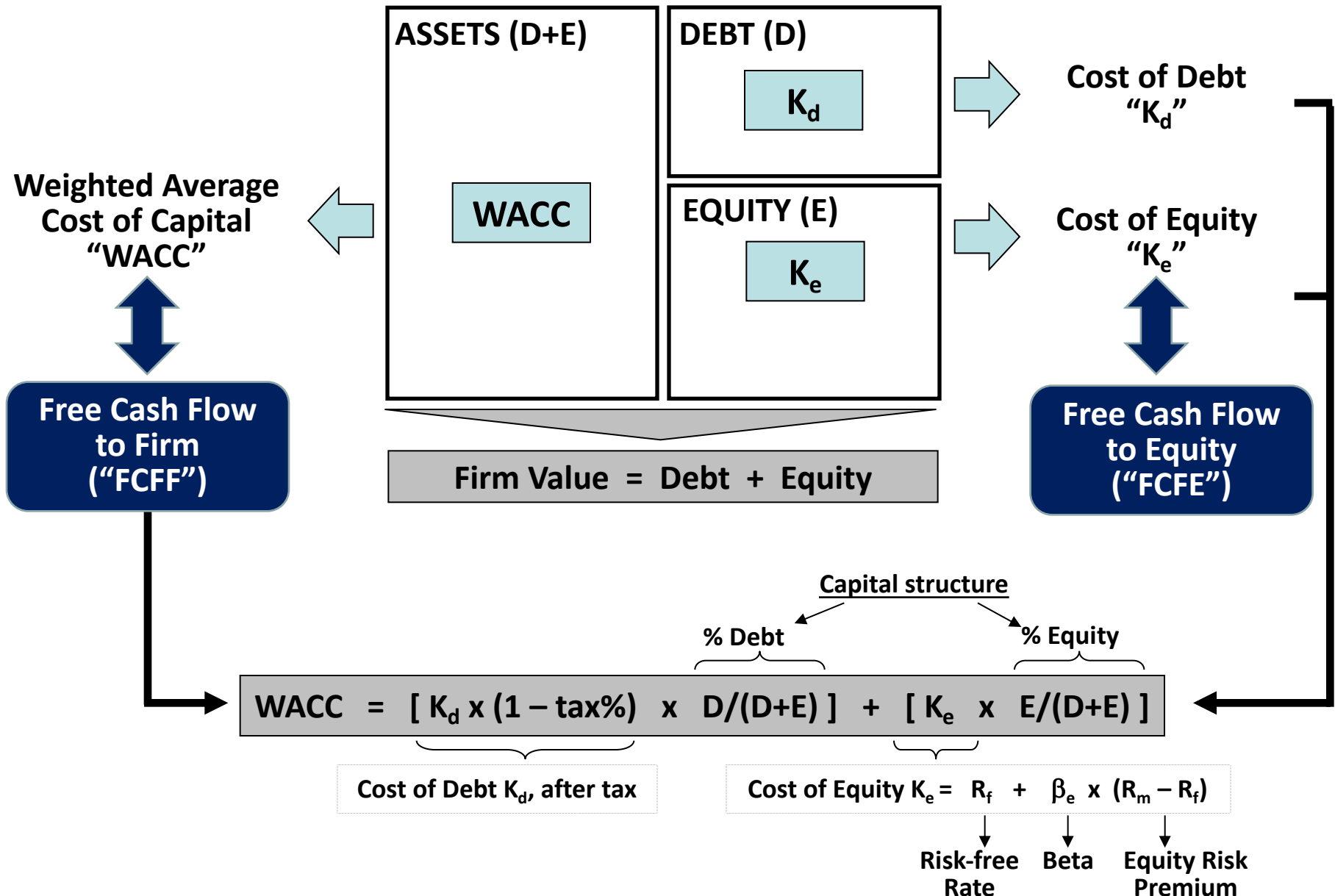
- Los Fondos PE que utilizan estructuras “LBO” buscan optimizar la TIR de la inversión reduciendo la inversión propia en el equity del deal
 - Tienen acceso a Bancos e Inversionistas dispuestos a fondear estructuras LBO
 - Cuentan con experiencia para ejecutar transacciones LBO
 - Buscan mejorar la performance operativa y generación de caja de la Target para generar los recursos que permitan repagar la deuda de la estructura LBO
- Los fondos de PE buscan generar valor en un LBO deal atacando todos los frentes:
 - Negociando un precio de compra lo + bajo posible, pero que satisfaga al vendedor de la Target
 - Ejecutando el mejor mecanismo de exit de su inversión, lo + rápido posible
 - Enfocando el esfuerzo al mercado con mayor probabilidad de concretar/cerrar el exit
 - El mercado publico (IPO) puede ofrecer múltiplos altos de valuación, pero esas ventanas pueden cerrarse (ej. caída de precios en la Bolsa) y esta estrategia además lleva a un exit que se ejecuta en etapas (en IPOs se vende un % minoritario, no la totalidad del paquete accionario)
 - El mercado privado de M&A puede permitir una venta total del paquete accionario, aunque dependiendo de la coyuntura y el sector, puede no ofrecer el mejor múltiplo, mas allá que al vender la totalidad del paquete accionario, el vendedor puede demandar una prima de control
 - Apalancando la inversión con la mayor deuda que permita el perfil crediticio de la Target
 - Apoyando la gestión operativa de la Target para mejorar la generación de caja y así:
 - Generar recursos para repagar la deuda del deal
 - Poder defender un exit multiple mayor al tener una empresa + rentable y – endeudada al exit
 - Ejemplos de iniciativas para Panera: expansión a mercados no cubiertos en USA, expansión a mercados internacionales, renegociación de términos de franquicias, venta de productos Panera en retail/supermercados, plan de reducción de costos operativos con implementación total de digital ordering y otras iniciativas de procesos

Algunas take-aways (cont.)

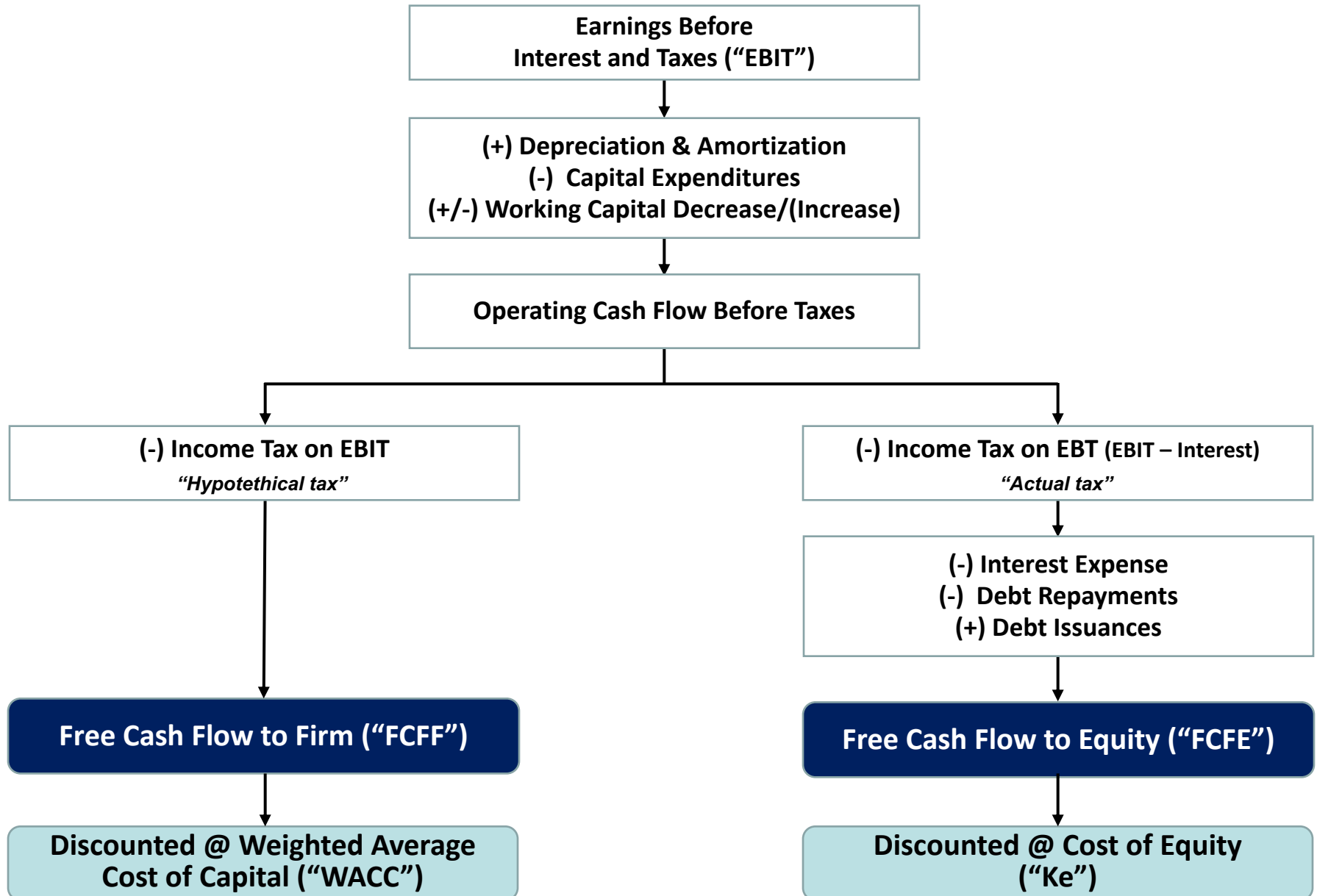
- El LBO de Panera Bread no parece proyectarse como un “home run” para el Fondo KLG
 - Precio de compra:
 - Es un deal “competido” que empuja a pagar una prima de ~30% sobre el precio promedio de cotización de Panera en la Bolsa ... resulta en un múltiplo EBITDA de 19x (> a comparables)
 - Apalancamiento:
 - Se levanta solo 40% de deuda, en parte porque se está elevando el precio de compra, lo cual termina reduciendo el % de deuda sobre el total de la inversión
 - El flujo de caja permite sostener una deuda de 40%, con ratios crediticios sostenibles. Si se pagara menos precio, se podría apalancar más
 - Mejoras operativas y de cash flow:
 - KLG asume un BASE CASE más conservador que el management de Panera (UPSIDE CASE)
 - A > precio pagado en la compra, > performance se exigirá al mgmt para lograr la TIR Target
 - Exit y TIR:
 - El elevado precio/múltiplo de entrada exige un elevado múltiplo de exit
- Método de valuación de Fondos de PE vs. método tradicional DCF
 - A diferencia de un comprador estratégico (“strategic buyer”) que en general basa su análisis en el método DCF (junto con “cross check” de múltiplos), los Fondos de PE (al igual que los Fondos de VC) analizan valor desde la perspectiva de su TIR target (retorno target sobre la inversión)
 - La mecánica es: “que precio/múltiplo pago hoy, para que mi fondo pueda lograr una TIR mayor al [25]%, asumiendo que venderé el negocio en el año [3], a un múltiplo mayor al que pague?”
 - El inversor suele hacer “stress test” con escenarios de sensibilidad sobre las proyecciones de flujo de caja y exit, a efectos de evaluar la factibilidad de lograr los objetivos de TIR
- En resumen, se puede destacar la relevancia de realizar buen due diligence y valuación, a efectos de evitar sobre-pagar un precio mayor al valor intrínseco de la Target, cuyo determinante clave es el flujo de caja que ese negocio es capaz de producir

Apéndice I: Materiales complementarios

Discounted Cash Flow (“DCF”) – Métodos



Discounted Cash Flow (“DCF”) – Métodos



Discounted Cash Flow -- Comparación “DCF” vs. “APV”

- La deuda genera valor al permitir ahorros fiscales (“tax shield”) por deducir los gastos en intereses del impuesto a las ganancias
- EL DCF captura este beneficio en el “denominador” del DCF, donde el WACC se usa como tasa de descuento y toma el costo de deuda “Kd” después de impuestos

$$DCF = \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} \quad \text{donde: } WACC = [K_d \times (1-\text{tax}\%) \times (D/D+E)] + [K_e \times (E/D+E)]$$

- El APV es una variante al DCF que desagrega el beneficio del tax shield en el “numerador”

$$APV = \text{PV flujos operativos} + \text{PV beneficios x deuda}$$

$$APV = \frac{FCFF_t}{(1+K_e)^t} + \frac{\text{Interés} \times \text{tax}\%}{(1+K_d)^t} \quad \text{donde: } FCFF = \text{“Free cash flow to Firm”}$$

Ke = Costo equity; Kd = Costo deuda

- El APV es la suma de (1) el PV del FCFF descontado a “Ke” (costo del equity) asumiendo financiación “100% equity”, y (2) el PV de los ahorros impositivos por intereses descontados a “Kd” (costo deuda antes de impuestos)
- APV utiliza “Ke” asumiendo una estructura de capital sin deuda (“all equity”) ... al calcular “Ke” aplicando el método CAPM, se utilizan Betas “unlevered”:

$$K_e = R_f + \beta_u \times (R_m - R_f)$$

donde: R_f = “Risk-free rate”
 $R_m - R_f$ = “Risk premium”

$$\rightarrow \beta_u = \beta_e / [1 + ((1-\text{tax}\%) \times D/E)] \quad \text{donde: } \beta_u = \text{Beta “unlevered” (Asset Beta)}$$

β_e = Beta “levered” o (Equity Beta)

Discounted Cash Flow -- Comparación “DCF” vs. “APV”

- El método APV postula mejoras al método FCFF donde el DCF se calcula descontando a la tasa ponderada WACC
- La mejora del APV consiste en desagregar las fuentes de valor:
 - El valor aportado por los flujos de fondos operativos → se descuentan a una K_e “All-equity” (lo cual la reduce significativamente vs. una K_e “apalancada”)
 - El valor de los ahorros impositivos por intereses de deuda → se descuentan a la tasa K_d antes de impuestos
- El issue del método APV es que no contempla los riesgos y costos de un eventual excesivo apalancamiento o “financial distress”
 - El calculo de APV siempre muestra una mayor valuación si se incrementa el nivel de deuda, e incluso si se incrementan las tasas de interés de la deuda
- Una solución potencial para resolver la desventaja del modelo APV en su formula original, es realizar ajustes a la K_e que se aplica para descontar los FFCF
 - Por ejemplo, una solución posible es utilizar una K_e con un “leverage” o apalancamiento financiero “mínimo” o “moderado” que represente la estructura y riesgo del negocio en forma “mas realista”
 - Un “All-equity” K_e “puro” puede resultar demasiado bajo a medida que el modelo de valuación incrementa su toma de deuda, resultando en una potencial sobre-estimación del valor firma del negocio si se aplica el método APV a raja tabla

Valor Terminal: métodos de calculo

CRECIMIENTO PERPETUO

- Fórmula:
$$\frac{FCFF_t \times (1+g)}{(WACC - g)}$$
- Buenas prácticas:
 - Tasa crecimiento LP “g” <= crecimiento economía (2-3%)
 - Calcular múltiplo “terminal” (EBITDA, P/E) implícito

SIN CRECIMIENTO

- Fórmula:
$$\frac{FCFF_t}{WACC}$$
- Buenas prácticas:
 - Considerar crecimiento “0” como escenario conservador
 - Calcular múltiplo “terminal” (EBITDA, P/E) implícito y comparar vs. valor terminal con crecimiento

MÚLTIPLOS

- Fórmula:
$$EBITDA_t \text{ (u otros)} \times \text{Múltiplo “Terminal”}$$
- Buenas prácticas:
 - Chequear múltiplo vs. comparables relevantes
 - Chequear múltiplo vs. crecimiento (“price to growth”)
 - Si crecim. LP “g” es 3% vs. 6% hoy, considerar “descuento” a múltiplo hoy p/llegar a múltiplo terminal
 - Calcular tasa crecimiento LP “g” implícita:
 - $$g = \frac{(WACC \times TV) - FCFF_t}{FCFF_t + \text{Val. Terminal}}$$
 (surge de despejar “g” en formula de valor terminal c/crecimiento)

VALOR DE LIQUIDACIÓN

- Cálculo: ingresos x ventas de activos; liquidación inventarios y cuentas a cobrar a valores de mercado (ej. Wiley, BAESA)
- Buenas prácticas:
 - Computar gastos (ej. legales) e impuestos aplicables

Aplicación/ Tipo de Negocio

Vida Indefinida o Perpetua
 (“Empresa en Marcha”)

Ejemplos:

- IT/tecnología
- Medios
- Bancos
- Consultoras
- Industrias varias

Vida Definida

Ejemplos:

- Recursos naturales
- Concesiones

La aplicación de cada método depende de cada caso y de la naturaleza/durabilidad del negocio

Valor Terminal: método de múltiplo y “g” implícito

Valor terminal (“VT”): Cálculo de “g” crecimiento FCFF largo plazo “implícito”

1) Cálculo VT en base a múltiplo:

2) Tomo la fórmula VT con crecimiento:

3) Despejo la fórmula de VT con crecimiento:

$$VT = EBIT_t \times \text{Múltiplo EBIT "Terminal"} =$$

$$\frac{FCFF_t \times (1+g)}{(WACC - g)}$$



$$g = \frac{(WACC \times VT) - FCFF_t}{FCFF_t + \text{Val. Terminal}}$$

Derivación

fórmula de “g”

implícito

$$VT = \frac{FCFF_t \times (1+g)}{(WACC - g)}$$

$$VT \times (WACC - g) = FCFF_t (1+g)$$

$$(VT \times WACC) - (VT \times g) = FCFF_t + (FCFF_t \times g)$$

$$(VT \times WACC) - FCFF_t = (VT \times g) + (FCFF_t \times g)$$

$$(VT \times WACC) - FCFF_t = g \times (FCFF_t + VT)$$

$$g = \frac{(WACC \times VT) - FCFF_t}{FCFF_t + VT}$$