

**CASE STUDY: BLACKSTONE AT THE GATES? HILTON
LBO**

Guilherme Manuel Domingos Neves

Projeto apresentado em cumprimento do requisito parcial para a obtenção
do grau de Mestre em Gestão

Orientador:

Prof. Doutor Rui Manuel Meireles dos Anjos Alpalhão, Professor Associado
Convidado, ISCTE Business School, Departamento de Finanças

Junho de 2015

1-Agradecimentos

Em primeiro lugar quero agradecer à minha família todo o apoio que me proporcionou ao longo do meu percurso académico e pessoal que me permitiu adquirir os conhecimentos necessários à elaboração do caso de estudo “Blackstone at the Gates? Hilton LBO”. Igualmente determinante foi a contribuição do professor Rui Alpalhão, devido ao aconselhamento e orientação que prestou durante a realização deste trabalho, e que foram essenciais na elaboração do mesmo.

Pretendo ainda expressar o meu agradecimento, decorrente das sugestões de melhoria obtidas às seguintes pessoas: Rui Miguel Lopes, Maria do Céu Baião e Luís Martins Soares.

2-Resumo e Abstract com JEL Classification

Num momento em que os mercados bolsistas norte americanos estão a níveis record, com o Dow Jones acima dos 18000 pontos e o S&P 500 dos 2100 pontos, o tema em apreço surge com naturalidade ao ter-se verificado após um período de grande estagnação um aumento no número e valor dos IPO nos mercados norte-americanos no pós crise do sub-prime. Este facto associado a um grande volume de investimentos de empresas de Private Equity antes da crise do *sub-prime* em operações record em termos de montante por *deal*, como o LBO da Hilton Hotels Corporation com um EV de 26 mil milhões de USD, cuja performance operacional e a posterior saída ficaram condicionadas pelo ciclo económico depois de 2008, surgem atualmente com uma evolução positiva dentro de um contexto favorável da economia norte-americana.

É neste enquadramento que surge o caso: “ Blackstone at the Gates? Hilton LBO”, que visa estudar o Leveraged-Buy-Out da Hilton Worldwide (“HW”) em apreço cujo desenrolar, desde a sua realização em 2007, passando pela reestruturação de dívida ocorrida em 2010, e pela posterior recolocação em bolsa em 2013. Assim este caso não é mais do que um desafiante reflexo de, como o contexto setorial e macroeconómico poderão ter influência na performance empresarial, sendo esse o ponto de partida deste caso que irá combinar conteúdos de private equity, avaliação e reestruturação de empresas, políticas de gestão das mesmas em termos de criação de valor, otimização balanço e de folha de resultados e relacionamento com os mercados de capitais.

Adicionalmente, é ainda abordada a viabilidade de replicação do LBO da Hilton Worldwide com a congénere europeia Meliá Hotels International, descrito no *companion case* “Bárbaros en la Puerta, La Caída de Meliá”, onde se perspetiva a performance que uma operação semelhante poderá obter num espaço de saída do investimento de 5 anos.

JEL classification:

G32: Financing Policy • Financial Risk and Risk Management • Capital and Ownership Structure • Value of Firms • Goodwill

G34: Mergers • Acquisitions • Restructuring • Corporate Governance

3-Abstract With JEL Classification

The Hilton LBO with its 26 billion price tag was one the large investments of private equity firms before the sub-prime crisis, whose operating performance and the exit output were conditioned by the economic cycle after 2008. With a current favourable US economic context, combined with record levels at North American stock markets, the topic covered in this project follows a natural increase in number and value of IPO's in US markets after the sub-prime crisis.

It is in this context arises the case study, "Blackstone at the Gates? Hilton LBO ", which aims to study the Leveraged buy-out of Hilton Worldwide ("HW") with a focus on progress of HW LBO since its start in 2007, passing through debt restructuring and subsequent replacement on the stock exchange in 2013. This case study is a challenging reflex, as how the sectorial and macro economic context may have influence on business performance which is the starting point of this case. Amongst its content, there will be a combination of a broad range of topics: private equity, valuation, restructuring of companies, management policies in terms of value creation, balance and income sheet structure, and relationship with the capital markets.

Furthermore, it will also be discussed the feasibility of Hilton Worldwide LBO replication with European counterpart Meliá Hotels International, described in the companion case "Bárbaros en la Puerta, La Caída de Melia". This particular case prospects the performance of a similar operation with a 5 years' timeframe.

JEL classification:

G32: Financing Policy • Financial Risk and Risk Management • Capital and Ownership

Structure • Value of Firms • Goodwill

G34: Mergers • Acquisitions • Restructuring • Corporate Governance

4-Índice

1-Agradecimentos.....	2
2-Resumo e Abstract com JEL Classification	3
3-Abstract With JEL Classification.....	4
4-Índice.....	5
5-Índice de Ilustrações.....	9
6-Tema do Caso de Estudo.....	19
7-Lista de Abreviaturas e Siglas.....	21
8-Caso de Estudo.....	24
8.1-A Hilton Worldwide Holdings	24
8.1.1 História da HW.....	24
8.1.1.1-Portfólio de Marcas da HW	29
8.1.2 Segmentos de Negócio da HW.....	34
8.1.3 Especificidades do negócio em que a HW se insere	38
8.2-The Blackstone Group.....	44
8.3-Hilton Hotels Corporation Leveraged Buyout pelo The Blackstone Group	51
8.3.1-Como surgiu a ideia do LBO?	51
8.4-A Hilton Após o Leveraged Buyout.....	58
8.4.1 Panorama Financeiro da Hilton após LBO	58
8.4.2-Nova Gestão.....	61
8.4.2.1-O Perfil dos Atuais Gestores	62
8.4.2-A Vertente Financeira e a Reestruturação	70
8.4.3-A Hilton no Momento do IPO	76
8.4.4 A Remuneração da gestão	81
8.5-HW Secondary IPO e Saída do Investimento Por Parte da Blackstone.....	85
8.5.1-IPO.....	85

8.5.2 Demonstrações Financeiras da HW Após o IPO	93
8.5.3- Saída do Investimento pela Blackstone	96
8.5.4- Captura do Valor dos Ativos Imobiliários	99
8.6-O Futuro Imediato	103
8.6.1-EUA	103
8.6.2-Resto do Mundo.....	109
8.6.3-Desafios da Gestão.....	113
8.7-Competidores.....	116
8.7.1Marriot International	116
8.7.2-Starwood Hotels and Resorts	117
8.7.3-Choice Hotels International	117
8.7.4-Hyatt.....	118
8.7.5-IHG	118
8.7.6-Wyndham.....	118
9-Bárbaros en la Puerta, la Caída de Meliá Hotels International	120
9.1-Characterização da MHI.....	121
9.1.1-História da MHI & Motivos da Escolha	121
9.1.2-A MHI na Atualidade.....	125
9.2-MHI Leveraged Buyout.....	127
10-Nota Pedagógica.....	133
10.1-Público Alvo.....	133
10.2-Objetivos Pedagógicos	133
10.3-Objetivos do Caso de Estudo.....	133
10.4-Revisão de Literatura.....	134
10.4.1-Private Equity, O que é? Como Funciona um Fundo?.....	134
10.4.1.1-História	135

10.4.1.2-A Remuneração da Gestão Nas Empresas Propriedade de Private Equity	137
10.4.2Leveraged Buyout o Que É?	137
10.4.2.1-Criação de Valor & Impactos nas Empresas Alvo de Leveraged Buyouts	139
10.4.3-Financial Distress, Causas do Mesmo	144
10.4.4-Opções de Saída por parte das empresas de Private Equity.....	145
10.4.5-Avaliação da Performance do Capital Investido em Transações LBO.....	148
10.5-Como Valorizar uma Empresa num IPO?	150
10.5.1 Avaliação Por Intermédio de Discounted Cash Flows.....	151
10.5.2 Avaliação Por Intermédio de Múltiplos	153
10.5.2.1 Múltiplos Baseados no EV	154
10.5.2.2 Múltiplos Baseados nos Capitais Próprios	156
10.6-Plano de Dinamização	157
10.7-Questões a colocar	158
10.8-Resolução das Questões	160
10.8.1-Foi o preço pago pela Blackstone aos anteriores acionistas da HW adequado em face do mercado, e das perspetivas de rentabilidade da empresa?	160
10.8.2-Qual era o valor expectável da empresa 6 anos após a operação, atendendo às projeções de 2007 e assumindo um nível de dívida constante? Compare esse montante com a avaliação aquando do SIPO	162
10.8.3-Quais foram as principais políticas de gestão implementadas na empresa desde 2007 pela nova equipa diretiva? Consequências em termos de balance sheet e conta de resultados?	163
10.8.4-Qual foi a principal razão que levou à necessidade de reestruturar dívida: o aumento da alavancagem, variações de performance no setor, na empresa, ou alterações nas taxas de juro associadas à dívida?.....	164

10.8.5-Teria mesmo sido necessário reestruturar dívida e converter créditos em capital? Deveriam as características deste setor ter sido tidas em conta pela Blackstone, aquando da estruturação da operação?	165
10.8.6-Terão os credores transferido riqueza para os fundos BCP V e BREP VI e, conseqüentemente, para os investidores dos mesmos? Qual foi o retorno dos credores nesta operação, caso tenham mantido as ações até setembro de 2014?	166
10.8.7-Foram o momento escolhido e a valorização da empresa no SIPO adequados? Como foi valorizada a HW face aos pares no SIPO? (múltiplo pares SIPO)	169
10.8.8 -Quanto vale a empresa no final de 2014 e por consequência a posição da Blackstone na mesma?	170
10.8.9-Qual foi o retorno dos Limited Partners que investiram nos fundos BCP V e BREP VI, atribuível a esta operação, ? Comente a oferta de ações efetuada pela Blackstone em novembro à luz do fair value da empresa. E o dos credores ? qual foi assumindo que mantiveram as suas posições até 19 de fevereiro de 2015? E a Blackstone quanto ganhou?.....	176
10.8.10-Que factores criaram mais valor, crescimento das vendas, margem EBITDA, a alavancagem, ou o múltiplo de avaliação do mercado? O impacto dos <i>tax shields</i> associados à dívida foi relevante?	179
10.8.11-A via escolhida para a saída do investimento poderia ter sido diferente?	180
10.8.12 -Fará sentido a Hilton fazer um <i>spin-off</i> do segmento Owned and Leased sob a forma de um REIT?	181
10.8.13-Cotará a Meliá Hotels International a um preço justo?.....	183
10.8.14-É replicável no futuro uma operação deste tipo, LBO, neste setor, no caso da MHI? Estarão reunidas as condições? Qual o retorno de uma operação desse tipo no caso da Meliá?.....	187
10.9-Ilações a Tirar Para a Gestão	190
11-Bibliografia	193

5-Índice de Ilustrações

Ilustração 1: The Mobley Hotel, fonte: www.hiltonworldwide.com/about/history	24
Ilustração 2: Hilton Istambul o primeiro hotel Hilton na Europa, fonte: www.hiltonworldwide.com/about/history	25
Ilustração 3: Caracterização da HW, Investor Presentation de November 2014.....	28
Ilustração 4: distribuição do portfólio de hotéis da HW por marca, fonte: HW 2014 Results	33
Ilustração 5: distribuição geográfica do EBITDA da HW aquando do IPO da empresa	34
Ilustração 6: evolução do número de quartos entre 1995 e 2007 associado à ao múltiplo das empresas comparáveis, em milhões de USD exceto o share price em USD, fontes: Hilton Hotels, Real Estate and Private Equity; Said Business School	34
Ilustração 7: revenue breakdown por segmentos operativos da HW, fonte: : Investor Presentation de Janeiro de 2014	36
Ilustração 8: distribuição geográfica do portfolio de quartos da HW, fonte: Investor Presentation de Janeiro de 2014	37
Ilustração 9: peso dos diversos segmentos da empresa no EBITDA da HW, fonte: Investor Presentation de Janeiro de 2014	37
Ilustração 10: caracterização do segmento de Timeshare da HW, fonte: Investor Presentation Novembro de 2014.....	38
Ilustração 11: aumento da oferta de quartos nos EUA desde 1989, e a sua relação com o aumento da procura, fonte: Smith Travel Research	40
Ilustração 12: lodging return index das empresas hoteleiras norte-americanas, fonte: JPMorgan Equity Research	40
Ilustração 13: evolução do Revpar desde 1990 nos EUA, fonte: JPMorgan Equity Research.....	41
Ilustração 14: investimento em Private Equity entre 2000 e 2007, fonte: Hilton Hotels, Real Estate and Private Equity; Said Business School, University of Oxford	41
Ilustração 15: volume de transações em biliões de USD no mercado imobiliário dos Eua entre 2000 e 2006, fonte:Hilton Hotels, Real Estate and Private Equity; Said Business School, University of Oxford	42
Ilustração 16: breakdown do investimento imobiliário nos EUA em 2006, fonte: Hilton Hotels, Real Estate and Private Equity; Said Business School, University of Oxford ..	42

Ilustração 17: fontes de financiamento do investimento em imobiliário no ano de 2006 nos EUA, fonte: Hilton Hotels, Real Estate and Private Equity; Said Business School, University of Oxford	43
Ilustração 18: financial snapshot of Blackstone Group, fonte: Credit Suisse Equity Research.....	46
Ilustração 19: evolução dos AUM da Blackstone, fonte: Blackstone earnings 2013 e 2014	46
Ilustração 20: evolução dos fee earning assets, fonte: Blackstone earnings 2013 e 2014	47
Ilustração 21: aumento líquido dos ativos sob gestão das principais empresas de PE no últimos 24 meses, fonte: Credit Suisse Equity Research.....	48
Ilustração 22: capital inflows das principais empresas de PE nos últimos 24 meses, fonte: Credit Suisse Equity Research.....	49
Ilustração 23: principais fundos de Private Equity por montante em milhões de USD de capitais próprios alocados até 2007, fonte: Hilton Hotels, Real Estate and Private Equity; Said Business School, University of Oxford	50
Ilustração 24: valor mínimo das ações da Hilton Hotels Corporation antes do LBO	52
Ilustração 25: valor máximo das ações da Hilton Hotels Corporation antes do LBO....	52
Ilustração 26: Bofa Merrill Lynch US High Yield B Effective Yield 1997-2014, fonte: Federal Reserve of Saint Louis.....	54
Ilustração 27: múltiplo forward EV/EBITDA dos LBO no setor hoteleiro nos EUA em 2007 e projeção do UBS Investment Bank para o EBITDA da Hilton em milhões de USD até 2013, fonte: Hilton Hotels Corporation LBO Sec Filling.....	54
Ilustração 28: cotação das empresas hoteleiras nos EUA aquando do LBO e múltiplo EV/EBITDA associado à avaliação por parte do mercado das mesmas (valores exceto o share price em milhões de USD), fonte: Hilton Hotels Corporation LBO SEC Filling. 55	55
Ilustração 29: dívida da Hilton Hotels Corporation em 2006 e 2007, fonte: Annual Report Hilton Hotels Corporation 2007	56
Ilustração 30: libor rates desde 1996 ate à atualidade, fonte: www.macrotrends.net.....	57
Ilustração 31: ativo da Hilton Hotels Corporation antes e depois do LBO, fonte: Hilton Hotels Corporation Annual Report 2007.....	58
Ilustração 32: capitais próprios e passivo da Hilton Hotels Corporation, fonte: Hilton Hotels Corporation Annual Report 2007.....	59

Ilustração 33: demonstração de resultados da Hilton Hotels Corporation, fonte: Annual Report 2007 da Hilton Hotels Corporation.....	60
Ilustração 34: deferred tax liabilities, fonte:Annual Report Hilton Hotels Corporation 2007	61
Ilustração 35: o background da nova equipa de gestão da Hilton, fonte Credit Suisse Equity Research e IPO SEC Filling.....	67
Ilustração 36: número de quartos de hotel a nível global (dados em milhões), fonte: Annual Report da Accor Hotels 2013.....	68
Ilustração 37: investimento em milhões de USD, efetuado nos segmentos de managed e franchised e o retorno do mesmo em termos de aumento do EBITDA, fonte: HW Investors Presentation November 2014.....	69
Ilustração 38: statement of operations data, fonte: HW SIPO SEC filling.....	72
Ilustração 39: balanço da HW, fonte: HW SIPO SEC Filling.....	73
Ilustração 40: HW EBITDA desde 2010, fonte: HW Investor Presentation Novembro 2014	76
Ilustração 41: rácio net debt/ EBITDA da HW após a reestruturação financeira, fonte: HW Investor Presentation November 2014.....	76
Ilustração 42: evolução do Revpar y-o-y em 2014 nos EUA, fonte: Bloomberg Professional Platform	77
Ilustração 43: distribuição geográfica do portfolio de quartos da HW, fonte: JPMorgan Equity Research.....	78
Ilustração 44: comparação do balanço da empresa entre 2006 e 2013, reflectindo as variações decorrentes do LBO, fonte: Annual Reports HW (2013) e Hilton Hotels Corporation (2006 e 2007)	79
Ilustração 45: pipeline das principais cadeias hoteleiras a operar nos EUA, fonte: JPMorgan Equity Research	79
Ilustração 46: pipelines em % do segmento franchise & managed, fonte: JPMorgan Equity Research.....	80
Ilustração 47: % do total de quartos em construção a nível global por parte de cadeias hoteleiras, atribuível à Hilton à data do SIPO, fonte: Hilton SIPO SEC Filling	80
Ilustração 48: evolução do portfólio de quartos da Hilton desde o início do LBO até ao SIPO, fonte: HW SIPO SEC Filling.....	81

Ilustração 49: valor em USD e número de stock units atribuídas à gestão da empresa, como prémio de performance, valores em USD fonte: HW IPO SEC Filing	82
Ilustração 50: remuneração base da gestão da HW, valores em USD fonte: HW SEC Filling- Notice of Annual Meeting of Shareholders 2013	82
Ilustração 51: remuneração dos CEO das principais empresas hoteleiras nos EUA em 2013, fonte: www.skift.com	83
Ilustração 52: composição da remuneração máxima do CEO da HW em 2014	84
Ilustração 53: composição da remuneração máxima dos restantes executivos da HW em 2014	84
Ilustração 54: valores a receber em USD pelos membros do board da HW em circunstâncias excecionais.....	85
Ilustração 55: valor por quarto em milhares de USD nas principais cidades dos EUA, fonte: HVS.....	87
Ilustração 56: principais ativos imobiliários da HW, fonte: Credit Suisse Equity Research	87
Ilustração 57: múltiplo EV/EBITDA dos pares da HW aquando do SIPO, fonte: Bloomberg Professional Platform	88
Ilustração 58: retorno para os acionistas das empresas hoteleiras nos EUA desde 2010, fonte: Bloomberg Intelligence	88
Ilustração 59: CEO da HW acompanhado por floor traders na bolsa de Nova Iorque, fonte: Reuters	89
Ilustração 60: pricing dos IPO relativamente ao file range e first day returns, fonte: Jay Ritter website.....	90
Ilustração 61: percentagem média de public floating nos IPO nos EUA, fonte: Jay Ritter website	91
Ilustração 62: spread dos underwriters equal and proceeds weighted nos IPO nos EUA, fonte Jay Ritter website	92
Ilustração 63: first day IPO returns nos EUA, fonte: Jay Ritter website.....	93
Ilustração 64: balanço prospetivo da HW, fonte: candidato.....	93
Ilustração 65: demonstração de resultados prospetiva da HW, fonte: candidato	94
Ilustração 66: dados financeiros e operacionais prospetivos dos diversos segmentos da HW, fonte candidato.....	94
Ilustração 67: número de quartos e crescimento da HW, fonte: candidato	94

Ilustração 68: métricas operacionais prospetivas da HW, fonte: candidato	95
Ilustração 69: retorno do capital prospetivo da HW, fonte: candidato	95
Ilustração 70: oferta pública de ações por parte da Blackstone em Junho de 2014, fonte: Public Offer SEC Filing	96
Ilustração 71: performance bolsista da HW desde o IPO em Dezembro de 2013, fonte: Bloomberg Professional Platform	97
Ilustração 72: evolução da valorização das ações do setor hoteleiro em termos do rácio EV/EBITDA a nível global desde 2010, fonte: Bloomberg Professional Platform	98
Ilustração 73: evolução da cotação das ações do setor hoteleiro a nível global, fonte: Bloomberg Professional Platform	98
Ilustração 74: public offer Blackstone Novembro 2014, fonte: SEC Filing	99
75: entrada do hotel Waldorf Astoria NY, fonte: HW website	100
Ilustração 76: valor por quarto premium em USD dos principais hotéis da HW, fonte: candidato.....	100
Ilustração 77: valor por quarto regular em USD dos hotéis da HW, fonte: candidato .	101
Ilustração 78: criação de valor através do reinvestimento das verbas procedentes da venda do Waldorf Astoria NY, fonte: candidato	101
Ilustração 79: valor incremental dos novos hotéis e das management fees do Waldorf Astoria NY, fonte: candidato.....	101
Ilustração 80: transações de hotéis a nível global, fonte, Jones Lang LaSalle	102
Ilustração 81: montante de emissões de CMBS desde 2007, fonte: Wall Street Journal	102
Ilustração 82: principais REIT no setor hoteleiro nos EUA fonte: REIT Valuation 3 December 2014, fonte: REIT Intelligent Investor Holiday Newsletter 2014.....	103
Ilustração 83: crescimento da oferta hoteleira nos principais mercados urbanos dos EUA até 2017, fonte: Credit Suisse Equity Research.....	104
Ilustração 84: dados prospetivos de ocupação e Revpar da HW, fonte: candidato	104
Ilustração 85: evolução do revpar nas 2 costas dos EUA, fonte: Credit Suisse Equity Research.....	105
Ilustração 86: dados dos principais mercados hoteleiros dos EUA, fonte: Credit Suisse Equity Research.....	105
Ilustração 87: projeções da US Travel Association relativas aos drivers macro do mercado hoteleiro dos EUA	106

Ilustração 88: estimativa do Credit Suisse para a evolução da 10-Yr Yield da dívida soberana dos EUA, fonte: Credit Suisse Economists	107
Ilustração 89: expectativa do mercado para a evolução das Yields da dívida soberana dos EUA a 5 anos, fonte: Credit Suisse Equity Research	107
Ilustração 90: expectativa do mercado para a evolução a Yield da dívida soberana dos EUA a 10 anos.....	108
Ilustração 91: aumento do emprego não agrícola nos EUA desde 2011, fonte: Credit Suisse Equity Research.....	108
Ilustração 92: relação entre a evolução do Revpar e a taxa de desemprego nos EUA.	109
Ilustração 93: evolução do mercado hoteleiro norte-americano e previsões de crescimento até 2017, fonte: Bloomberg Professional Platform	109
Ilustração 94: evolução do Revpar a nível global desde 2012, fonte Bloomberg Professional Platform	111
Ilustração 95: global tourist arrivals, fonte: HW Investor Presentation Novembro 2014	112
Ilustração 96: evolução da classe média a nível global, fonte: HW Investor Presentation Novembro de 2014	112
Ilustração 97: densidade de quartos de hotel por milhar de habitantes, fonte: HW Investor Presentation Novembro 2014	113
Ilustração 98: evolução do gasto a nível global em viagens desde 2010, fonte: The World in 2015 (The Economist)	113
Ilustração 99: novo SLS Las Vegas, fonte: HW website	115
Ilustração 100: projeto do hall de um hotel Canopy, fonte: Wall Street Journal	115
Ilustração 101: portfolio de marcas das principais empresas competidoras da HW, fonte: Credit Suisse Equity Research.....	119
Ilustração 102: evolução do número de quartos das empresas do setor entre 2007 e o 3Q 2014 da HW, fonte: apresentação de resultados da HW 3Q 2014	119
Ilustração 103: comparação da evolução das receitas da Hilton com os seus pares, fonte: relatórios anuais das empresas analisadas	120
Ilustração 104: avaliação por parte do mercado dos pares e da HW em termos do rácio EV/EBITDA, fonte: Bloomberg Professional Platform	120
Ilustração 105: evolução do portfolio de quartos da MHI desde 2012, fonte: MHI Annual Reports.....	123

Ilustração 106: valor dos ativos vendidos pela MHI desde 2011, fonte: MHI Annual Reports.....	124
Ilustração 107: evolução do rácio Net debt / EBITDA da MHI desde 2002, fonte: MHI Annual Reports	124
Ilustração 108: valor dos ativos imobiliários da MHI, fonte: Jones Lang LaSalle	126
Ilustração 109: performance bolsista da MHI desde 2010, fonte: Bloomberg Professional Platform	127
Ilustração 110: cotação e o montante das emissões de dívida da MHI, fonte: MHI investors website	128
Ilustração 111: estimativa de crescimento das vendas da MHI, fonte: candidato.....	129
Ilustração 112: pressupostos de avaliação da MHI, fonte: candidato.....	129
Ilustração 113: avaliação da MHI tendo em conta os múltiplos EV/EBITDA e price-to-book dos pares, fonte: candidato	129
Ilustração 114: balanço prospetivo da MHI sem LBO, fonte: candidato	130
Ilustração 115: demonstração de resultados prospetiva da MHI sem LBO, fonte: candidato.....	130
Ilustração 116: pressupostos da avaliação Sum-of-the-parts da MHI, fonte: candidato	131
Ilustração 117: pressupostos de valorização das partes da MHI em 2019 nos diversos cenários de saída do investimento, fonte: candidato	132
Ilustração 118: valor global dos Buyouts a nível mundial 1995-2013, por geografia, fonte: Bain Private Equity Report 2014.....	136
Ilustração 119: private Equity fund raising 1995-2013 por tipo de deal, fonte: Bain Private Equity Report 2014.....	136
Ilustração 120: buyout fund raising 2003-2013, fonte: Bain Company Private Equity Report 2014	139
Ilustração 121: número de Buyout funds, fonte: (Ritter, 2014).....	142
Ilustração 122: IRR dos Buyout Fundes desde os anos 80, (Ritter, 2014).....	142
Ilustração 123: public market equivalent performance dos buyout funds desde os anos 80, fonte: (Ritter, 2014)	143
Ilustração 124: média ponderada da IRR dos Buyout funds, fonte: (Ritter, 2014)	143
Ilustração 125: retornos das diversas classes de investimento em Private Equity desde o começo da atividade até 2007, fonte:(Phalippou, 2014)	144

Ilustração 126: tamanho das empresas alvo de IPO nos EUA em termos do valor das suas vendas, fonte: (Ritter, 2014).....	146
Ilustração 127: retorno e pricing dos IPO nos EUA desde 1980, fonte: (Ritter, 2014)	146
Ilustração 128: ganhos em média no primeiro dia de negociação dos IPO nos EUA desde 1980, fonte: (Ritter, 2014).....	146
Ilustração 129: número de IPO nos EUA desde 1980, fonte: (Ritter 2014).....	147
Ilustração 130: aggregate proceeds dos IPO nos EUA fonte: (Ritter, 2014).....	147
Ilustração 131: buyouts no setor hoteleiro, fonte: Sec Filling.....	160
Ilustração 132: projeções da UBS para o EBITDA da Hilton Hotels Corporation à data do LBO, fonte: Sec Filling	160
Ilustração 133: EV/EBITDA das empresas do setor hoteleiro norte-americanas aquando do SIPO da Hilton, fonte: Bloomberg Professional Platform	161
Ilustração 134: cenário de evolução e avaliação da Hilton Hotels Corporation tendo por base o múltiplo pago em 2007, fonte: SEC Filling Hilton Hotels Corporation LBO, fonte: candidato.....	162
Ilustração 135: foco no corte de custos por parte da gestão de Christopher Nassetta, fonte: HW SIPO SEC Filling.....	163
Ilustração 136: análise dos factores que levaram a Hilton a renegociar a dívida, fonte: HW SIPO SEC Filling, fonte: Annual Reports pares da HW	165
Ilustração 137: ações detidas pelos credores da HW, fonte: Bloomberg Businessweek	166
Ilustração 138: taxas e montantes da dívida detida pelos credores, fonte: candidato ..	167
Ilustração 139: juros cobrados após 2010 pelos credores da HW, fonte: candidato	167
Ilustração 140: retorno dos credores no LBO, fonte: candidato.....	167
Ilustração 141: retorno da dívida associada ao LBO da HW % de rentabilidade e em valor anual recebido, fonte: Bloomberg Businessweek, candidato	168
Ilustração 142: EV/EBITDA das empresas do setor hoteleiro norte-americanas aquando do SIPO da Hilton, fonte: Bloomberg Professional Platform	169
Ilustração 143: custo do capital prospetivo da HW, fonte: candidato	170
Ilustração 144: free cash flow analysis da HW, fonte: candidato	171
Ilustração 145: avaliação da HW através do método de Discounted Cash Flows, fonte: candidato.....	171
Ilustração 146: avaliação Sum-of-the-Parts da HW, fonte: candidato	172

Ilustração 147: avaliação sum-of-the-parts com e sem a mais valia do imobiliário, fonte: candidato.....	172
Ilustração 148: análise de sensibilidade da avaliação por DCF da HW, fonte: candidato	172
Ilustração 149: avaliação da HW através dos múltiplos intrínsecos, fonte: candidato.	173
Ilustração 150: comparação do valor atribuído através dos múltiplos com o obtido através do múltiplo EV/EBITDA associado aos pares 2015 E, fonte: candidato	173
Ilustração 151: valor do Waldorf Astoria NY e portfolio de quartos nas principais propriedades da HW	174
Ilustração 152: segmento de leasing & valor do segmento de Owned and leased em termos do valor imobiliário das propriedades comparativamente ao seu valor de mercado, fonte: candidato.....	175
Ilustração 153: quartos detidos em joint venture pela HW e fees geradas pela totalidade dos hotéis a alienar, fonte: candidato.....	175
Ilustração 154: valor da posição remanescente dos fundos da Blackstone na empresa	176
Ilustração 155: valores de entrada do LBO e valores possíveis de saída, fonte: candidato	177
Ilustração 156: retorno do investimento em termos de IRR nesta operação, fonte: candidato.....	177
Ilustração 157: retorno em termos líquidos para os Limited Partners, fonte: candidato	177
Ilustração 158: breakdown do MOIC da operação, fonte: candidato	180
Ilustração 159: performance prospetiva de um REIT com os ativos imobiliários da HW, fonte: candidato	181
Ilustração 160: cash flow e avaliação do REIT com os ativos imobiliários da HW, fonte: candidato.....	182
Ilustração 161: métricas e valuation do Hilton REIT e conglomerado Hilton, 20% DDM, 20% EV/EBITDA, 40% NAV pares, 20% FFO pares, fonte: candidato	183
Ilustração 162: cash flow statement prospetivo da MHI, fonte: candidato	184
Ilustração 163: variação do working capital da MHI, fonte: candidato	184
Ilustração 164: discounted cash flow analysis da MHI fonte: candidato	185
Ilustração 165: unlocked value dos ativos imobiliários da MHI e valor dos mesmos em regime de franchising, fonte: candidato	186

Ilustração 166: análise por via dos comparáveis do peer group da MHI, fonte: candidato	186
Ilustração 167: os 3 cenários estudados para um eventual LBO da MHI, fonte: candidato	187
Ilustração 168: demonstração de resultados prospetiva simulando a carga financeira do LBO (cenário 1), fonte: candidato	188
Ilustração 169: cash flow e evolução da dívida da MHI após o LBO, fonte: candidato	188
Ilustração 170: impacto do imobiliário valorizado a justo valor nos 2 cenários de avaliação	189
Ilustração 171: retorno dos 3 cenários estudados para o LBO, fonte: candidato	189

6-Tema do Caso de Estudo

O tema a desenvolver no caso de estudo centra-se na Hilton Hotels Corporation e na evolução que a mesma teve, desde que foi retirada de bolsa, por intermédio de um Leveraged BuyOut, acompanhado por um Management-Buy-In, efetuado pelo gigante de Private Equity norte-americano Blackstone.

Assim, o objetivo é proceder ao estudo através de uma perspetiva eminentemente financeira, em termos das diversas implicações que este processo, desde a retirada de bolsa da HW, passando pela reestruturação de dívida com os credores, até ao SIPO em 2013, trouxe aos investidores da Hilton em 2007, assim como aos investidores dos fundos envolvidos no LBO. Adicionalmente, esta dissertação pretende estudar questões desde o background da HW e da Blackstone, integrando-os com a operação efetuada em 2007, passando pelas políticas de gestão adotadas após o LBO, o timing do SIPO efetuado em 2013, a avaliação da posição atual dos detentores do capital dos fundos da Blackstone, assim como a replicabilidade de uma operação deste tipo com outro player de referência no setor da hotelaria a nível internacional, efetuada através de uma empresa de Private Equity.

O tema em apreço é resultado, de uma pesquisa elaborada por fases por parte do candidato. Desta forma, após o mesmo estabelecer a sua preferência por elaborar a sua dissertação em finanças, optou por efetuar um estudo de um SIPO integrado no tema mais abrangente de Private Equity, dado que este tipo de projeto permitia integrar, de um modo abrangente, diversos conceitos e conhecimentos desde valorização de empresas, estudo de SIPO, políticas de gestão e criação de valor. Cumulativamente, existiam outros requisitos que o candidato pretendia verificar, nomeadamente: o facto do objeto de estudo ser uma empresa de referência a nível global no seu setor de atividade, e a existência de um nível de compreensão significativo por parte do candidato relativamente à empresa e setor em questão.

Tendo em conta estes requisitos, a HW surgiu naturalmente como a opção certa, pois, além de cumprir os requisitos acima mencionados, adicionava um nível de riqueza que poucos casos deste tipo poderiam oferecer, combinando uma retirada de bolsa através de um LBO, uma reestruturação de dívida por mútuo acordo entre a Blackstone e os credores, incluindo a conversão de dívida em capital, tendo este processo culminado num

SIPO bem-sucedido. Além de tudo isto, o percurso desta empresa é indissociável de vários fenómenos desde a intensa atividade dos fundos de Private Equity, à crise do sub-prime e ao impacto que a mesma teve na economia americana e mundial, assim como a recuperação da economia e dos mercados acionistas nos Estados unidos, que permitiram o lançamento de um bem sucedido SIPO.

Com o objetivo de estudar a replicabilidade da operação anteriormente descrita num horizonte temporal de 5 anos, foi selecionada a Meliá Hotels International, devido ao elevado valor das propriedades imobiliárias que detém atualmente relativamente à capitalização bolsista da empresa, à semelhança da HW aquando do LBO efetuado em 2007 pela Blackstone.

7-Lista de Abreviaturas e Siglas

ADR- Average Daily Rate

AFFO- Adjusted Funds From Operations

AUM- Assets Under Management

BAAM- Blackstone Alternative Asset Management

BCP- Blackstone Capital Partners

BI- Bloomberg Intelligence

BOFA- Bank of America

BREP- Blackstone Real Estate Partners

CMBS- Commercial Mortgage Backed Securities

CS- Credit Suisse

CDO- Collateralized Debt Obligation

COE- Cost of Equity

D&A- Depreciations and Amortizations

DDM- Dividend Discount Model

DR- Demonstração de Resultados

EBITDA- Earnings Before Intrest Taxes Depreciations and Amortizations

EV- Enterprise Value

EVP- Executive Vice President

FCFF- Free Cash Flow to the Firm

FFO- Funds From Operations

G- Taxa de Crescimento Perpétua

GE- General Electric

GP- General Partner

GS- Goldman Sachs

IBM- International Business Machines Corporation

HW- Hilton Worldwide

IC- Invested Capital

IHG- Intercontinental Hotels Group

IPO-Initial Public Offer

IRR- Internal Rate of Return

JPM- JPMorgan

JV- Joint Venture

KD- Cost of Debt

KE- Cost of Equity

KKR- Kohlberg Kravis Roberts

LBO- Leveraged Buyout

LP- Limited Partners

M&A- Mergers and Acquisitions

M&F- Management and Franchise

MHI- Meliá Hotels International

MOIC- Multiple on Invested Capital

NAV- Net Asset Value

NOPLAT- Net Operating Profit Less Adjusted Tax

NY- New York

NYSE- New York Stock Exchange

OPFCF- Operating Free Cash Flow

P/B- Price-to-Book Ratio

PE- Private Equity

PER- Price-to-Earnings Ratio

PME- Public Market Equivalent

RE- Real Estate

REIT- Real Estate Investment Trust

REVPAR- Revenue per Available Room

RF- Risk Free Rate

ROE- Return On Equity

ROIC- Return on Invested Capital

RM- Expected Market Return

SIPO- Secondary Initial Public Offer

SEC- U.S. Securities and Exchange Commission

S&P500- Standard and Poor's 500 Index

STR- Smith Travel Research

TPG- Texas Pacific Group

TTM- Trailing Twelve Months'

TWA- Trans World Airlines

VPA- Valor por Ação

VPK- Value per Key

WACC- Weighted Average Cost of Capital

WC- Working Capital

8-Caso de Estudo

8.1-A Hilton Worldwide Holdings

8.1.1 História da HW

A Hilton Worldwide (“HW”) foi fundada em 1919, no estado norte-americano do Texas, na cidade de Cisco, por Conrad Hilton, aquando da compra do hotel “The Mobley” com 40 quartos por 40000 USD. Seria ainda na primeira década de atividade da empresa que Conrad criaria aquela que viria a ser a marca indelével da mesma, o primeiro hotel com o seu último nome em 1925, que foi concebido com o objetivo de ser o melhor hotel a operar no estado norte-americano do Texas.



Ilustração 1: The Mobley Hotel, fonte: www.hiltonworldwide.com/about/history

Dentro do historial de crescimento da Hilton, a década de 40 foi marcante sob vários pontos de vista. Assim, antes de entrar na bolsa em 1946, a HW tornou-se em 1943, na primeira empresa do setor da hotelaria nos EUA a deter uma presença do Atlântico ao Pacífico, com a compra dos emblemáticos hotéis Roosevelt e Plaza em Nova Iorque. O final desta década, além do floating na bolsa de Nova Iorque em 1946, traria ainda a expansão internacional da empresa com a entrada em Porto Rico e a compra do hotel mais emblemático dos EUA, o Waldorf Astoria em Nova Iorque, no ano de 1949.

A década de 50 ficou marcada pela evolução interna da empresa que se traduziu na introdução de ar condicionado nos quartos, na criação de um sistema de reservas centralizado e na criação do Hilton Carte Blanche Credit Card que foi pioneiro na

indústria hoteleira. No que concerne ao portfolio de hotéis, ocorreu a continuação da expansão interna e internacional, nomeadamente na Europa, tendo sido criado o conceito do primeiro hotel de aeroporto em San Francisco.



Ilustração 2: Hilton Istambul o primeiro hotel Hilton na Europa, fonte: www.hiltonworldwide.com/about/history

Relativamente à organização institucional e propriedade da empresa, foi apenas na década de 1960 que se verificaram alterações significativas. Assim dentro de um contexto de melhoria contínua e ampliação do *portfolio* de hotéis, com a continuação da expansão internacional, a empresa é separada em 2 com a criação da Hilton International, em 1964, que agregava os hotéis internacionais, e a Hilton Hotels Corporation, que detinha a titularidade das propriedades em solo norte-americano. Assim, a Hilton International em 1967 é adquirida pela Transworldairlines (“TWA”), que procurou integrar ambos os negócios, visando a obtenção de sinergias entre os negócios hoteleiro e de transporte aéreo.

Após a década de 70 ter sido marcada pela entrada da empresa no negócio dos casinos com o hotel Flamingo e pela morte do fundador Conrad Hilton, os anos 80 marcaram a transferência de propriedade da Hilton International da (TWA), empresa que se encontrava então já em decadência, para a holding UAL, que detinha a United Airlines. Desta forma, a Hilton International foi posteriormente vendida à empresa britânica Ladbrokes plc em 1987, na sequência de um conflito societário na UAL, a Ladbrokes mudou a designação societária para Hilton Group em 1999, tendo a empresa mantido esta denominação societária até 2006.

Assim, as décadas seguintes, além da morte do fundador em 1979, ficariam marcadas pela introdução do programa de fidelização HHonours em 1987, que introduziu a possibilidade de acumular milhas, em 1994, tendo o website www.hilton.com sido criado em 1995. Os anos 90 ficaram marcados pela liderança de Stephen Bollenbach que chegou à empresa em 1996, após passagens pelas Disney como CFO e pela Trump Organization como responsável pela área de casinos. Assim, Bollenbach foi o primeiro CEO da empresa que não era familiar de Conrad Hilton.

No que concerne à gestão da empresa do novo CEO, uma das primeiras medidas foi otimizar o valor da marca e criar sinergias. Deste modo em 1997, foi assinado um acordo de partilha de marca entre a Hilton Hotels Corporation e a subsidiária do então ainda Ladbroke's group, tornando os hotéis Waldorf Astoria e Conrad em termos publicitários e comunicacionais parte do grupo Hilton. As insígnias Double Tree, Embassy Suites, Red Lion, Hampton Inn e Homewood Suites foram adicionadas ao portfolio da Hilton Hotels Corporation em 1999 com a compra da Promus Hotel Corporation em 1999, por 4 mil milhões de USD dos quais 1000 milhões correspondiam à dívida da empresa. Além desta operação o novo CEO fundiu a divisão de casinos existente na empresa com a Bally Entertainment Corporation, avaliada então em 2 mil milhões de USD, e fez um Spin Off da divisão de casinos designada Caesars Entertainment, em 1998.

Assim, a década de 2000 registaria a criação da subsidiária Hilton Grand Vacations, que se dedica ao Timesharing de frações em *resorts* premium em destinos exóticos, e que representa cerca de 11% do total de receita da atual HW Holdings. Posteriormente e precedendo o Leveraged Buy-out pelo The Blackstone Group, a Hilton Hotels Corporation readquire a sua irmã gémea que opera hotéis fora dos EUA, a Hilton International, à Ladbroke's PLC em Dezembro do ano de 2005, por um montante de 3,3 mil milhões de GBP, adicionando ao *portfolio* as marcas Conrad, Scandic e os health clubs Living Well e um modesto *pipeline* de 14000 quartos em 58 hotéis, se comparado com a expansão internacional ocorrida entre 2007 e o SIPO que levou a que a empresa tivesse mais 47% de quartos fora dos EUA num total de 148900, sendo nessa data o total de quartos em construção fora dos EUA 76000. Antes da venda da empresa, os hotéis Scandic foram alienados ao fundo de Private Equity EQT, tendo esta transação, que incluiu 132 hotéis com 23000 quartos, ascendido a 1,1 milhões de USD, o que equivalia a 10 vezes o EBITDA da empresa.

O consulado de Bollenbach na empresa ficou deste modo marcado por um crescimento das receitas de 2,3x e do EBITDA de 3,5x ou 11,9% em termos anuais uma performance acima dos pares do setor, tendo estes indicadores financeiros assentado num crescimento da oferta de quartos em 238% ou 350 mil unidades de alojamento. A fase menos positiva deste longo consulado na gestão da empresa em termos de performance bolsista ocorreu após o 11 de Setembro, as ações caíram no imediato quase 50%, tendo o EBITDA caído 20% no ano de 2001, só estabilizando em 2003, tendo este movimento sido transversal ao setor, sendo o mesmo consequência lógica da pró-ciclicidade desta indústria.

A expansão em termos de marcas foi prosseguida pela atual gestão de Christopher Nassetta, desde 2007 até então CEO do REIT Host Hotels and Resorts, tendo sido criada a marca Home2Suites em 2009, que conta atualmente com 41 propriedades a nível global. Adicionalmente, foram recentemente criadas em 2014 as marcas Curio, com presença em Las Vegas, Dallas e Florida, com um foco na autenticidade e independência dos seus hotéis de 4 e 5 estrelas, e a marca Canopy com um posicionamento de lifestyle acessível, com proximidade às comunidades e cultura locais, com acordos assinados em cidades como: Portland, Londres, San Diego Savannah, Washington DC e Miami.

Atualmente, a Hilton é líder mundial do setor ao possuir 12 insígnias, com 4265 hotéis com 720 mil quartos em 93 países integrados num sistema que gera 34 mil milhões de USD de receitas. Cumulativamente, a empresa possui em pipeline 215 mil quartos (230 mil, se incluídos os acordos validados mas não assinados) , dos quais 60% se encontram

fora dos EUA e 109 mil estão em em construção, valores que representam aumentos de 84% e 161% relativamente aos verificados em 2007, aquando do Leveraged Buyout.

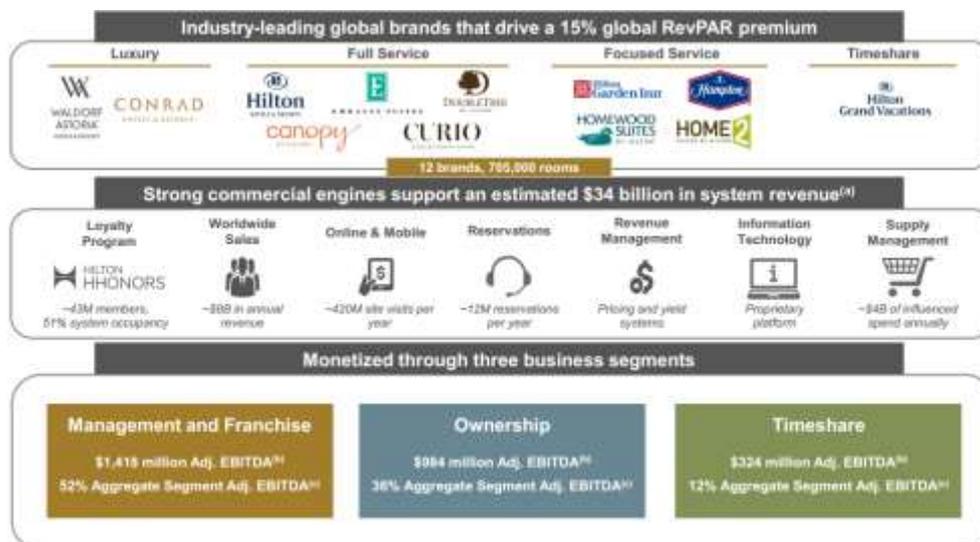


Ilustração 3: Caracterização da HW, Investor Presentation de November 2014

Relativamente à fidelização do cliente, em 1987, foi introduzido o programa de fidelização Hilton Hhonors, atualmente com mais de 46 milhões de membros fidelizados que são responsáveis por 51% da ocupação dos hotéis da empresa, que oferece vantagens exclusivas aos clientes frequentes da cadeia, não só nas propriedades da mesma, como também numa vasta lista de parceiros, como: companhias de aviação (benefício em que o Hhonours foi pioneiro desde 1994), bilhetes de comboio, rent-a-cars, viagens de cruzeiro, experiências de restauração ou de compras.

A inovação tecnológica sempre esteve no ADN da HW; deste modo, desde 1972 que a empresa possui um sistema informático que centraliza os processos de reserva. Dentro desta tendência a Hilton está online desde 1995, quando lançou o web site Hilton.com, tendo concebido em 2009 a primeira aplicação para smartphones IOS.

Os principais concorrentes da HW Holdings a nível global são: a Marriot International, a Intercontinental Hotels Group, a Starwood, a Choice Hotels International, os hotéis Hyatt, a Marriot Vacations Worldwide e a Wyndham Worldwide. Assim, este grupo de pares, doravante designado de *peer group*, será tido como referência para efeitos comparativos da performance financeira e operacional da HW. Atualmente, apesar da recente aposta na internacionalização, a empresa ainda obteve em 2013, aquando do SIPO, 75% do seu EBITDA nos EUA, valor que se encontra em linha com a Hyatt com

76% e a Marriot com 78%, surgindo a Starwood entre os grandes concorrentes diretos norte-americanos como a única com uma repartição equitativa do EBITDA ao obter apenas 52% das suas receitas nos EUA.

8.1.1.1-Portfolio de Marcas da HW

Marca	Segmento	Número de Hotéis	Número Quartos	Competidores	Descrição
Waldorf Astoria	Luxury	27	10653	Ritz Carlton Four Seasons Peninsula St.Regis Mandarin Oriental	Hotéis de luxo com SPA, restaurantes de topo, campos de golf nos resorts, serviço de quartos 24 horas, concierge, centros de convenções e banquetes
Conrad	Luxury	24	8094	Park Hyatt, Sofitel, Intercontinental, JW Marriot, Fairmont	Hotéis de luxo com SPA, restaurantes de topo, serviço de quartos 24 horas, concierge, centros de convenções e banquetes
Hilton	Upper Scale	550	187617	Marriot Sheraton	Marca global da empresa, hotéis

				Hyatt Radisson Blu Renaissance Westin Sofitel SwissHotel	com SPA, restaurantes, room service abrangente, centros de convenções e de eventos, concierge
Curio	Upper Scale	5	3170	Autograph Collection	Hotéis do segmento alto criados com o objetivo de serem autenticos inesquecíveis e independentes. 90 acordos em discussão
Canopy	Lifestyle	0	0	Edition Andaz W Hotels VIB OE Hotels	Hotéis com um foco lifestyle/ contemporâne o a um preço inferior ao de competidores como Edition W ou Andaz, com um forte ênfase na relação com os locais onde estão inseridos através da oferta de

					bebidas locais ou da decoração dos mesmos com pinturas de artistas locais.11 acordos fechados e 15 em discussão
DoubleTree by Hilton	Upscale	410	98340	Sheraton Crown Plaza Radisson Blu Holiday Inn Marriot Renaissance	Hotéis full-service, com restaurantes, capacidade para acolher eventos e piscina
Embassy Suites	upper Upscale	219	52400	Renaissance Sheraton Hyatt Renaissance Inn by Marriot	Hotéis com suites com 2 quartos e sala de estar/jantar e pequeno almoço a pedido
Hilton Garden Inn	Upscale	618	100869	Courtyard by Marriot Holiday Inn Hyatt Place Novotel Four Points by Sheraton	Conceito similar ao DoubleTree com um nível de serviço inferior
Hampton Inn	Upper Midscale	2005	198914	Fairfield Inn by Marriot Holiday Inn Express Confort Inn	Hotéis a preços moderados com oferta limitada de comida,

				Wyngate Wyndham La Quinta Inns	by os hotéis Hampton Inn & Suites que oferecem, simultaneamente e quartos e <i>suites</i> ao estilo de apartamento. Acordo de expansão com o grupo Plateno na China que adicionará a partir de 2015 400 novos hotéis
Homewood Suites	Upscale	359	40056	Residence Inn by Marriott Hyatt House Staybridge Suites Candlewood Suites	Hotéis do tipo extended stay com unidades de alojamento do tipo residencial, possuem <i>business</i> centers, piscinas, lojas de conveniência e pequenas salas de conferências

Home2 <i>Suites</i> by Hilton	Upper Midscale	45	4726	Candlewood <i>Suites</i> AmericInn Towne Place <i>Suites</i>	Hotéis do tipo extended stay com uma proposição de valor inferior relativamente aos Homewood <i>Suites</i>
Hilton Grand Vacations	Timeshar e	44	6794	Marriot Vacations Club Starwood Vacation Ownership Hyatt Residence Club Wyndham Vacations Resorts	Marca do segmento de timeshare, focada nos mercados da Flórida Hawaii, New York e Nevada com propriedades adicionais fora dos EUA
Other		8	2216		

Ilustração 4: distribuição do portfólio de hotéis da HW por marca, fonte: HW 2014 Results

Hilton 3Q 2013 EBITDA

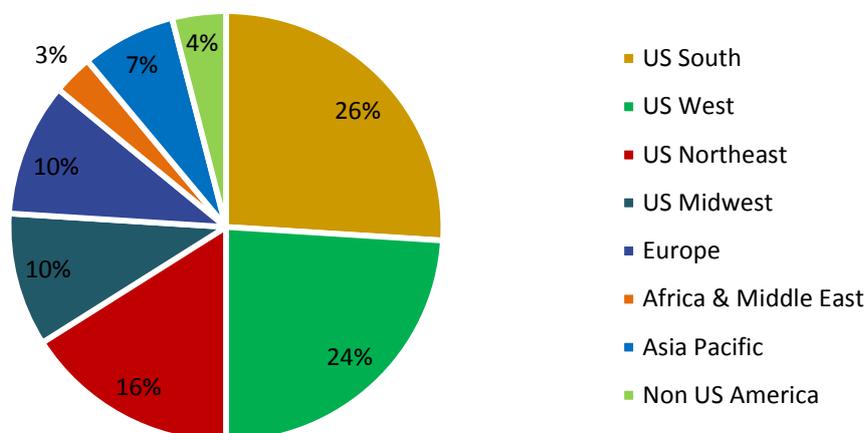


Ilustração 5: distribuição geográfica do EBITDA da HW aquando do IPO da empresa

Cadeia	País	Hoteis 2007	Hoteis 1995	Quartos 2007	Quartos 1995	Variação	%
Intercontinental	RU	3741	1925	556246	356800	199446	55,9%
Wyndham	USA	6473	4208	543234	413891	129343	31,3%
Marriot	USA	2776	874	502089	184995	317094	171,4%
Hilton	USA	2901	388	497738	147457	350281	237,5%
Accor	FRA	4121	2265	486512	256607	229905	89,6%
Choice	USA	5316	3358	429401	293706	135695	46,2%
Best Western	USA	4164	3409	315401	280144	35257	12,6%
Starwood	USA	871	425	265598	132477	133121	100,5%
Carlson	USA	945	349	145933	79482	66451	83,6%
Global Hyatt	USA	733	167	141011	77512	63499	81,9%

09/12/2013	2013 Net debt	2013 EBITDA	2013 Equity	2013 EV	2013 EV/EBITDA
Marriot	3027	1452	13927	16954	11,68
Starwood	1120	1220	13943	15063	12,35
Choice	610	204	2731	3341	16,38
Hyatt	1069	680	7437	8506	12,51
Média					13,23
Hilton IPO	13270	2210	19740	33010	14,94

Ilustração 6: evolução do número de quartos entre 1995 e 2007 associado à ao múltiplo das empresas comparáveis, em milhões de USD exceto o share price em USD, fontes: Hilton Hotels, Real Estate and Private Equity; Said Business School

8.1.2 Segmentos de Negócio da HW

Owned and Leased Hotels- 61170 quartos distribuídos por hotéis detidos diretamente pela HW ou cuja administração é efetuada por intermédio de contratos de *leasing*, gerando receitas provenientes do alojamento, refeições, SPA e recreação assim como

atividades de conferências e outras. Este *portfolio* de hotéis tem um potencial interessante de ser alienado com mais valias, em linha com o que o management está a efetuar com a venda de propriedades icónicas como o Waldorf Astoria NY por 1,95 milhões de USD em Outubro de 2014.

Assim, antes de vender o Waldorf NY a HW o *portfolio* da HW, tinha 10 propriedades que eram responsáveis por 56% da totalidade do EBITDA dos hotéis em regime de Ownership associado aos hotéis detidos pela empresa em localizações como Nova Iorque, Londres, Chicago, São Paulo, Sydney ou Hawaii. A venda destes ativos e o reinvestimento em outras propriedades com os montantes provenientes das alienações que gerem mais cash flow que a situação anterior foi um dos objetivos inicialmente detetados por Jonathan Gray, responsável pelo segmento de Real Estate da Blackstone, aquando da compra da então Hilton Hotels Corporation como factor potenciador de valor.

A HW Holdings detém 155 hotéis e *resorts* em 25 países em regime de propriedade e aluguer, nos quais investiu 1800 milhões de USD desde que a gestão do Blackstone Group assumiu funções. À data do SIPO, o EBITDA deste segmento tinha crescido 10% ao ano desde a fase problemática que teve o seu auge em 2009, encontrando-se ainda 7% abaixo dos níveis verificados em 2008.

Managed hotels- os 157976 quartos sob este formato são geridos sob acordos de gestão, que geram fees de base resultantes das vendas totais das unidades hoteleiras do segmento, existindo ainda uma componente variável associada à performance dos referidos estabelecimentos. Estes acordos possuem uma maior componente variável fora dos EUA, sendo os custos reembolsados pelos proprietários dos hotéis. Os hotéis sob o regime *managed* normalmente geram para a marca remuneração fixa designada de base fee, que no caso da HW foi de 3% das receitas totais geradas nos hotéis sob este regime em 2013, existindo adicionalmente remuneração variável designada de *incentive fee*, que é cerca de 10% do *incentive income*. Estes contratos possuem normalmente um período de vigência de 20 a 40 anos.

Franchised- nos 502202 quartos abrangidos pelos acordos de *franchising*, existe um pagamento inicial à HW pela entrada dos hotéis no *portfolio* da empresa, existindo depois uma compensação base em percentagem das vendas das unidades sob este regime, os hotéis das insígnias com uma proposta de valor superior retornam à HW uma percentagem de outras receitas como vendas de recreação e restauração, assim como uma verba para

gastos gerais como IT, promoção ou reservas. Este tipo de acordo possui uma duração *standard* de 20 anos para hotéis novos, podendo ser reduzida para 10 anos no caso de mudanças de marca, sendo a fee cobrada em média 5,4% do Revpar das habitações.

À data do SIPO, estes dois segmentos de negócio valiam combinados 52% do EBITDA da HW, valor que compara com 47% em 2007 e 27% no ano 2000. Foi essencialmente por via do recurso a este tipo de contratos que a HW aumentou entre 2007 e 2013 o número de quartos em propriedades internacionais de 101000 para 148900, ou seja, mais 47% relativamente à data do SIPO, sendo que já à data do SIPO 80% dos quartos em construção localizavam-se fora dos EUA.

Timeshare- Representa a venda e o financiamento das 6400 frações nas 42 propriedades de *timeshare* da HW sob a marca Hilton Grand Vacations, e as verbas associadas às mesmas representam o grosso das receitas deste segmento, assim como refeições ou outros serviços prestados nos *resorts* dentro deste modelo. Recentemente e dentro da política de desalavancagem da empresa, foi adotado um novo modelo, com maior enfoque na gestão e comercialização de unidades desenvolvidas por terceiros. Assim, dentro deste novo modelo, a empresa obtém receitas relacionadas com a comercialização e promoção das frações, assim como receitas decorrentes da operação dos *resorts*.

Revenue Breakdown

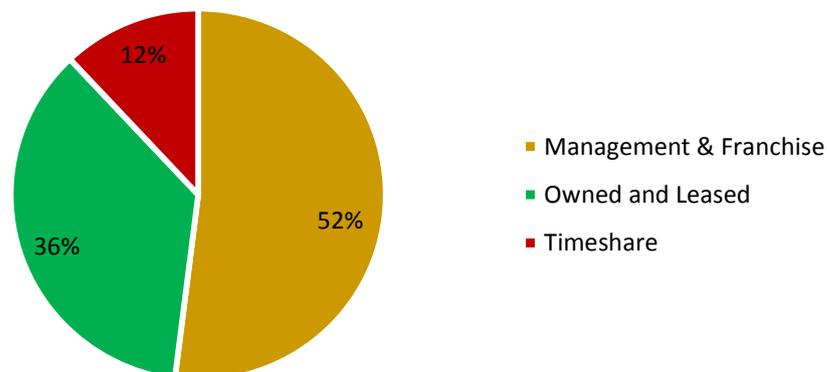


Ilustração 7: revenue breakdown por segmentos operativos da HW, fonte: : Investor Presentation de Janeiro de 2014

Distribuição Geográfica do Portfolio de Quartos da Hilton Worldwide

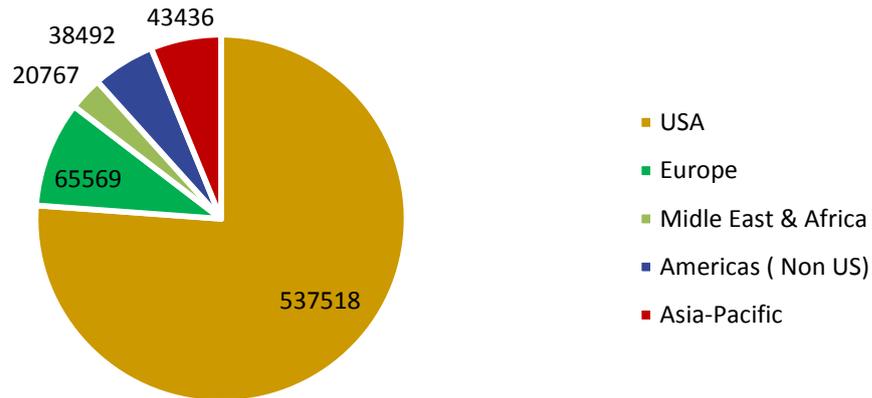


Ilustração 8: distribuição geográfica do portfolio de quartos da HW, fonte: Investor Presentation de Janeiro de 2014

Os Principais Segmentos da Hilton Worldwide

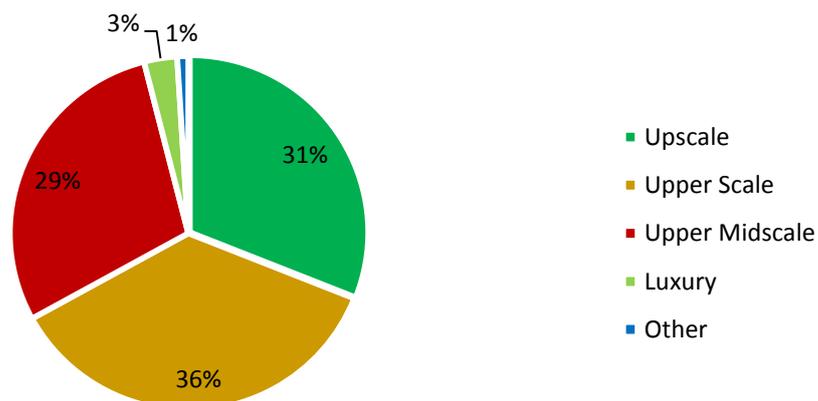


Ilustração 9: peso dos diversos segmentos da empresa no EBITDA da HW, fonte: Investor Presentation de Janeiro de 2014

Capital Light Sales % of Timeshare Interval Sales

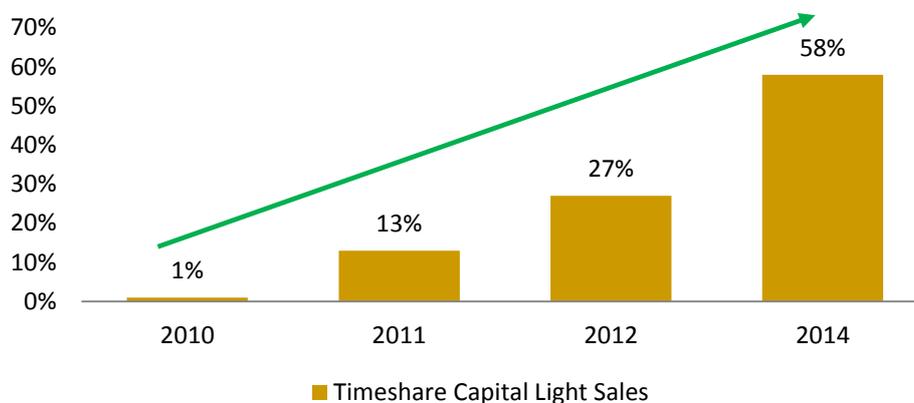


Ilustração 10: caracterização do segmento de Timeshare da HW, fonte: Investor Presentation Novembro de 2014

Este novo modelo capital light representa à data de Novembro de 2014 58% das vendas de frações do segmento, assim, de modo a expandir o número de quartos Hilton Grand Vacations, a empresa poderá reconverter hotéis ou comercializar e gerir empreendimentos de terceiros. Desta forma, o *financing* e as vendas de imobiliário representam cada 36% das vendas do segmento, sendo as *resort operations* responsáveis pelos restantes 28%; este segmento de negócio consiste na gestão do HVG Club que aluga frações disponibilizadas pelos proprietários e não vendidas. As vendas deste segmento cresceram em termos anuais 44% entre 2007 e 2013, sendo que atualmente a empresa não aposta muito na expansão de capacidade neste segmento, existindo sempre a possibilidade de reconverter alguns quartos do segmento de Owned and Leased, em frações de *timeshare*.

8.1.3 Especificidades do negócio em que a HW se insere

O setor hoteleiro tem como características basilares a sua sazonalidade e o facto de ser pró-cíclico. Desta forma, existem períodos ao longo do ano em que as receitas dos hotéis e *resorts* da HW verificam maiores receitas que noutros, sendo que estes picos de receita variam consoante o tipo hotel e a sua localização.

Em adição ao fenómeno referido anteriormente, este setor tende, em termos da sua performance, a amplificar os movimentos dos ciclos económicos e o momento do consumo privado, o que se representa em reduções acentuadas da métrica Revpar, que consiste na receita por habitação disponível, em períodos *de crise económica*. Este factor

é especialmente importante dados os custos fixos associados à operação de estabelecimentos hoteleiros. Desta forma, as empresas desta indústria tendem a verificar variações nos seus resultados bastante significativas. Este padrão cíclico aplica-se igualmente ao segmento de *timeshare*, dado que a procura por frações depende do momento do mercado imobiliário, assim como da disponibilidade de financiamento para investir neste tipo de produto. Desta forma, em Outubro de 2009, precedendo a reestruturação de dívida ocorrida em 2010, o Revpar atingiu uma queda máxima de 16,81 %, que compara com o crescimento recorde de 9,30%, em Março de 2006.

Desta forma, os gráficos abaixo relacionam a evolução do Revpar e da variação oferta de quartos nos EUA, mercado no qual a Hilton é líder ao controlar 9% do total da oferta de quartos e que correspondeu a 75% das receitas da empresa em 2013, y-o-y com a performance do mercado acionista. Assim, verifica-se que a performance bolsista apesar de coincidir com os ciclos do setor, tende a antecipar moderadamente as quedas da receita por habitação disponível. O ciclo atual com 52 meses caracteriza-se pelo facto da oferta, ao crescer 0,8%, ainda não ter evidenciado um aumento acima da média de longo prazo de 2%, como ocorreu no final dos últimos 2 ciclos, facto que é tido em linha de conta na avaliação da HW, sendo que, por outro lado, os 2 ciclos anteriores tiveram uma duração significativamente superior ao atual com 115 e 65 meses, respetivamente. Ainda no que concerne ao crescimento da oferta, os últimos ciclos demonstram que este indicador é o último a cair, o que decorre do facto, dos projetos de investimento em instalações hoteleira serem efetuados ainda em períodos de expansão, levando tempo a ser executados.

Crescimento da Procura e da Oferta no Mercado dos EUA

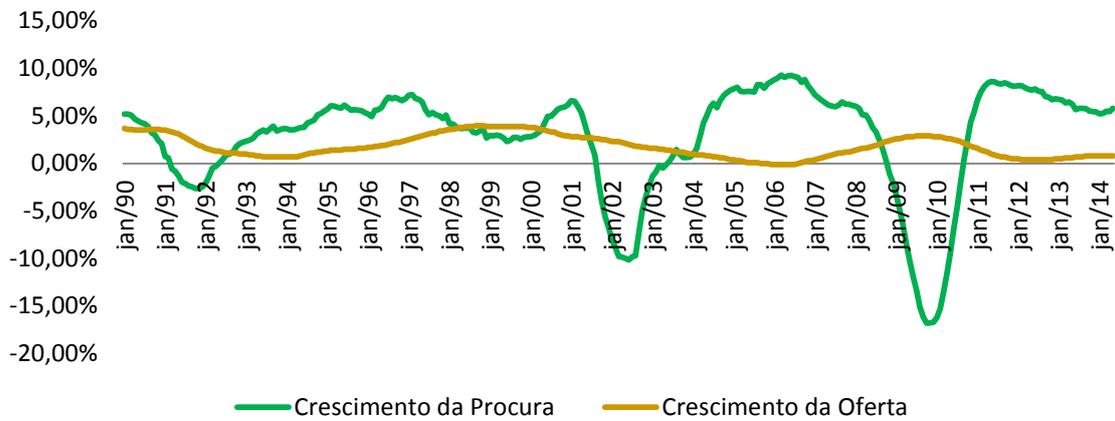


Ilustração 11: aumento da oferta de quartos nos EUA desde 1989, e a sua relação com o aumento da procura, fonte: Smith Travel Research

Lodging Index Return

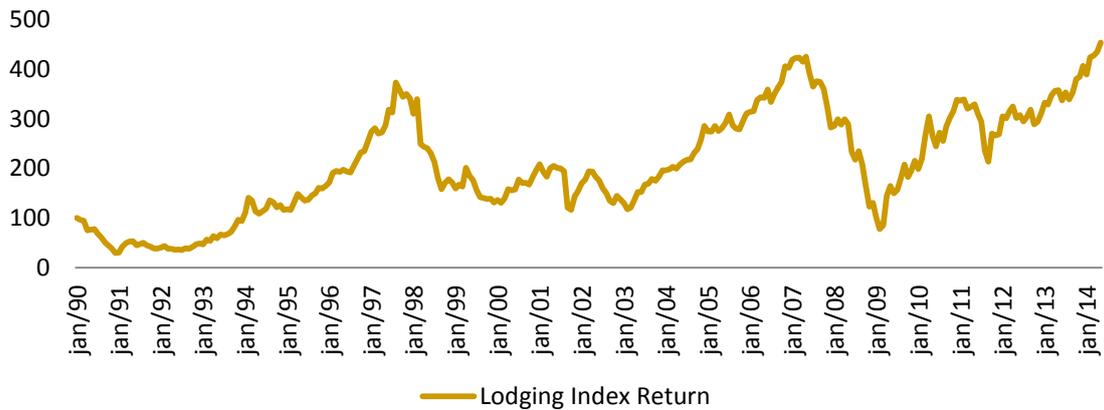


Ilustração 12: lodging return index das empresas hoteleiras norte-americanas, fonte: JPMorgan Equity Research

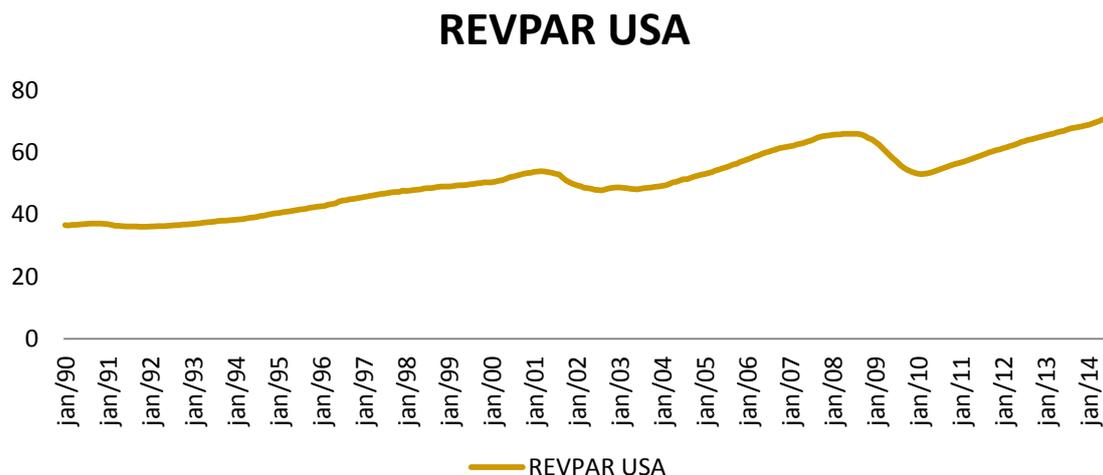


Ilustração 13: evolução do Revpar desde 1990 nos EUA, fonte: JPMorgan Equity Research

Relativamente ao mercado de *real estate*, aquando da oferta dos fundos da Blackstone sobre a Hilton Hotels Corporation, os investimentos em imobiliário dispararam nos EUA entre 2000 e 2007, como mostram as figuras abaixo, tendo o investimento em imobiliário comercial totalizado 307 mil milhões, valor que compara com 76 mil milhões de USD em 2001, verificando-se que o investimento em imobiliário por parte de Private Equity firms amplificou esse movimento ao disparar de 19,3 mil milhões para 104 milhões em 2006. Assim, excluindo o LBO da Hilton Hotels Corporation, a Blackstone já tinha investido entre 2004 e 2007 ,17 mil milhões de USD no setor hoteleiro, possuindo mais de 100 mil quartos.

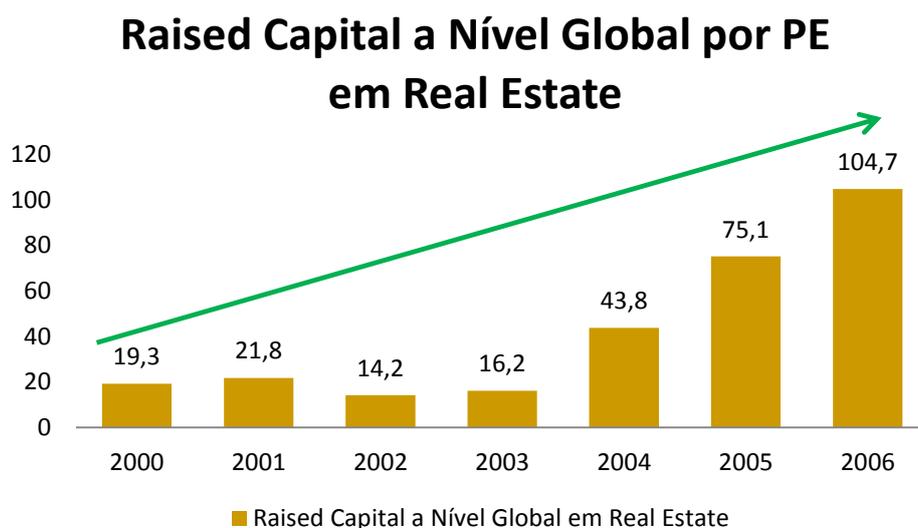


Ilustração 14: investimento em Private Equity entre 2000 e 2007, fonte: Hilton Hotels, Real Estate and Private Equity; Said Business School, University of Oxford

Volume de Transções em Real Estate nos EUA

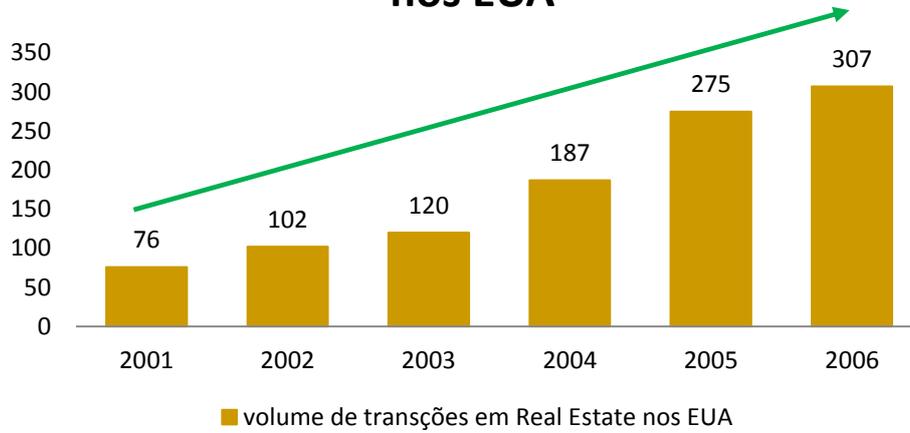


Ilustração 15: volume de transações em bilhões de USD no mercado imobiliário dos Eua entre 2000 e 2006, fonte:Hilton Hotels, Real Estate and Private Equity; Said Business School, University of Oxford

US Real Estate Investment 2006

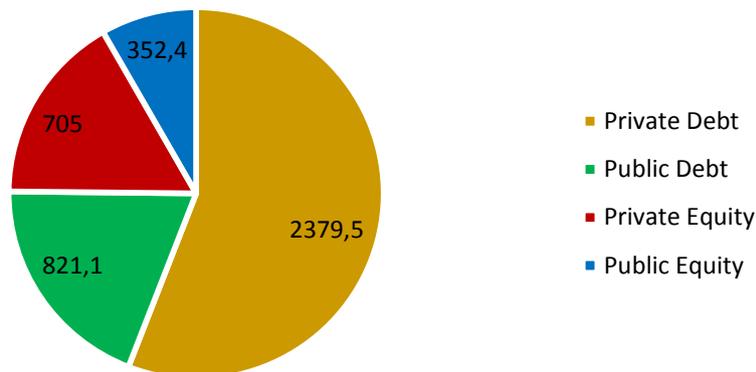


Ilustração 16: breakdown do investimento imobiliário nos EUA em 2006, fonte: Hilton Hotels, Real Estate and Private Equity; Said Business School, University of Oxford

USA Real Estate Investment Capital Sources 2006

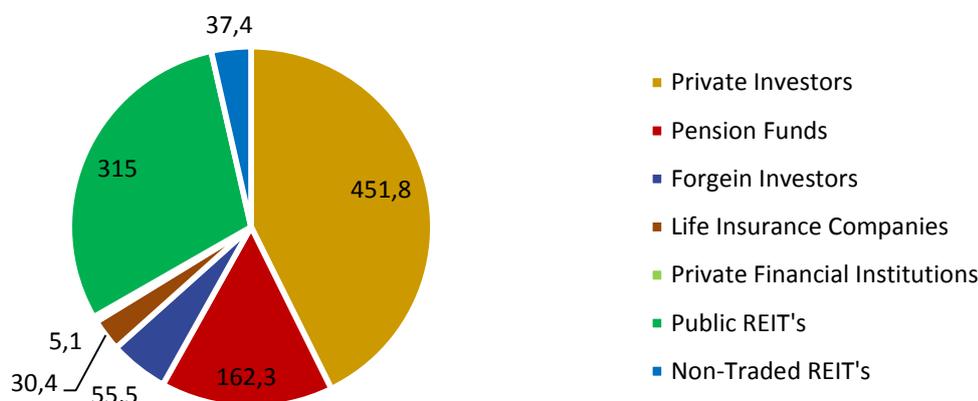


Ilustração 17: fontes de financiamento do investimento em imobiliário no ano de 2006 nos EUA, fonte: Hilton Hotels, Real Estate and Private Equity; Said Business School, University of Oxford

Em termos de segmentação, o negócio hoteleiro, caracteriza-se pelas seguintes segmentos:

- **Luxo**- Consiste em quartos espaçosos e requintados, incluindo o hotéis com múltiplos serviços como SPA, centros de conferências, centros de lazer, concierge ou shuttle, sendo o *Average Daily Rate* ou ADR superior a 190 USD por quarto
- **Upper scale**- Contém normalmente os mesmos serviços descritos anteriormente, sendo os quartos um pouco inferiores em termos de dimensões e decoração o que se traduz numa ADR entre os 130 e 190 USD
- **Upscale**- Oferece ainda os serviços acima descritos, com um nível menor de detalhe, sendo a ADR entre 105 e 130 USD
- **Upper Midle Scale**- Além do alojamento, oferece serviços como restauração ou máquinas de vending, podendo ainda possuir, por vezes, piscina ou shuttle, situando-se a ADR entre os 85 e os 105 USD
- **Midscale**- Consiste em quartos menores e mais despretensiosos, sendo o serviço apenas de pequeno-almoço continental, poucos serviços adicionais que consistem

essencialmente apenas numa piscina descoberta e a ADR situando-se entre os 60 e os 85 USD.

- **Economy**- Consiste geralmente em quartos simples e num pequeno-almoço com baixa diversidade, situando-se, conseqüentemente, a ADR abaixo dos 60 USD

8.2-The Blackstone Group

A Blackstone foi fundada em 1985, na cidade de Nova Iorque, pelos partners Stephen A. Schwarzman, atual chairman e CEO e Peter Peterson que tinha sido secretário de estado do comércio da administração de Richard Nixon, após terem perdido a luta pelo controlo do banco de investimento Lehman Brothers. Assim, começaram com um balanço de apenas 400.000 USD, tendo no seu core e no modo como os investimentos seriam feitos assim como nas relações com investidores e clientes o foco no cliente e valores como a independência e a ausência de conflitos de interesse. Atualmente, a Blackstone possui 19 escritórios nos Estados Unidos, estando presente na Europa desde 2000 e na região da Ásia-Pacífico desde 2005, nos quais trabalham mais de 1600 colaboradores.

Em 2007, dentro de um enquadramento favorável dos mercados acionista e imobiliário norte-americano, a Blackstone efetuou o seu IPO num valor de 4,13 mil milhões de USD, tornando-se no maior IPO nos EUA desde o ano de 2002. É precisamente neste ano que a empresa compra num movimento com um montante record a Hilton Hotels Corporation através dos Fundos BREP VI e BCP V, totalizando o investimento um enterprise value de 26,3 mil milhões de USD.

Em 1987, a empresa criou o segmento de Private Equity, que em 2013 representou 20% do lucro económico da Blackstone, ao estabelecer o seu primeiro fundo de private equity o Blackstone Capital Partners I, encontrando-se atualmente este fundo na sua 6ª edição com um montante de ativos sob gestão de 15,2 mil milhões de USD, tendo o processo de recolha deste montante começado em 2008 e terminado em 2012 impactado pela crise financeira mundial. Assim, o segmento de Private Equity da Blackstone tem 65,7 mil milhões de USD sob a gestão de mais de 200 profissionais focados nas áreas de Private Equity Funds sob o formato Blackstone Capital Partners, cujo 7º fundo do formato o BCPVII deverá levantar 18 a 19 mil milhões de USD, tendo ainda sido levantado um fundo com objetivo de investimento específico no setor das telecomunicações e outro no setor energético designado Blackstone Energy Partners, que possui 2,4 mil milhões de

USD sob gestão, Tactical Opportunities, que tem como objetivo investir em ativos pouco líquidos, ao abrigo de uma estratégia *multi-class*, e Strategic Partners que foi comprada pela Blackstone em Agosto de 2013 e cuja atividade se centra nos *secondary funds of funds*.

No que concerne à estratégia de investimento geral da Blackstone, no início da atividade do segmento de negócio Private Equity, a mesma focava-se essencialmente em Leveraged Buyouts de empresas focadas nos EUA, tendo, atualmente, o espetro de ação sido alargado tanto em termos geográficos como de investimento, passando a ser contempladas Start-ups em indústrias estabelecidas, Distressed Debt, Structured Securities Industry Consolidations e Corporate Partnerships.

Estes investimentos são efetuados de acordo com uma estratégia multi-dimensional que se rege pela existência de: *contrarian bias* (investimento em setores subavaliados), conhecimento dos setores em causa, *corporate partnerships*, capacidade superior de financiamento das operações, foco na criação de valor e nas operações das empresas dos fundos, investimento em Distressed Securities e geração de Oportunidades exclusivas. Desta forma, os investimentos efetuados na generalidade das situações têm objetivos de controlo, são objeto de negociação privada e são, regra geral, bastante alavancados.

Atualmente, este segmento de negócio detém participações em várias empresas, cujo total de colaboradores é de 585 mil. Desta forma, o portfólio do segmento de Private Equity da Blackstone inclui marcas tão diversas como: Brixmor, Pinnacle Foods Crocs, Leica, Merlin Entertainment, Jack Wolfskin, SeaWorld Parks and Entertainment, LLOG ou Cheneire, sendo o objetivo da Blackstone ao adquirir estas empresas além da vertente financeira, criar valor por via da sua capacidade de transformação de baixo para cima; desta forma, o portfolio group fornece informação de valor acrescido em termos estratégicos e de maximização de receitas.

A Blackrock atualmente a maior gestora de ativos do mundo foi criada em 1988 pela Blackstone sob a direção de Larry Fink, Susan Wagner e Robert S. Kapito, com a designação Blackstone Risk Management, tendo sido alienada em 1995 ao PNC Financial Group na sequência de desentendimentos internos sobre a possibilidade de remuneração dos executivos da gestora em ações da mesma.

Financial Snapshot of Blackstone	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Total AUM						
% Private Equity	28%	24%	25%	24%	25%	26%
% Real Estate	26%	27%	30%	27%	26%	24%
% Hedge Funds	24%	22%	21%	23%	24%	24%
% Credit	22%	27%	24%	25%	26%	26%
Total AUM fim período	166229	210220	265757	289092	338095	396429
Total fee Earning AUM	136757	167882	203601	216573	245663	283716
Available Capital	29942	35200	46700	40117	52017	68850
Capital Deployed	13509	13889	14313	21059	18200	18500
Economic Income	1539	1995	3519	3746	4275	3977

Ilustração 18: financial snapshot of Blackstone Group, fonte: Credit Suisse Equity Research

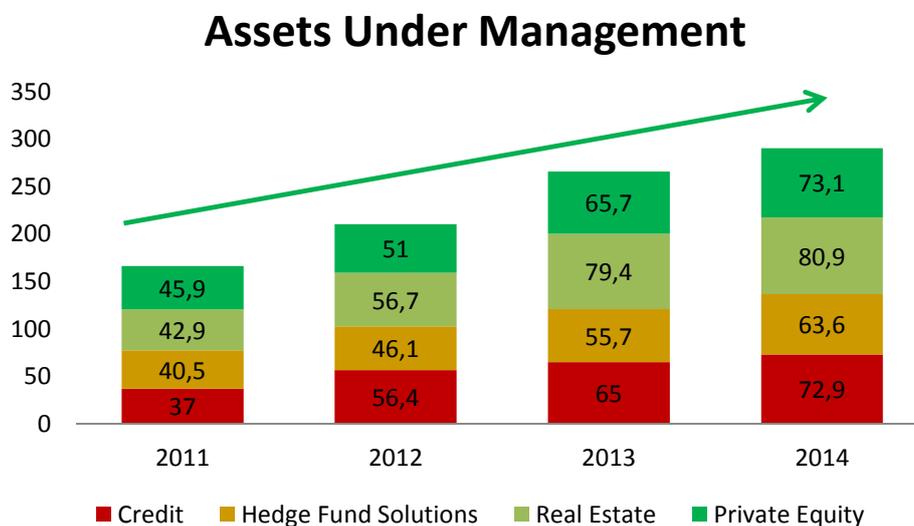


Ilustração 19: evolução dos AUM da Blackstone, fonte: Blackstone earnings 2013 e 2014

Fee Earning Assets Growth

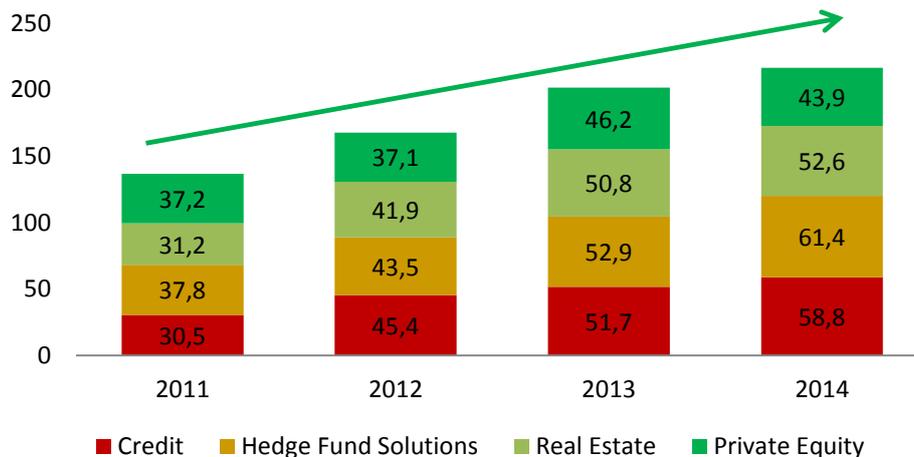


Ilustração 20: evolução dos fee earning assets, fonte: Blackstone earnings 2013 e 2014

Os fundos que investiram na HW foram o Blackstone Capital Partners V (BCP V) e o Blackstone Real Estate Partners VI, possuindo, respetivamente 26,7% e 49,7% da empresa, aquando do IPO. Desta forma, a área de imobiliário da Blackstone, fundada em 1992, ano em que Jonathan Gray ingressa na empresa diretamente da Wharton School of the University of Pennsylvania do curso de economia. Tendo sido enquadrado na forte aposta que sempre existiu no grupo Blackstone nos mais jovens, Gray foi mentorado por John Schreiberco fundador da Blackstone Real Estate Advisors e atualmente co-chairman do Investment Committee, Thomas Saylak atualmente Head de Real Estate Principal Investment Business no Bank of América Merrill Lynch e co-Head da Blackstone Real Estate Advisors, e John Kukral CEO entre 2002 e 2005 e co-fundador da Blackstone Real Estate Advisors.

Atualmente, este segmento de negócio detém sob gestão, ativos no montante de 79,4 mil milhões de USD e foi responsável por 57% do economic income da Blackstone em 2013. Até hoje foram estabelecidos 8 fundos de imobiliário oportunístico, devendo o fundo BREP VIII captar cerca de 15 mil milhões de USD, 4 fundos do mesmo tipo focados apenas na Europa e um para o mercado Asiático. No final de 2007, quando a Blackstone comprou a Hilton, tinha 615 mil quartos e 52 milhões de *square feet* que representavam 26,1 mil milhões de ativos sob gestão, tendo o fundo BREP VI sido recordista ao levantar 11 mil milhões de euros de um total de 101 milhões sob gestão que a empresa possuía na época. Desta forma, os fundos Blackstone Real Estate Partners que possuem princípios de investimento similares aos fundos de Private Equity, regra geral investem em:

escritórios, centros comerciais, hotelaria, imobiliário residencial e empresas de imobiliário. Adicionalmente, são ainda efetuados investimentos em *high yield real estate debt* nos mercados, europeu e norte-americano

O terceiro segmento de negócio de gestão de investimentos da Blackstone, o Hedge Fund Solutions, foi criado em 1990 e é responsável por 11% do lucro económico da Blackstone. Desta forma, este segmento tem sob a gestão de 130 profissionais, 55,7 mil milhões de USD que estão aplicados em fundos de Hedge Funds geridos pela Blackstone Alternative Asset Management (BAAM), sendo que adicionalmente são efetuados investimentos em Hedge Fund *seed, long only* em plataformas de aconselhamento. Os objetivos deste segmento de negócio passam pela maximização do retorno ajustado pelo risco, obtido através da downside protection, da diversificação, da gestão do risco e da due diligence.

O segmento de negócio de Crédito ou GSO foi fundado em 1999, com 1,1 mil milhões de USD alocados a um fundo Mezzanine e detém sob a gestão de 130 profissionais, 65 mil milhões de USD distribuídos por: Mezzanine funds, Rescue Lending funds, Customized Credit Strategies e CLO's. Desta forma, a área de crédito representa 10% do lucro económico da Blackstone. Deste modo, além dos 55 CLO's que tem sob gestão, esta área de negócio gere diversos veículos como *separately managed accounts ou registered investment companies*, administrando, assim, ativos como *equity, common debt, subordinated e senior debt*.

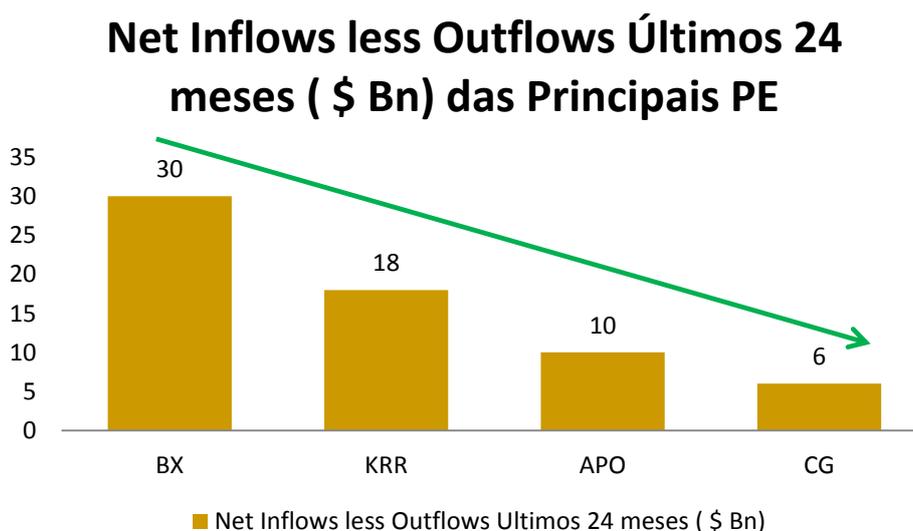


Ilustração 21: aumento líquido dos ativos sob gestão das principais empresas de PE no últimos 24 meses, fonte: Credit Suisse Equity Research

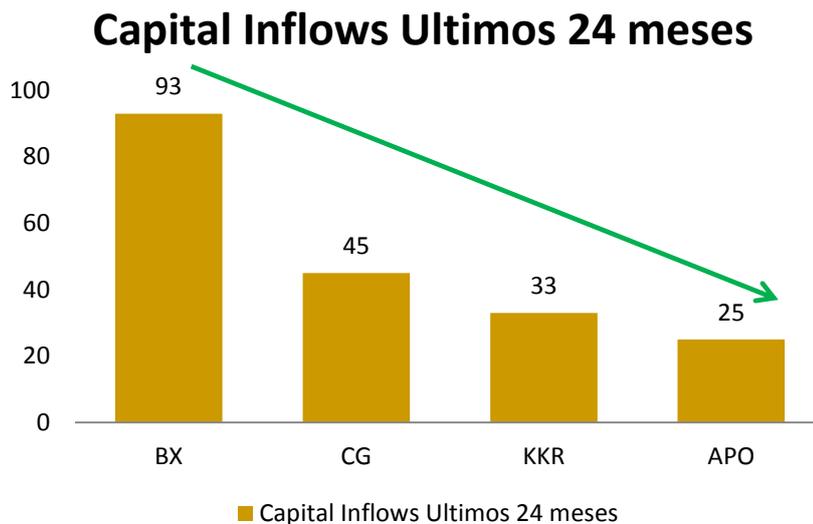


Ilustração 22: capital inflows das principais empresas de PE nos últimos 24 meses, fonte: Credit Suisse Equity Research

O segmento de Financial Advisory possui 260 profissionais e consiste nas áreas de Restructuring and Reorganization Advisory Services, Strategic Advisory Services, Capital Markets e o Park Hill Group cujo foco reside no private placement de fundos de investimento alternativos, estas áreas de negócio em 2013 representaram 2% do economic income da Blackstone.

No segmento de Financial and Strategic Advisory Partners que, tem 25 anos de existência, o foco centra-se em operações de M&A, joint-ventures, minority investments, *asset swaps*, corporate finance advisory, private placements, distress debt sales ou takeover defenses. O segmento de Restructuring and Reorganization Advisory Services tem o seu foco em falências de grande dimensão dentro e fora dos tribunais, aconselhando empresas, hedge funds, credores e *financial sponsors*. Foi precisamente no processo de renegociação com os credores da Hilton em 2010 que o Blackstone Group recorreu ao expertise interno da empresa, criando valor e assegurando simultaneamente a sustentabilidade da mesma.

Fundo	Provider	Ano	Montante
BREP VI	Blackstone Group	2007	10900
Morgan Stanley Real Estate Fund VI int	Morgan Stanley Real Estate Investing	2007	8000
Lone Star Fund VI	Lone Star Funds	2008	7500
BREP V	Blackstone Group	2006	5250
Lone Star Fund V	Lone Star Funds	2005	5000
Lone Star Fund IV	Lone Star Funds	2001	4200
Morgan Stanley Real Estate Fund V int	Morgan Stanley Real Estate Investing	2006	4200
Colony Investors VIII	Colony Capital	2006	4000
Beacon Capital Strategic Partners V	Beacon Capital Partners	2007	4000
MGPA Asia Fund III	MGPA	2007	3890

Ilustração 23: principais fundos de Private Equity por montante em milhões de USD de capitais próprios alocados até 2007, fonte: Hilton Hotels, Real Estate and Private Equity; Said Business School, University of Oxford

No final de 2014, o fundo Blackstone Capital Partners V apresentava uma taxa interna de rentabilidade de 7,3% abaixo da média de 8,42% dos fundos de PE comparáveis com dados de 2006, tendo ainda investimentos por realizar num montante de 17,78 mil milhões de USD o que compara com o montante levantado inicialmente de 21,7 mil milhões de USD. O fundo tem investimentos distribuídos pelos setores de telecomunicações, indústria química, hotelaria, semicondutores e transportes, tendo desta forma ativos ainda 43 de um total de 52 investimentos efetuados. Em termos de financiamento, os 3 maiores Limited Partners são o California State Teachers Retirement System com 8,01%, o New York State Common Retirement System com 3,11% e o California Public Employees Retirement System, com 2,76% do BCPV. De entre os investimentos deste fundo destaca-se a Telecom dinamarquesa TDC, e a norte-americana Freescale Semiconductor inc.

Relativamente ao Blackstone Real Estate Partners VI, no final do referido ano o mesmo apresentava uma taxa interna de rentabilidade de 6,3%, o que compara favoravelmente com a média dos fundos de Private Equity imobiliários levantados em 2007 de -0,62%. Entre os investimentos do fundo, além da Hilton Hotels Corporation, destaca-se com um *enterprise value* de 3925 milhões de USD a Extended Stay América e com um *enterprise value* de 9400 milhões de USD o Brixmor Property Group. Os três maiores investidores no fundo BREP VI são o Commonwealth of Pennsylvania Public School Employees Retirement System com 3,67%, tendo o Florida Retirement System e o Oregon Public Employees Retirement System ambos 1,83% do fundo.

8.3-Hilton Hotels Corporation Leveraged Buyout pelo The Blackstone Group

8.3.1-Como surgiu a ideia do LBO?

O responsável pelo setor de imobiliário da Blackstone, Jonathan Gray, quadro da empresa desde 1992, em 2006 percebeu que existia um forte investimento e interesse no imobiliário comercial por parte dos investidores em geral. Desta forma, procurou um tipo de negócio que lhe proporcionasse vantagem em termos de criação de valor, tendo detetado uma discrepância de valorização por parte do mercado na HW relativamente ao justo valor dos ativos imobiliários que a empresa possuía.

Tendo em conta a situação descrita acima, Gray entrou em negociações com o CEO da Hilton Hotels Corporation em 2006, negociações essas que falharam devido a discrepâncias relativamente ao preço a pagar pela empresa. Assim, antes do grupo Blackstone adquirir a Hilton Hotels Corporation, com o acordo do CEO da Hilton Bollenbach, a Blackstone efetuou outro grande negócio ao comprar por 39000 milhões de USD a empresa Equity Office, tendo revendido com lucro significativo várias das propriedades da empresa.

Assim, tendo em conta a posição de referência da Hilton Hotels Corporation a nível mundial no setor hoteleiro, e num momento de forte afluência de investimentos em fundos de Private Equity, a Blackstone interessou-se pela Hilton Hotels Corporation em Agosto de 2006, oferecendo um valor na casa superior dos 30 dólares, após a empresa ter sido contactada por outra empresa de private equity oferecendo um valor por ação a rondar os 30 USD, quando as ações cotavam na casa inferior dos 20 dólares.

Assim, em Setembro de 2006, o board da Hilton fez um retiro no qual concluiu, em conjunto com a opinião da UBS, que a empresa no mercado estava subavaliada valendo no mínimo 42 USD por ação. Após este retiro, a empresa decidiu entrar num processo de exclusividade com a Blackstone que efetuou um processo de due diligence à Hilton e concluiu por não subir a oferta até Maio de 2007. Assim, em Maio de 2007, Gray indicou à UBS que estaria disposto a pagar um valor na casa dos 40 USD por ação, tendo as negociações recomeçado e chegado a bom porto após um pedido de subida de preço por parte da Blackstone, valor esse que se encontrava acima do preço da ação nos últimos 3 anos na bolsa.

Valor Mínimo das Ações da Hilton Hotels Corporation

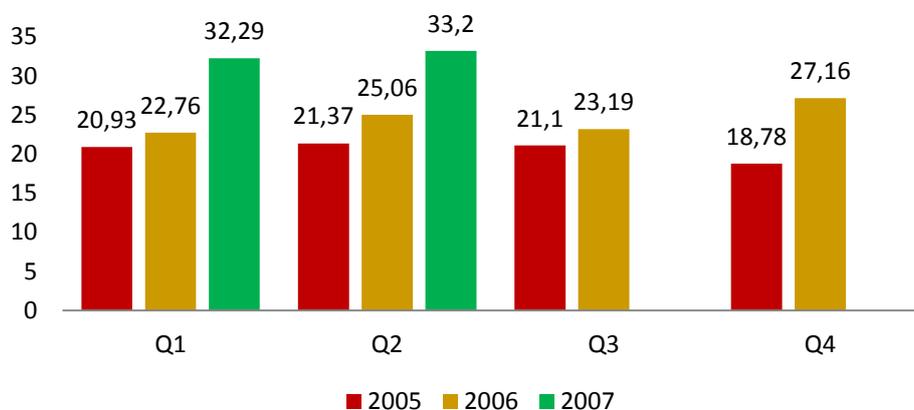


Ilustração 24: valor mínimo das ações da Hilton Hotels Corporation antes do LBO

Valor Máximo Ações da Hilton Hotels Corporation

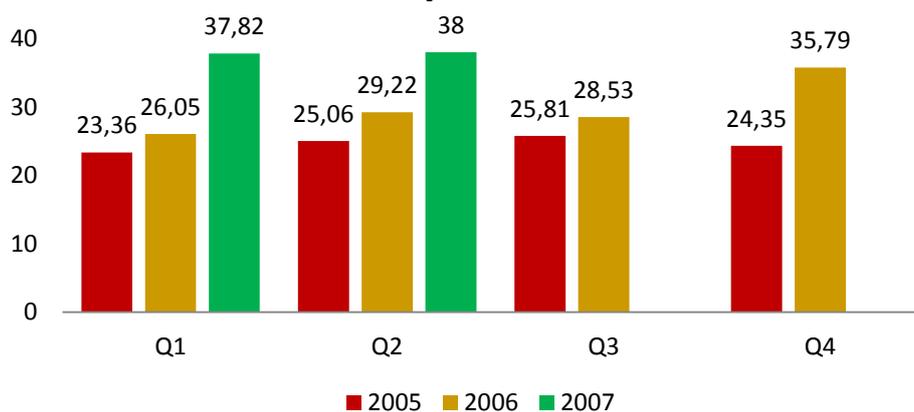


Ilustração 25: valor máximo das ações da Hilton Hotels Corporation antes do LBO

Deste modo, a Blackstone, após ter entrado em novo acordo de exclusividade e efetuado um novo processo de *due diligence* à Hilton, cujos maiores acionistas eram a AXA Financial com 7,9% e o filho de Conrad Hilton, Barron Hilton com 5,3%, e o *charitable trust* da família com 5%, fez em Junho uma oferta pela Hilton por 19,4 mil milhões de USD ou 47,5 USD por ação o que representou um prémio de 42% relativamente ao preço da ação a 29 de Junho de 33,47 USD que avaliava a empresa em 12,2x o seu EBITDA dos últimos dos 12 meses, assim esta valorização, daquele que à data foi o 10º maior LBO da História, compara com os 28% de prémio pagos pela Fairmont e os 19% que a Blackstone pagou pela Whyndham, e que (Cao & Cumming, 2010) comparam com a

média de 25,62% associada ao mercado norte-americano em termos de LBO e 30,55%, relativos aos M&A que não são alavancados. Adicionalmente, a Blackstone despendeu ainda 470 milhões de USD em gastos na oferta, além de ter recomprado a dívida vigente da Hilton Hotels Corporation.

Deste modo, a 3 de Julho de 2007 Gray, e Bollenbach chegaram a acordo para o grupo Blackstone comprar a Hilton Hotels Corporation por 47,50 USD por ação, avaliando a empresa em 26 mil milhões de USD se incluída a dívida líquida da mesma. Para financiar a operação, a Blackstone levantou 20,6 mil milhões de USD junto de 26 bancos e Hedge Funds tendo alocado ainda 5,7 mil milhões sob a forma de capitais próprios provenientes dos fundos BREP VI e BCP V.

“Are you all right?” asked his father-in-law. “You look distracted.” Nassetta told him about the Hilton sale. “I have this sneaking suspicion that this could change our lives,” Nassetta said aloud. (The Washington Post 6th July 2014)

À época existia um contexto favorável dos mercados obrigacionista e de dívida que permitiram negócios avultados em PE como a compra da TXU energy por 45 mil milhões de USD pela KKR e pela Texas Pacific, a compra da Equity Office Properties pela Blackstone, por 39 mil milhões de USD ,ou a compra da First Data pela KKR por 31 mil milhões de USD. O ambiente de baixas taxas de juro no que concerne a junk debt em 2007 favoreceu esta vaga de investimento em imobiliário e mais genericamente em Private Equity; como demonstra a imagem abaixo, a junk debt estava em níveis de mínimos em termos de *yield* até então, o que favoreceu o aparecimento de operações como o *LBO* em análise.

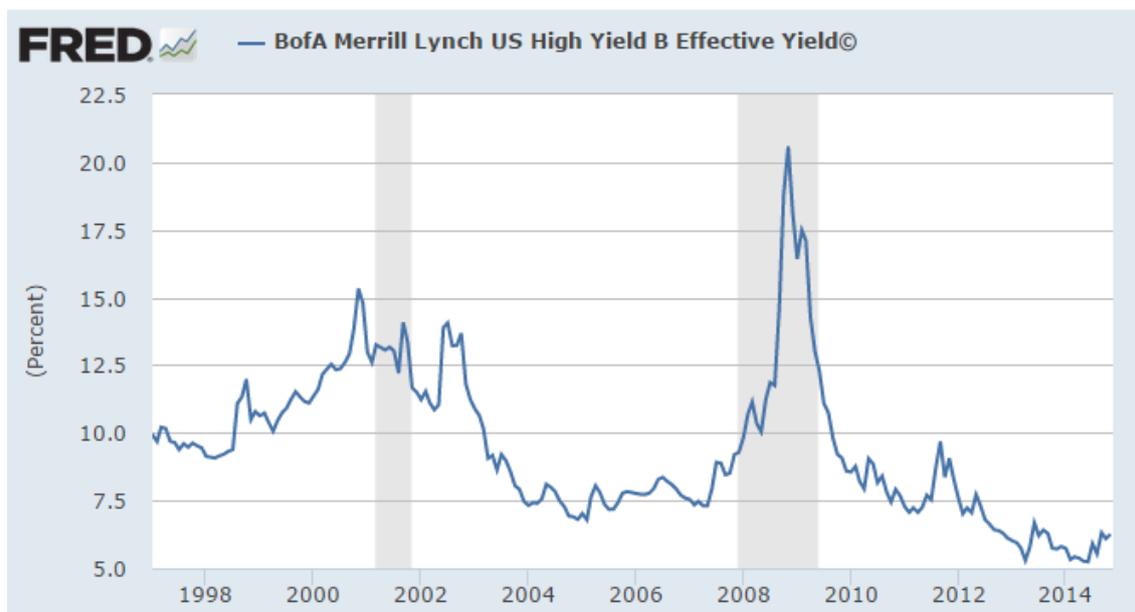


Ilustração 26: Bofa Merrill Lynch US High Yield B Effective Yield 1997-2014, fonte: Federal Reserve of Saint Louis

O facto de a Blackstone ter pago um prémio superior pela Hilton pode advir do maior valor das marcas, do facto da Hilton ter a sua maioria do EBITDA (53%) associado ao segmento de Owned and Leased, normalmente subavaliado pelo mercado. Aquando desta operação, a Hilton Hotels Corporation era, com 497738 quartos, a quarta maior cadeia hoteleira a nível global em termos de capacidade de alojamento e possuía um *portfolio* hoteleiro concentrado essencialmente no mercado norte-americano, mesmo após a compra da congénere internacional.

	Máximo	Média	Mediana	Mínimo	Projeções Hilton		2013
					Gestão	Mercado	
Buyouts Forward Ebitda x	17,3	13,4	13,5	10,8	14,6	13,8	
Ano	2007	2008	2009	2010	2011	2012	
EBITDA projecção UBS	1603	1798	2075	2335	2606	2873	3046
EBITDA real	1580	1703	1211	1564	1753	1953	2210
%	98,57%	94,72%	58,36%	66,98%	67,27%	67,98%	72,55%

Ilustração 27: múltiplo forward EV/EBITDA dos LBO no setor hoteleiro nos EUA em 2007 e projeção do UBS Investment Bank para o EBITDA da Hilton em milhões de USD até 2013, fonte: Hilton Hotels Corporation LBO Sec Filling

Empresa	Share price	Market cap	Total debt	LTM Ebitda	EV/Ebitda	EV
Marriot	42,77	16,706	2284	1379	13,8	19000
Starwood	67,77	14427	2606	1180	14,3	16874
Wyndham	36,26	6610	3122	837	11,4	9568
Choice	39,52	2613	184	177	15,6	2762
Hilton	33,47	13045	5768	1680	12,2	20749
Prémio	47,5	19400	5767	1680	14,98	25167
	41,9%					

Ilustração 28: cotação das empresas hoteleiras nos EUA aquando do LBO e múltiplo EV/EBITDA associado à avaliação por parte do mercado das mesmas (valores exceto o share price em milhões de USD), fonte: Hilton Hotels Corporation LBO SEC Filing

Esta oferta que englobava as ações ordinárias, as *stock options* e outros prémios de performance assim como uma emissão de dívida convertível a vencer em 2023, no valor de 2400 milhões de USD, com uma yield de 3,375%, que foi aceite pela administração da Hilton no dia 3 de Julho e representava um prémio de 41,9% sobre a cotação no dia anterior, naquele que foi um dos seus maiores investimentos, e a maior aquisição no setor hoteleiro feita até hoje.

A principal razão para aceitar a oferta, residiu no preço que se enquadrava no valor percebido como justo pela administração da Hilton, desta forma a oferta pressupunha um múltiplo EV/EBITDA superior aos pares, quando o mercado normalmente avaliava a empresa abaixo. Adicionalmente, a eliminação do risco de materializar as projeções da UBS que apontavam para um EBITDA de 3,046 mil milhões de USD no ano de 2013 num setor marcadamente cíclico, complementadas pelas condições específicas da oferta da Hilton em termos contratuais, caracterizadas pelo facto da oferta ser toda em dinheiro, incluindo ainda uma termination fee de 560 milhões de USD. Dentro desta operação foi também lançada uma oferta para recompra dos títulos de dívida emitidos pela Hilton Hotels Corporation.

No relatório apresentado à administração em 3 de julho de 2007, a UBS selecionou 2 grupos de pares comparáveis, um com empresas norte americanas de hotelaria cotadas em Bolsa contendo: a Choice Hotels International, a Marriot International, a Starwood Hotels and Resorts e a Wyndham Worldwide Corporation. O segundo grupo continha empresas de hotelarias, com receitas anuais superiores a mil milhões de USD, que tinham sido nos anos anteriores adquiridas por empresas de Private Equity.

A operação descrita no presente caso e estudo surge num contexto caracterizado por outras operações semelhantes no setor, nomeadamente: Fairmont Hotels and Resorts (2007), a CNL Hotels and Resorts (2006), a Societé du Louvre (2005), a La Quinta Corporation, a Wyndham International, a Boca Resorts, a Extended Stay América e a MeriStar REIT; tendo estas 5 últimas empresas sido adquiridas pela Blackstone em 2004, 2005 e 2006.

Desta forma, em 31 de Dezembro de 2007, a Hilton Hotels Corporation tinha as seguintes emissões de dívida vivas, tendo as restantes sido compradas pelos fundos da Blackstone. As taxas de juro elevadas das emissões vivas até 2007 são reflexo de um ambiente de taxas de juro de referência (Libor) muito mais elevadas relativamente ao momento atual assim como pelo facto da empresa ter visto o seu *rating* degradado para “lixo” quando adquiriu a Hilton Hotels International no ano de 2005.

Tipo Dívida	2006	2007
Long Term Debt		
Senior Mortgage Loan due 2010		11536
Secured Mezzanine Loan due 2010		8550
Unsecured Notes 9,55% due 2013		500
Mortgage Notes 5,05% to 8,62% from 2008 to 2016	289	282
Notes with Average rate of 7,65% from 2008 to 2031	2045	272
Capital Lease Obligations 7,01% 2008 due to 2097	142	87
3,375% Contingency Convertible Notes due 2023	575	13
Industrial Development Revenue Bonds at Adjustable Rates, 7,95% Colateralized Borrowings due 2010	82	
Chilean Inflation-Indexed Note, Effective Rate of 7,65% due	454	
Term A Loan at Ajustable Rates, due 2011	145	
Term B Loan at Adjustable Rates, due 2013	1302	
Revolving Loans, at Adjustable Rates due 2011	283	
Other	1634	
Total	17	
	6968	21240
Less Current Maturities of Long Term Debt	-412	-61
Net Long Term Debt	6556	21179

Ilustração 29: dívida da Hilton Hotels Corporation em 2006 e 2007, fonte: Annual Report Hilton Hotels Corporation 2007

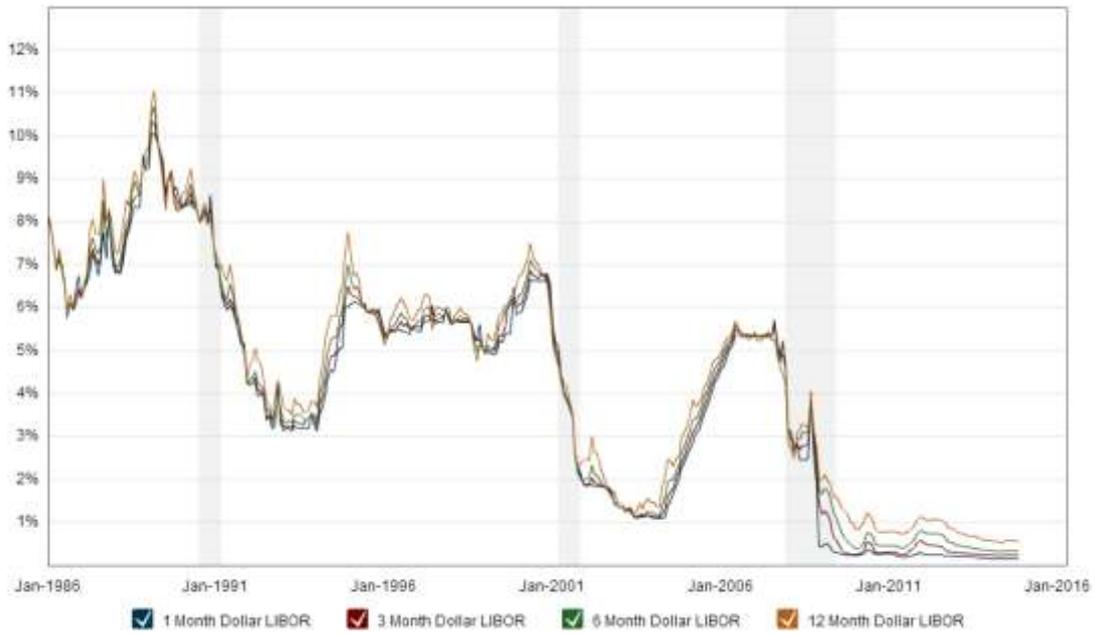


Ilustração 30: libor rates desde 1996 ate à atualidade, fonte: www.macrotrends.net

8.4-A Hilton Após o Leveraged Buyout

8.4.1 Panorama Financeiro da Hilton após LBO

Assets	2006	2007
Current Assets		
Cash and Equivalents	107	341
Restricted Cash	293	1318
Accounts Receivable	618	681
Inventories	425	666
Deferred Income Tax	95	93
Current Portfolio of Notes Receivable	55	67
Income Tax Receivable	52	314
Prepaid Expenses and Other	155	291
Discontinued Operations	1426	
Total Current Assets	3226	3771
Investments, Property and Other Assets		
Investments and Notes Receivable	759	1362
Property and Equipment	4818	9914
Management and Franchise Contracts	1174	2425
Leases	310	448
Other Identified Amortizable Assets		388
Brands	2486	6474
Goodwill	2948	12233
Deferred Income Taxes	76	53
Other Assets	684	800
Total Investments, Property and Other Assets	13255	34097
Total Assets	16481	37868

Ilustração 31: ativo da Hilton Hotels Corporation antes e depois do LBO, fonte: Hilton Hotels Corporation Annual Report 2007

Liabilities and Stockholders Equity	2006	2007
Current Liabilities	1705	2576
Accounts Payable and Accrued Expensed	412	61
Current Maturities of Long Term Debt		
Current Maturities of Non-recourse Debt and Capital Leases	110	112
Income Taxes Payable	40	88
Liabilities Associated with Discontinued Operations	331	
Total Current Liabilities	2598	2837
Long Term Debt	6556	21177
Non-recourse Debt and Capital Leases	390	390
Deferred Income Taxes	1950	7445
Insurance Reserves and Other	1260	821
Total Liabilities	12754	32670
Common Stock \$0,01 par Value , 121 Million Shares Outstanding		-1
Predecessor Common Stock \$2,50 par Value, 387 Million Shares Outstanding	1023	
Additional Paid-in Capital	1248	5409
Retained Earnings (Accumulated Deficit)	1663	-125
Accumulated Other Comprehensive Income (Loss)	262	-87
	4196	5196
Less Treasury Stock, at Cost	-469	
Total Stockholders Equity	3727	5196
Total Liabilities and Stockholder's Equity	16481	37866

Ilustração 32: capitais próprios e passivo da Hilton Hotels Corporation, fonte: Hilton Hotels Corporation Annual Report 2007

Revenue	2006	Até 23/10/2007-	
		23/10/2007	31/12/2007
Owned Hotels	2506	1937	439
Leased Hotels	1641	1645	413
Management and Franchise Fees	681	632	149
Timeshare and Other Income	767	592	154
Other Revenue From Managed and Franchised Properties	1843	1748	381
Total	7438	6554	1536
Expenses			
Owned Hotels	1771	1369	296
Leased Hotels	1410	1440	360
Timeshare and Other Operating Expenses	546	431	122
Depreciations and Amortizations	426	349	101
Imparment Loss and Related Costs		27	
General and Administrative Expenses	331	292	82
Merger Expenses		295	4
Other Expenses From Managed and Franchised Properties	1832	1739	379
Total	6316	5942	1344
Operating Income from Unconsolidated Affiliates	57	45	6
Operating Income	1179	657	198
Intrest and Dividend Income	27	19	17
Intrest Expense	-498	-325	-282
Net Intrest from Unconsolidated Affiliates and Non-controlled	-45	-40	-11
Net Gain (Loss) on Forgein Exchange Transactions	34	-18	2
Loss from Extinguishment of Debt	72	-12	17
Loss from Non-Operating Affiliates		-71	-139
Loss from Non-Operating Affiliates	-16	-12	-4
Income (Loss) Before Minorities and Non Controlled Intrests	753	198	-202
Income Tax (Provision) Benefits	-245	-9	79
Minority and Non Controlled Intrests Net	-7	-7	-3
Profit from Continued Operations	501	182	-126

Ilustração 33: demonstração de resultados da Hilton Hotels Corporation, fonte: Annual Report 2007 da Hilton Hotels Corporation

As demonstrações financeiras da Hilton antes e após o LBO refletem o aumento do grau de alavancagem associado à operação, assim a reavaliação dos ativos da empresa é uma consequência direta desse facto, nomeadamente o aumento do valor do portfólio de marcas da empresa assim como os mais de 12 mil milhões de USD de Goodwill registados no pós LBO.

No que concerne ao passivo, o mesmo reflete o elevado grau de alavancagem da operação com a dívida líquida, que passou a ser maioritariamente composto por secured debt e

mezzanine debt com maturidade em 2010 e possibilidade de extensão por 3 anos; assim, se incluída a non-recourse debt, o rácio de dívida líquida / EBITDA cifrava-se em 13,1 vezes o EBITDA esperado para o ano de 2007, ainda que destas 13,1 vezes o valor de dívida convertível em ações, ou seja, da mezzanine debt fosse de 5,15 vezes o EBITDA, a Hilton ficou com rácio de alavancagem já descontando dívida híbrida superior a 8 vezes o seu EBITDA. Outra rubrica que regista um aumento significativo no passivo é os impostos diferidos que aumentam como resultado da reavaliação dos ativos da empresa.

Deferred Tax Liabilities	2006	2007
Property and Equipment	-210	-2595
Brands	-900	-2572
Amortizable Intangibles	-530	-1387
Unrealized Currency Gains	-302	-768
Investments	-44	-335
Deferred Income		-61
Prepaid Royalties	-53	-41
Accured Intrest	-49	
Unremitted Forgein Earnings	-217	
Net Deffered Tax Liabilities	-1779	-7299

Ilustração 34: deferred tax liabilities, fonte:Annual Report Hilton Hotels Corporation 2007

Assim, assumiu-se que a Libor em 2007 era de 5,07%, o prémio da Junior Debt 4,91 % e o da Senior Debt 2,75%, tendo este sido o custo de financiamento da operação até Abril de 2010, quando existiu uma renegociação de dívida com alterações à frente descritas, encontrando-se a Libor então em 30 pontos base.

8.4.2-Nova Gestão

Associada a esta operação existiu uma mudança da equipa de gestão com a troca do anterior CEO Matthew J. Hart por Christopher Nassetta o atual Ceo da HW, tratando-se assim de uma operação de Management-Buy-In, processo no qual as empresas de Private Equity, nomeiam uma nova administração, aquando da compra das empresas alvo.

O novo CEO, com experiência no setor imobiliário ao ter passado pela Oliver Carr e pelo Antonelli Group durante 7 anos, tendo fundado em 1991 a Bailey Capital Corporation onde era responsável pelas operações, na empresa que se dedicava a investimentos imobiliários e à consultoria nesse setor. Em 1995, mudou-se para a maior empresa norte-americana imobiliária proprietária de hotéis a Host Hotels& Resorts, assumindo o cargo

de presidente executivo da referida empresa desde o ano 2000 até 2007, tendo sido nesta qualidade que tomou contacto com a Blackstone à qual adquiriu vários hotéis.

A restante equipa de gestão caracteriza-se por uma média de idades acima dos 50 anos e pela experiência em empresas de referência dentro e fora do setor hoteleiro como: Host Hotels and Resorts, Thomas Cook, Carlson Residor, United Airlines, Capital One, Black and Decker, Luxury Hotels and Resorts, Staples, Carr América e Discover Financial Services, Blackstone, Fairmont Raffles Hotels International e Northwest Airlines.

8.4.2.1-O Perfil dos Atuais Gestores

Nome	Idade	Cargo	Descrição
Christopher J.Nasseta	52	President, CEO and Director	CEO da HW desde 2007, presidente da Host Hotels and Resorts entre 2000 e 2007, antes de se juntar à Host co-fundou a Bailey Capital Corporation, focada no advisory do investimento em imobiliário, anteriormente trabalhou na The Oliver Carr Company uma empresa de imobiliário comercial
Jonhathan D.Gray	44	Chairman of the Board of Directors	Director da Hilton desde 2007 e Global Head de real estate na Blackstone desde janeiro de 2012, sendo desde 2005 Managing Director na mesma empresa
Michael S. Chae	46	Director	Director da Hilton desde 2007 e Senior Managing Director da Blackstone desde 2005, tendo anteriormente trabalhado no The Carlyle Group e Dillon Read & Co
Tyler S. Henritze	34	Director	Director da Hilton desde 2013 e Senior Managing Director de real estate na Blackstone desde 2013, em

			2010 trocou o Bank of America Merrill Lynch onde trabalhava em M&A no real estate investment banking group pela Blackstone
Judith A. McHale	69	Director	Director da Hilton desde 2013 e CEO da Cane Investments LLC desde 2011. Entre maio de 2009 e julho de 2011 foi funcionário do departamento de estado dos EUA, tendo sido anteriormente CEO e Presidente da Discovery Communications
Jonh G. Schreiber	68	Director	Director da Hilton desde 2007, presidente da Centaur Capital Partners desde 1991 e Partner e co-fundador da área de real estate na Blackstone, tendo supervisionado todos os investimentos em real estate da Blackstone desde 1992
Elizabeth A. Simth	51	Director Nominee	Director desde 2013, Chairman da Bloomin' Brands Inc. desde Janeiro de 2012 e CEO da mesma empresa desde 2009. Entre setembro 2007 e outubro de 2009 foi Presidente da Avon
Douglas M. Steenland	63	Director	Director da Hilton desde 2009. Presidente da Northwestern Airlines desde 2001 e CEO entre 2004 e 2008, tendo anteriormente sido EVP, Chief Corporate Officer SVP and General Counsel
William J. Stein	51	Director	Director da Hilton desde 2007 e senior Managing Director da

			Blackstone desde 2006 na área de imobiliário e global head of asset management no mesmo setor, funções nas quais esteve envolvido com diferentes graus de responsabilidade desde que chegou à empresa em 1997, tendo anteriormente sido VP a Heitman Real Estate Advisors
Kristin A. Campbell	53	EVP and General Counsel	EVP and General Counsel da Hilton desde 2011, responsável pela parte legal, de compliance e relações com o governo da Hilton. Antes de chegar à Hilton foi SVP e General Counsel da Staples Inc empresa na qual esteve desde 1993.
Ian R. Carter	53	EVP and President, Development Architecture and Construction	EVP e President Development Architecture and Construction desde Outubro de 2012, tendo anteriormente desde 2009 sido o responsável pelas Operações e CEO da Hilton International desde 2006 até ao LBO. Até 2005 foi Officer e Presidente da Black & Decker Corporation para o Médio Oriente África e Ásia, tendo anteriormente sido Presidente da General Electric Speciality Chemical
Jeffrey A. Diskin	53	EVP, Commercial Services	EVP of Commercial Services desde novembro de 2012, tendo como responsabilidades o programa HHonours o marketing global e o e-commerce. Entre março de 2009 e

			novembro de 2012 foi SVP of Global Customer Marketing, tendo anteriormente sido SVP of Brand Management
James E. Holthouser	55	EVP Global Brands	Hilton EVP of Global Brands desde novembro de 2012; entre março de 2009 e novembro de 2012 foi Global Head of Full Service Brands e Global Head of Embassy Suites Hotels, sendo SVP da Embassy com a responsabilidade pelo brand management desse 2005 e SPV com as mesmas funções na Homewood Suites by Hilton desde 1999
Kevin J. Jacobs	42	EVP and Chief Financial Officer	CFO da Hilton desde Maio 2009 com responsabilidade sobre as áreas de <i>information technology</i> e imobiliário, tendo entre junho 2008 e maio de 2009 sido o SVP com responsabilidade sobre a estratégia corporativa. Anteriormente entre julho de 2007 e junho de 2008 foi SVP da Raffles international com a responsabilidade sobre os M&A e tesoureiro, tendo entre 2000 e 2007 sido VP da Host Hotels and Resorts com os pelouros de <i>corporate finance & investor relations</i> , tendo até 2000 sido consultor da PWC para o setor da hotelaria
Matthew W. Schuyler	49	EVP and Chief Human	EVP and Chief Human Resources Officer desde junho de 2009, tendo desempenhado as mesmas funções

		Resources Officer	na Capital One Financial Corporation desde abril de 2002 até Junho de 2009
Mark D. Wang	57	EVP Global Sales and President Hilton Grand Vacations	EVP e president da Hilton Grand Vacations desde 2008, sendo ainda HW Global Sales desde Novembro de 2012, tendo como a seu cargo: as vendas, distribuição, reservas, atenção ao consumidor e as operações do segmento de timeshare. Está na Hilton desde 1999 como Managing Director para o Hawaii e Ásia Pacífico. Antes de chegar à Hilton Hotels Corporation foi presidente e COO da Pahio Resorts, presidente da Aloha Resorts International e fundador da Grand Ownership resorts, sendo atualmente membro da American Resort Development association
Joeseph Berger	55	Executive Vice President Américas	Responsável pelas operações de 350 hotéis geridos pela empresa na America. Anteriormente foi co-presidente da LXR Luxury Resorts and Hotels e presidente da Prime Hotels, tendo ainda sido Managing Director do Hotel St. Francis em São Francisco e Area Managing Director da Starwood para o Nordeste
Simon Vincent	50	EVP and President Europe Midle East and Africa	Na empresa desde 2007, nas atuais funções foi responsável pela abertura de mais de 100 hotéis dos 300 que tem a seu cargo. Anteriormente, foi

			CEO da Opodo, tendo passado 13 anos no Thomas Cook Group onde chegou a COO da UK Travel division
Kathryn Beiser	48	EVP Corporate Communications	Chegou à empresa em dezembro de 2012 e tem a seu cargo a comunicação interna e externa da empresa assim como a responsabilidade corporativa, tendo anteriormente desempenhado funções similares na Discovery Financial Services e trabalhado em agências de relações públicas como a GolinHarris a Hill and Knowlton e a Burson-Marsteller

Ilustração 35: o background da nova equipa de gestão da Hilton, fonte Credit Suisse Equity Research e IPO SEC Filing

Assim, a equipa liderada por Nassetta implementou uma estratégia focada na internacionalização, mantendo uma posição forte nos EUA, tendo a Hilton mais de 23% dos quartos do mercado em *pipeline*. Assim, o objetivo da nova gestão era, segundo o lema de Conrad Hilton, “Fill the earth the warmth of hospitality” a aposta nos outros continentes, que passaram a representar 60% dos quartos em desenvolvimento em 2013 relativamente ao nível pré 2007 de 20%. Como mostra a imagem abaixo, apesar dos menores rendimentos *per capita* de regiões com Asia Pacífico, América Latina ou África, estas regiões possuem uma penetração à data de 2013 muito inferior à Europa e América do Norte em termos de quartos por milhar de habitante, assim como de cadeias hoteleiras, existindo um imenso mercado por explorar para uma empresa com marcas reconhecidas mundialmente como a Hilton em 2007. Aquando do SIPO Nassetta afirmou:

“Hilton had a full family of brands, but outside the U.S. it was Hilton and a handful of Conrads,” Gray said. “There was enormous growth potential out there. We thought, ‘Wouldn’t it be great if we could give them a passport to travel around the globe.” (Jonathan Gray, Responsável pela área de real estate do The Blackstone Group, The Washington Post 6th July 2014)

“Our category killer brands are attracting capital from all over the world, and it is their capital that we are growing, not our” (Christopher Nassetta CEO da HW, The Washington Post 6th July 2014)

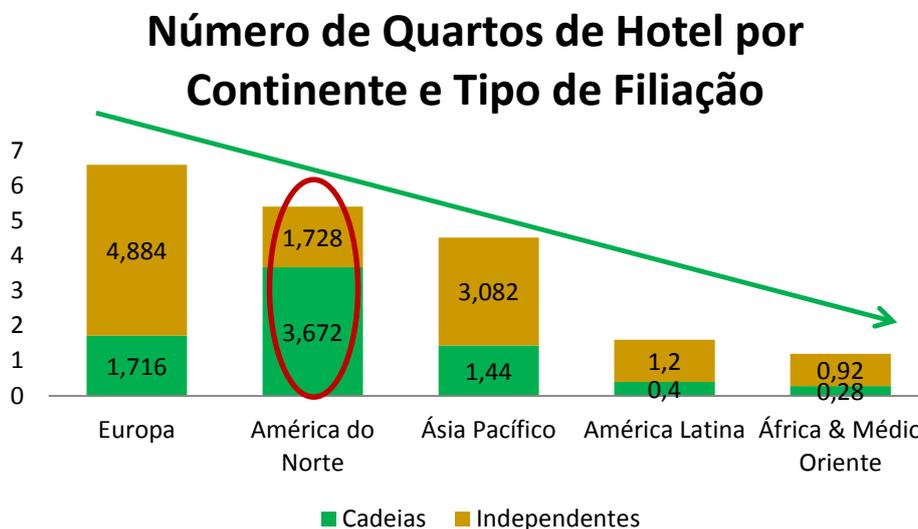


Ilustração 36: número de quartos de hotel a nível global (dados em milhões), fonte: Annual Report da Accor Hotels 2013

Adicionalmente, foi efetuada uma política de forte expansão, por intermédio da valorização das marcas, com particular enfoque nos segmentos mais elevados, no qual o investimento quadruplicou. Esta aposta foi efetuada, via um modelo de gestão sem recurso a capital intensivo, reduzindo ao máximo as despesas de investimento, ao adicionar 176 mil quartos entre 2007 e 30 de Setembro de 2013 dos quais 99% através de contratos de gestão e de franchising, medida chave para crescer num contexto de elevada alavancagem adotando uma estratégia seguida com sucesso pelos concorrentes Marriot e Starwood. Esta estratégia permitiu obter um maior retorno do capital empregue na empresa e um padrão de geração de cash flow mais estável relativamente ao investimento em imobiliário próprio, características que, como demonstra a avaliação de empresas como a Choice Hotels ou a Marriot, regra geral, levam à avaliação pelo mercado com múltiplos superiores.

Assim, dentro de um contexto em que a empresa aumentou 42% o seu número de quartos, e passou a estar presente à data de Novembro de 2014 em 4265 localizações, ou seja, mais 40% relativamente à data do LBO, destacando-se com mais 171 hotéis durante a gestão de Nassetta, o crescimento na China. Por outro lado, com despesas de *capex* de expansão de capacidade nos segmentos de managed e franchised de apenas 97 milhões em 7 anos

levaram a um aumento do EBITDA de 465 milhões de USD, adicionalmente foram ainda tomadas outras medidas, como em 2009 a transferência sede da empresa de Beverly Hills na Califórnia para Fairfax County no estado norte-americano da Virgínia, visando uma redução de custos associada a um ganho de eficiência organizacional, que foi adotada também nos serviços centrais que passaram a ser partilhados entre as várias unidades de negócio, tendo apenas transitado 100 dos 500 funcionários que trabalhavam na sede em Beverly Hills, o que se consubstanciou numa forte aposta em trazer novos talentos para os quadros da empresa.

Investimento em M&F Desde o LBO e EBITDA Adicional Gerado

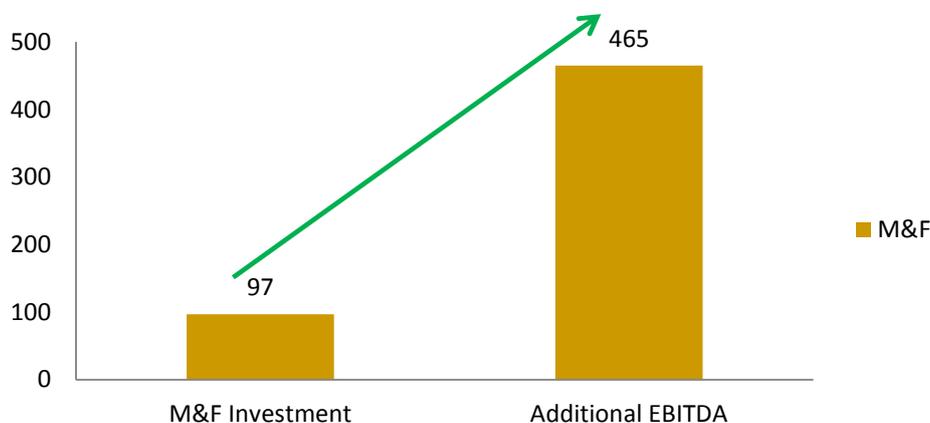


Ilustração 37: investimento em milhões de USD, efetuado nos segmentos de managed e franchised e o retorno do mesmo em termos de aumento do EBITDA, fonte: HW Investors Presentation November 2014

Adicionalmente, foram cortados custos e pessoal, sendo um exemplo desta política a redução do número de funcionários alocados à marca Hilton de 3000 para apenas 300 e a integração da divisão de time-sharing no resto da empresa, o que se traduziu num aumento de vendas no segmento de 44% entre 2007 e 2013, tendo sido tomadas iniciativas que visavam uma melhor organização do trabalho internamente e sistemas de avaliação de desempenho transversais e mais eficientes, que contrastavam com um estado de acomodação e complacência na empresa.

No que concerne à gestão da marca DoubleTree by Hilton em 2007 foram desafiliados cerca de 10% dos hotéis com o objetivo de elevar o padrão de qualidade da marca, tendo deste então o número de hotéis desta insígnia duplicado para 410, dos quais atualmente 57 hotéis na Europa e 37 hotéis na Ásia. Em 2009 foi criada a marca Home2Suites que

conta atualmente com 45 unidades e mais 165 em pipeline e cujo foco é nos *all-suite hotels*.

“We were complacent. There was no culture of innovation. It was more a culture of do it at a relatively slow pace and do it the way we’ve always done it,” Nassetta said. “It just wasn’t organized in the right way.” Nassetta started the “immersion,” which requires every corporate manager to spend three days a year on the front lines — cook, housekeeping, front desk — to get a feel for the customers.” (Christopher Nassetta CEO da HW, The Washington Post 6th July 2014)

8.4.2-A Vertente Financeira e a Reestruturação

Assim, esta operação é uma das 10 maiores efetuadas até hoje, atendendo a que a empresa à data possuía uma dívida líquida de mais de 6,5 mil milhões de USD, o que lhe atribuía um enterprise value de 26,3 mil milhões de USD. No que concerne ao financiamento desta operação, os fundos BCP V e BREP VI apenas colocaram 5,7 mil milhões de USD sob a forma de capitais próprios sendo o resto do enterprise value financiado com recurso a capitais alheios dentro do processo de Leveraged Buy-Out. As estimativas aquando da operação tendo por base as projeções da UBS apontavam para que em 2013 a *equity* na empresa pudesse valer 29555 milhões de USD, existindo em teoria margem de manobra de quase 24 mil milhões de USD, para o caso de algo não correr como previsto.

Esta operação concluída em Outubro de 2007, foi financiada por 26 instituições financeiras das quais se destacam a Goldman Sachs, o Bear Stearns (cujos títulos no valor de 4 mil milhões de USD foram transferidos na sequência da compra do Bear sterans pela JPMorgan e da segregação de ativos para o veículo Maiden Lane I do tesouro americano), o Deutsche Bank, a Morgan Stanley e o Bank of América + Merrill Lynch, que conjuntamente asseguraram 80% da operação. No momento da estruturação da operação o objetivo era colocar parte desta dívida por intermédio de CMBS posteriormente num montante de 8,4 mil milhões de USD, tendo apenas este objetivo sido conseguido parcialmente em 3500 milhões de USD, em Novembro de 2013 na emissão Hilton USA Trust 2013-HLT's, numa operação liderada pela JP Morgan e pelo Deutsche bank, tendo sido emitidas 13 *tranches* associadas a 23 unidades hoteleiras, sendo 2,6 mil milhões remuneradas a uma taxa fixa e 875 milhões a uma taxa variável.

Deste modo, o objetivo dos detentores dos CMBS era revendê-los no mercado associando-lhe individualmente os cash flows provenientes dos ativos imobiliários da

Hilton; este produto financeiro, que consiste apenas na remuneração ao investidor dos mesmos de uma % do cash flow gerado pelo ativo, sendo o principal amortizado apenas aquando da revenda do mesmo, normalmente por valores superiores. No entanto, após ter sido estruturada a emissão e obtidas as aprovações necessárias, o mercado colapsou, em 2008 na sequência da crise do sub-prime.

Os ativos imobiliários da empresa apresentavam então um padrão concentrado, dado que 80% dos cash flows associados ao real estate provinham de apenas 10 hotéis entre os quais o icónico Waldorf Astória NY vendido em Outubro de 2014 à seguradora chinesa Anbang Insurance Group Co. por 1,95 mil milhões de USD.

Uma das características pouco comuns da dívida associada ao LBO da Hilton era o facto da mesma ser *cov-lite*, tendo poucos covenants e de reduzida expressão. Deste modo, ao invés do que seria expectável numa operação alavancada deste tipo, na qual os credores colocariam restrições e pretenderiam garantias de uma gestão prudente, esta operação tinha poucas cláusulas de salvaguarda associadas, que permitiram à Blackstone enfrentar a queda no setor que se viria a verificar na sequência da crise do sub-prime de forma mais tranquila, tendo sido removidas as restrições da dívida relativamente ao valor da empresa, ao EBITDA e de alavancagem. Nos formatos mais agressivos, os contratos *cov-lite* configuram, ao retirar covenants quantitativos e qualitativos, uma alteração de forças entre credores e empresas de Private Equity, dado que podem mesmo não limitar a assunção de mais dívida de terceiras partes ou a não divulgação de informação financeira ou de alteração de negócio aos financiadores bancários, facilitando assim processos de securitização e de construção de instrumentos derivados do tipo CDO.

Em 2007, a carga dos juros já era elevada, tendo-se a cobertura dos mesmos deteriorado de forma significativa após 2008, assim aquando do Leveraged Buy out, já representavam 65 % do cash flow bruto de 2000 milhões, ou seja, 1300 milhões de USD, esta tornou-se mais problemática na sequência da queda da rentabilidade do setor em 2009 como resultado de uma queda da procura de 6% e do Revpar de 16,69% em 2009 . Na sequência disto, no final de 2009 pares como a Starwood que registaram uma queda de 35% em termos de EBITDA face ao trimestre similar do ano transato começaram a discutir a necessidade de uma reestruturação de dívida. Tendo a própria Starwood aumentado o seu limite de endividamento em 2009 de 4,5 para 5,5x o EBITDA e emitido 500 milhões de USD em novas obrigações a 7,875% a expirar em 2014 com uma Yield-to-maturity de

8,75%, tendo ainda efetuado uma operação de securitização no segundo trimestre de 2009. Tendo em conta este cenário de queda no setor, a Blackstone teve que constituir provisões nos seus fundos até 2009 num montante de 70% do investimento inicial em termos de capitais próprios alocados.

Assim, o período imediatamente a seguir ao Management-Buy-In coincidiu com a queda da economia americana e mundial, pelo que, com a crise económica, as receitas totais e por habitação, o Revpar caíram abruptamente o que levou a uma deterioração da performance operacional no setor, à qual a HW não foi imune.

Desta forma, entre 2008 e 2009, as receitas da Hilton caíram de 8875 milhões de USD para 7576 milhões, o que representa uma descida de 15%, e que em termos de EBITDA ajustado de factores extraordinários significou uma queda de 28,89% de 1703 milhões de euros para 1211 milhões, sendo a queda do cash flow deste o início do LBO de 30% e das receitas de 20%, segundo Jonathan Gray, responsável global pelo setor de real estate na Blackstone. Deste modo, tornou-se evidente a situação complicada deste LBO que com 1211 milhões de EBITDA em 2009 e uma dívida de longo prazo de 21157 milhões de USD mais 574 milhões em *non-recourse debt* e apenas 1134 milhões em caixa e equivalentes, o que implicava que o rácio de dívida líquida/ EBITDA fosse de 17 vezes, o que colocava a sustentabilidade financeira da empresa em causa, especialmente caso a fase baixa do ciclo na indústria hoteleira se tornasse persistente. Atendendo a estes factores, a Blackstone registou em 2008 nas contas da Hilton uma imparidade de 5611 milhões de USD.

Statement of Operations Data	2013 9M	2012 9M	2012	2011	2010	2009	2008
Revenues							
Owned and Leased Hotels	2982	2931	3979	3898	3667	3540	4301
Management and Franchise Fees	868	807	1088	1014	901	807	901
Timeshare	809	822	1085	944	863	832	920
Other Revenues from Managed and Franchised Properties	2433	2378	3124	2937	2637	2397	2753
Total Revenues	7092	6398	9276	8783	8068	7576	8875
Expenses							
Owned and Leased Hotels	2327	2401	3230	3213	3009	2904	3328
Timeshare	545	568	758	688	634	644	682
Depreciation and Amortization	455	394	550	564	574	587	598
Impairment Losses		33	54	20	24	475	5611
General Administrative and Other	319	327	460	416	637	423	416
Other Expenses from Managed and Franchised Properties	2433	2378	3124	2927	2637	2394	2746
Total Expenses	6079	6101	8176	7808	7515	7427	13381
Operating Income (Loss)	1013	837	1100	975	553	149	-4506
Net Income Attributable to Hilton Stockholders	389	291	352	253	128	-532	-5663

Ilustração 38: statement of operations data, fonte: HW SIPO SEC filing

Balanço	2013 9M	2012	2011	2010	2009	2008
Cash and Cash Equivalents	724	755	781	796	738	397
Restricted Cash and Equivalents	502	550	658	619	394	691
Total Assets	26729	27066	27312	27750	29140	30639
Long Term Debt	14729	15575	16311	16995	21125	21157
Non Recourse Timeshare Debt	388					
Non Recourse Debt and Capital I	318	420	481	541	574	565
Total Equity	2553	2155	1702	1544	-1470	-1253

Ilustração 39: balanço da HW, fonte: HW SIPO SEC Filing

Dentro deste contexto, como forma de aumentar as receitas, a Hilton planeou lançar uma nova marca concorrente da W Hotels da Starwood tendo contratado dois executivos que trouxeram consigo 100000 documentos sensíveis em formato eletrónico. A resposta da Starwood passou por uma ação em tribunal que travou o rollout da marca Denizen baseada no conceito lifestyle dos hotéis W. Este processo terminou com o pagamento de 75 milhões de USD por parte da Hilton à Starwood, sendo esse pagamento complementado pela restrição de lançar uma marca concorrente à W Hotels durante 2 anos.

Contrariamente à generalidade das empresas que só renegoceiam com os credores numa situação de insolvência ou de verificação de covenants, a Blackstone informou os investidores dos seus fundos de que 3,9 mil milhões de USD no valor da Hilton estariam provavelmente perdidos ou seja uma perda de 70%, tendo dentro deste contexto efetuado em 2008 um *write-off* de goodwill no montante de 5,6 mil milhões de USD no balanço da HW. Assim, o The Blackstone Group encetou negociações com os investidores em dívida da Hilton em 2009 que terminaram em 2010. Esta renegociação foi possível devido ao mau momento de vários Leveraged Buy Outs neste setor de negócio, tendo apenas sobrevivido a Hilton e a La Quinta Inns, ambas detidas à data pelo The Blackstone Group.

“I vividly remember being on the phone that night, saying to Chris, ‘I promise you it cannot get worse than this. We will look back on this moment and say, ‘Remember when this was the absolute bottom’” (Jonathan Gray responsável pela área de real estate do The Blackstone Group, The Washington Post 6th July 2014)

Apesar da HW não estar presente nos mercados de Equity, um indicador do modo como o mercado avaliava a empresa era a cotação a desconto da dívida da empresa, tendo sido precisamente este factor que despertou a atenção da Blackstone que possui uma divisão de corporate advising e restructuring, em termos de criar valor por via do alívio da carga financeira da Hilton e da recuperação do valor do investimento.

O objetivo de Nassetta e Gray era obter mais tempo, para implementar as transformações necessárias na Hilton, sabendo os mesmos que a indústria da hotelaria tem um forte carácter cíclico logo, estariam a obter, ao renegociar dívida e aumentar capital por conversão de créditos, não só uma redução da carga com juros e do endividamento líquido da empresa, melhorando o perfil financeiro da mesma, mas essencialmente tempo para capturar um alteração do ciclo económico que permitisse aos ativos recuperarem a sua performance pré-crise do sub-prime, aumentando exponencialmente o valor da HW, como se veio a verificar.

Assim, em 2010, a empresa concluiu a reestruturação da dívida remunerada, de modo a adequar os custos financeiros a um nível de resultado operacional de cerca de metade relativamente ao previsto em Outubro de 2007, aquando do LBO. Deste modo, foi necessário chamar os credores a partilhar os prejuízos atribuíveis à Blackstone neste investimento de 5,1 mil milhões de USD entre 2008 e o final de 2012.

Dentro deste contexto em, 2010, foi decidida uma reestruturação de créditos, que consistiu num aumento de capital de 819 milhões de USD por parte da Blackstone de modo a recomprar dívida no montante de 1,8 mil milhões de USD, obtendo assim um haircut de 981 milhões de USD ou 54,5%, neste montante específico. Além desta operação, foi efetuado um segundo aumento de capital por intermédio da conversão de junior mezzanine debt em capital num montante de 2,1 mil milhões de USD, sendo este montante convertido em ações preferenciais da HW. Adicionalmente, além da redução em 18,9% no montante de dívida líquida da HW, foi estendida a maturidade da dívida remanescente até Novembro de 2015, retirando pressão à equipa liderada por Nassetta e à Blackstone para efetuar uma saída do investimento à pressa, dado que anteriormente a dívida vencia em 2013. Esta reestruturação em termos favoráveis para os fundos da Blackstone foi também possível devido ao facto da FED ter reduzido a taxa diretora para 25 pontos base, reduzindo a libor para 0,3% à data da renegociação de passivo, tendo os prémios para a Junior e Senior Debt permanecido estáticos.

O consórcio de financiadores aceitou esta proposta após 10 meses de negociações, pois a mesma permitiu-lhe recuperar o valor da restante dívida, e ganhar potencial de valorização ao converter créditos em capital, como se veio, de facto, a verificar. Esta reestruturação na qual o parceiro mais difícil de convencer foi a reserva federal de Nova Iorque, devido a ser uma instituição pública, foi apenas concretizada devido à qualidade dos ativos tangíveis e intangíveis da HW e da Equipa de gestão liderada por Nassetta.

Um dos acionistas que optou por converter a sua Junior Mezzanine Debt em ações preferenciais da HW foi o fundo soberano de Singapura GIC Private, que passou a deter após a oferta pública 4,8% da empresa.

Após estas operações de aumento de capital e renegociação com os credores, a HW ficou com rácio de dívida líquida ajustado vs EBITDA em 2010 de 10,5 vezes, o que compara com 4,1 vezes atualmente, sendo esta redução uma consequência lógica do carácter cíclico do setor da Hotelaria, associada às medidas implementadas pelo *management* da empresa que permitiram gerar um nível superior de resultado operacional.

Além destas operações, a gestão do Blackstone Group conseguiu abater à dívida da Hilton mais 1,7 mil milhões de USD entre 2010 e 2012, pelo que, através destas operações com um gasto de 2,5 mil milhões de USD, foi possível reduzir o endividamento da empresa em 5,6 mil milhões de USD, o que foi decisivo para a sustentabilidade da mesma num período do setor em que a rentabilidade era inferior à que se verifica atualmente.

Tendo em conta que a reserva federal de Nova Iorque ficou com os ativos tóxicos do Bear Sterns, teve que assumir uma perda de 56% ou 320 milhões de USD numa *tranche* de dívida vendida à Blackstone, tendo vendido em termos relativos menos dívida que alguns bancos e hedge funds envolvidos na reestruturação. Em termos contabilísticos, o registo desta operação foi diferente dado que, com a reestruturação, a dívida da HW tornou-se mais líquida e segura, pelo que o valor da dívida remanescente aumentou, compensando a perda assumida na reestruturação.

Após a reestruturação em Junho de 2010, a GS e o BOFA venderam, respetivamente, 600 e 1700 milhões de USD de *mezzanine debt* da HW distribuída por 7 tranches a 150 investidores institucionais que subscreveram a oferta. Adicionalmente, em Novembro de 2010, num contexto em que a taxa de delinquência associada aos empréstimos ao setor

hoteleiro era de 15,94%, houve negociações entre estas 2 entidades para colocarem 2,66 mil milhões de USD e CMBS, tendo a operação falhado.

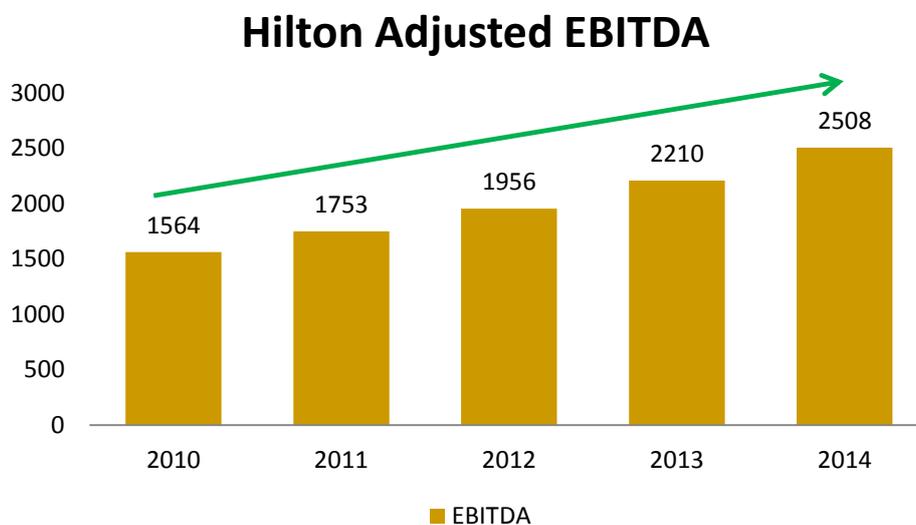


Ilustração 40: HW EBITDA desde 2010, fonte: HW Investor Presentation Novembro 2014

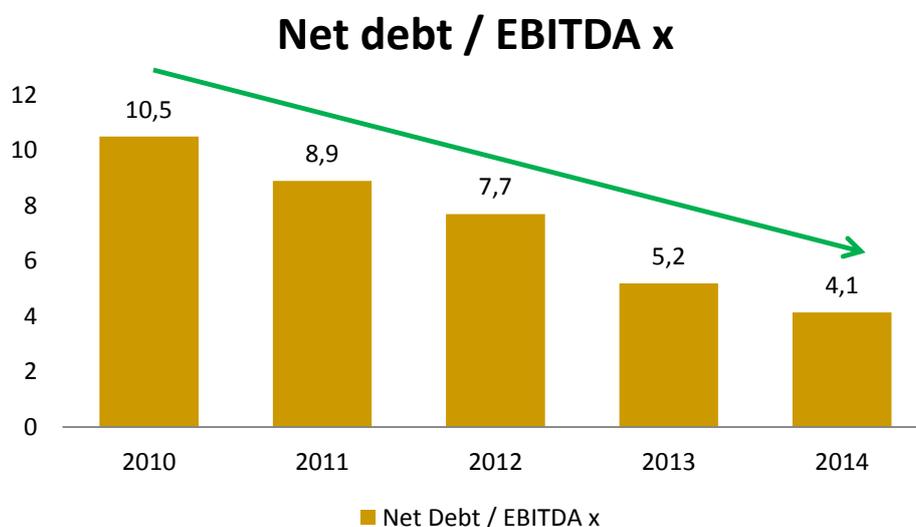


Ilustração 41: rácio net debt/ EBITDA da HW após a reestruturação financeira, fonte: HW Investor Presentation November 2014

8.4.3-A Hilton no Momento do IPO

Durante o período em que a HW foi propriedade do Blackstone Group, aumentou em 37% a sua oferta em termos de número de quartos para 678 mil unidades de alojamento a nível global, distribuídos pelas 10 insígnias da HW, que geraram em 2013 vendas de 9735 milhões de USD. Tendo esta expansão sido efetuada com um nível de capex mínimo

de 97 milhões de USD em 7 anos, tendo assim sido possível expandir uma empresa que possuía um nível elevado de alavancagem, recorrendo ao reconhecimento do *portfolio* de marcas para apostar no franchising. Desta forma, os 97 milhões investidos no negócio de *franchising*, que foi responsável por 99% do aumento do número de quartos da Hilton, geraram em 2014, 465 milhões de USD adicionais de EBITDA pelo que a visão da Blackstone em potenciar com um modelo de capital light a empresa criando valor foi acertada, sendo a nova gestão capaz de extrair valor, tendo aumentado os quartos em construção fora dos EUA de 5600 no momento da aquisição para 76000 à data do SIPO, multiplicando assim por 14 vezes o novo management em 6 anos o ritmo de expansão fora dos EUA, tendo a empresa atualmente o primeiro lugar em termos de quartos em construção mundialmente. Desta forma, a HW holdings hoje é líder em termos de receitas e segunda em termos de capacidade, tendo registado desde 2007 o maior crescimento de todo o setor em termos absolutos e percentuais, aumentando 36% a capacidade de 460 mil para 678 mil quartos no final de 2013. Dentro desta estratégia, uma aposta chave foi na classe média e média alta fora dos EUA com as marcas Hilton e DoubleTree by Hilton e em viajantes de negócios com as marcas Hampton Inn e Hilton Garden Inn.

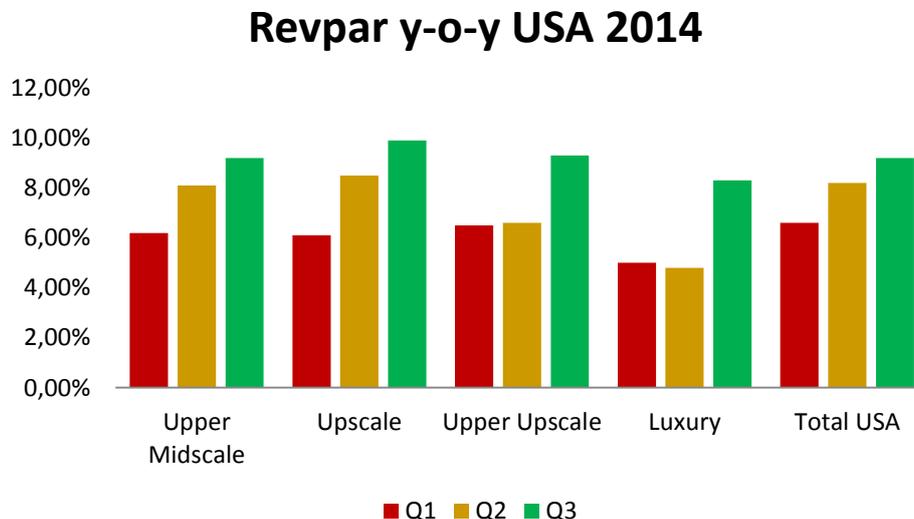


Ilustração 42: evolução do Revpar y-o-y em 2014 nos EUA, fonte: Bloomberg Professional Platform

Distribuição Geográfica do Portfólio de Quartos da Hilton Worldwide

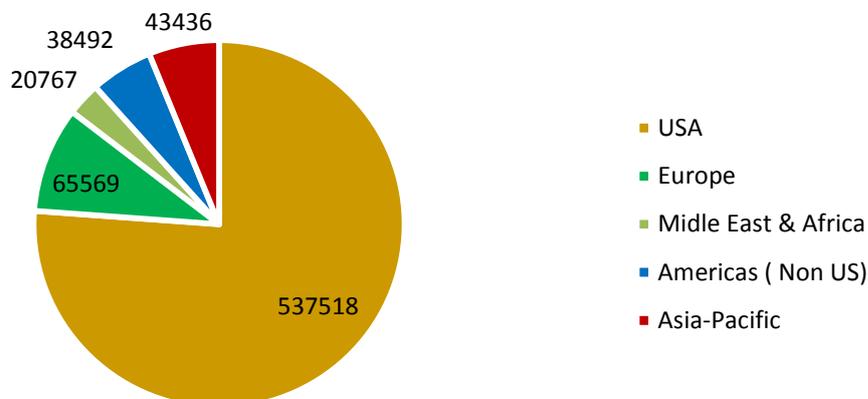


Ilustração 43: distribuição geográfica do portfólio de quartos da HW, fonte: JPMorgan Equity Research

Este foco no *franchising* levou a que a empresa obtenha atualmente 52% do seu EBITDA através de *management* e *franchising fees*, sendo que adicionalmente no segmento de *timeshare*, que representa 11% do EBITDA da empresa, seja 50% deste montante à data do SIPO proveniente de um modelo capital light o que compara com 1% em 2007. Desta forma, em 2013, o modelo capital light representou cerca de 58% do EBITDA versus 47% em 2007, tornando-se, assim, a principal base de rendimentos operacionais da empresa, fruto da aposta na exploração da marca e do expertise na gestão hoteleira, tendo ainda sido possível aumentar a comissão média ponderada dos segmentos de Managed e Franchised de 4% para 4,5%.

Aos 678 mil quartos acima mencionados no final de 2013 (715 mil no final de 2014) irão juntar-se outros 230 mil, dado que a empresa já possui projetos em carteira para adicionar às 4265 propriedades que possuía no final de 2014 em 93 países. Deste modo, a Hilton possuía à data de 31 de Dezembro de 2013 18,6% do total de quartos em perspectiva de serem adicionados à indústria hoteleira mundial, o que compara com uma quota de mercado de 4,5% atualmente, traduzindo-se assim a posição atual da empresa numa aposta em ganhar quota de mercado a nível global, especialmente fora do continente americano, onde a HW possui uma quota de mercado 2 vezes superior à sua média global.

Balanço	2013	2007	2006
Ativos			
Ativos Fixos	9058	9914	4818
Marcas	5013	6474	2486
Ativos Correntes	1789	2112	2826
Goodwill	6220	12233	2848
Cash	594	1659	400
Outros Ativos	4172	5476	3103
Total Ativo	26252	37868	16481
Capitais próprios			
Paid in Capital	9948	5409	2271
Accumulated Deficit	-5331	-212	1925
Intresses Minoritários	87	0	0
Recompra de Ações Próprias	0	0	0
Recompra de Ações Próprias total	0	0	0
Total dos Capitais Próprios	4276	5198	3727
Passivo			
Fornecedores & Passivos Correntes	2142	1705	2576
Dívida Longo prazo	11751	21177	6556
Passivos por Impostos Diferidos	5053	7445	1950
Outros	3340	2343	1672
Total Passivo	22286	32670	12754

Ilustração 44: comparação do balanço da empresa entre 2006 e 2013, reflectindo as variações decorrentes do LBO, fonte: Annual Reports HW (2013) e Hilton Hotels Corporation (2006 e 2007)

Evolução do Pipeline das Principais Cadeias Hoteleiras dos EUA

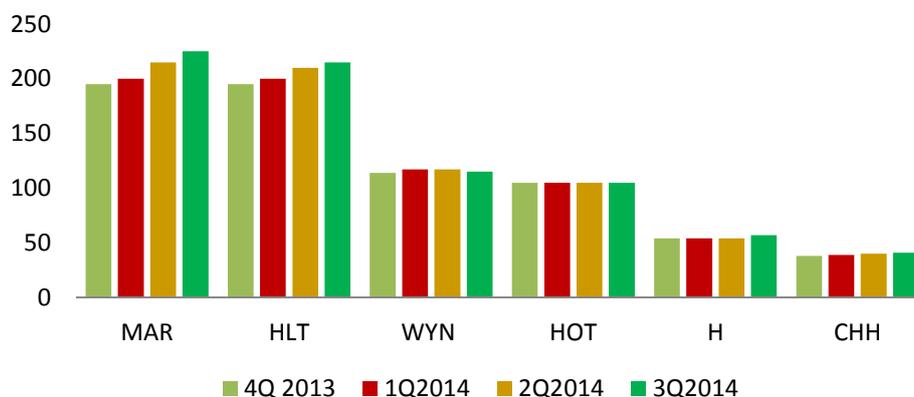


Ilustração 45: pipeline das principais cadeias hoteleiras a operar nos EUA, fonte: JPMorgan Equity Research

Pipelines em % das Propriedades dos Segmentos Franchised and Managed

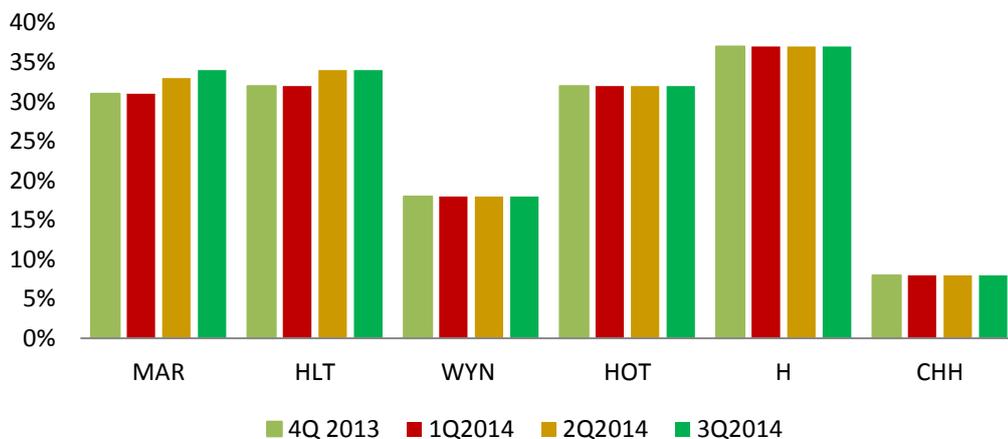


Ilustração 46: pipelines em % do segmento franchise & managed, fonte: JPMorgan Equity Research

Hilton Market Share



Ilustração 47: % do total de quartos em construção a nível global por parte de cadeias hoteleiras, atribuível à Hilton à data do SIPO, fonte: Hilton SIPO SEC Filing

No período em que a empresa esteve fora de bolsa, obteve resultados operacionais interessantes ao aumentar em termos anualizados entre 2007 e 2013 as suas receitas em 1,96% e o EBITDA em 5,55%, valores que comparam com 1,32% nas receitas e -0,85% no EBITDA, relativamente ao peer group excluindo a HW do mesmo.

	LBO Date	IPO Date
Global Supply (Rooms Rank)	496000/#4	672000/#1
U.S. Supply (Rooms Rank)	395000/#3	523000/#1
Pipeline (Rooms Rank)	116000	186000/#1
International Pipeline %	19%	60%
International Rooms Under Construction %	13%	78%
Luxury Presence	32	72
Home 2 Suites by Hilton (Supply +Pipeline Hotels)	0	117

Ilustração 48: evolução do portfólio de quartos da Hilton desde o início do LBO até ao SIPO, fonte: HW SIPO SEC Filing

8.4.4 A Remuneração da gestão

Estes resultados surgiram como consequência das medidas de gestão implementadas por Nassetta, sendo que desta forma o management da empresa foi remunerado além dos salários e dos cash awards ao abrigo de generosos long term incentive awards, com um pacote de ações no montante máximo de 230 milhões de USD ou 2,75% da empresa, tendo em conta uma avaliação 8352 milhões de USD no que concerne ao pacote tier I ou class A, vigente entre o final de 2010 e Abril de 2013, valor que compara com a capitalização bolsista de 27,91 mil milhões de USD à data de 19 Fevereiro de 2015. Adicionalmente, existiram ainda durante a fase em que a empresa esteve fora de bolsa, prémios tier II ou class B, cuja ativação deveria ocorrer até Abril de 2015, e cujo valor e consequente ativação dependiam da criação e aumento de valor da HW, sendo que, na sequência do SIPO, as unidades classe B foram convertidas em ações que podiam ser transacionadas livremente em 40% aquando do SIPO, tendo sido convertidos em 11 de Dezembro de 2014 40% adicionais, sendo o restante convertido quando a Blackstone deixar de ser maioritária na empresa. Aquando do SIPO, as unidades restantes foram convertidas em ações ou opções sobre ações tendo desta forma sido pagos no final de 2013 em complemento das ações já entregues anteriormente. Do total de 2,75% disponível para distribuição pelo management da empresa sob a forma de equity awards foram activados 1,3%.

Membro do Board	Class A-2		Vested Class B		Unvested Class B	
	units	USD	units	USD	units	USD
Christopher J. Nassetta	990718	19319001	2543396	51546222	3965094	77319333
Kevin J. Jacobs						
Mark D. Wang	128680	2509260	699177	13633952	1048765	20450918
Kristin A. Campbell	64340	1254630	281472	5488704	422208	8233056
Thomas C Kennedy			168883	3293219	253325	4939838

Ilustração 49: valor em USD e número de stock units atribuídas à gestão da empresa, como prémio de performance, valores em USD fonte: HW IPO SEC Filing

No que concerne à remuneração da gestão da empresa, a mesma contém, além dos *long term incentive awards* descritos anteriormente, uma componente base e outra variável, sendo estabelecido um target para a empresa e estabelecida a remuneração, tendo em conta a política remuneratória e performance face aos pares em termos de crescimento do EBITDA e do *total shareholder return* de acordo com a estrutura retributiva dos pares: Avis Budget Group, Dardeen Restaurants, Fedex Corporation, General Mills, Hyatt Hotels Corporation, Host Hotels and Resorts, Las Vegas Sands, Marriot International, McDonald's Corporation, MGM Resorts International, Nike, Starbucks Corporation, Starwood Hotels & Resorts Worldwide, United Continental Holdings, The Walt Disney Company, Wyndham Worldwide Corporation, Wynn Resorts.

Para efeitos de comparação da performance da gestão com os pares, são tidas em conta além das empresas acima citadas pertencentes aos setores da hotelaria, lazer e viagens, pares como: Pebblebrook Hotel Trust, Diamond Rock Hospitality Company, RLJ Hotel Trust, Chesapeake Hotel Trust, Vail Resorts, Penn National Gaming Inc, Ryman Hospitality Properties, Churchill Downs Incorporated, Bally Technologies Inc e LaSalle Hotel Properties.

Membro do Board	Salary	Target	Potential Bónus	Factor %	Valor Máximo em	
				Target 2013	Bónus 2013	Caso de Saída Antecipada
Christopher J. Nassetta	850000	100%	850000	151,80%	1290420	95450898
Kevin J. Jacobs	500000	50%	250000	128,70%	321688	13146402
Ian R. Carter	690000	60%	414000	122,10%	505494	26194889
Mark D. Wang	513000	75%	384750	125,90%	484400	11566649
Kristi A. Campbell	500000	75%	375000	123,10%	461625	7635001
Thomas C Kennedy	650000	75%	487500	136,80%	666900	

Ilustração 50: remuneração base da gestão da HW, valores em USD fonte: HW SEC Filing- Notice of Annual Meeting of Shareholders 2013

Atendendo ao exposto anteriormente, verifica-se que, relativamente aos pares, o CEO da HW obteve tanto a remuneração base como a total inferiores aos seus pares dos concorrentes diretos, o que deriva possivelmente dos elevados prémios convertíveis em ações que Nassetta e a restante gestão da empresa obtiveram, tendo a componente base da remuneração sido mais reduzida, como é hábito das empresas de Private Equity (Leslie & Oyer, 2009).

Empresa	CEO	Salary	Stocks & Incentives	Other Compensation	Total
Starwood	Frits Van Paaschen	1250000	9584950	78744	10913694
Marriot	Arne Sorenson	1200000	7825959	132661	9158620
Hyatt	Mark S. Hoplamazian	1015000	58085458	37929	59138387
Intercontinental Hotels Group	Richard Solomons	1236784	413944	3648094	5298822
Choice Hotels	Stephen Joyce	928846	3536658	201881	4667385
Hilton Worldwide	Christopher Nassetta	850000	1290420	121622	2262042

Ilustração 51: remuneração dos CEO das principais empresas hoteleiras nos EUA em 2013, fonte: www.skift.com

Desta forma, a gestão da HW em 2014 foi remunerada através de uma forte preponderância de formas de remuneração variável, nomeadamente por intermédio de performance shares, anual incentive, stock options, rsu's. Assim no caso do CEO a remuneração fixa de 1,142 milhões de USD foi apenas 12% da sua remuneração total de 9,9 milhões de USD, valor que no resto da equipa de gestão ascendeu a 20%. O baixo peso da remuneração base contrasta com o peso da remuneração por via de performance shares que com 38% no caso do CEO e 34% no resto do *management team* foi o principal meio de retribuição da gestão.

CEO Compensation

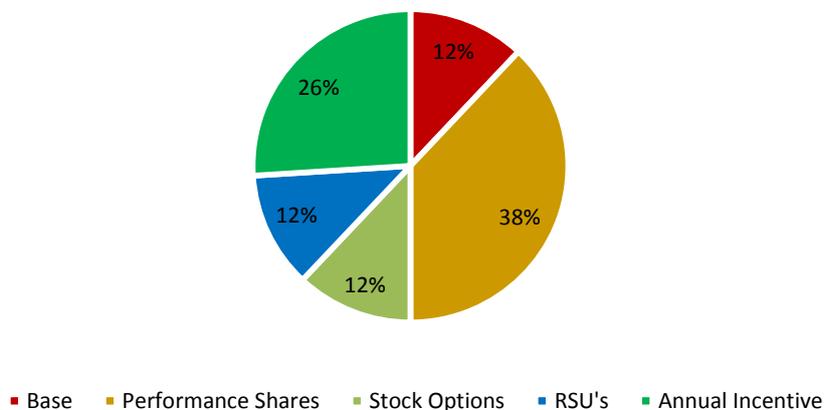


Ilustração 52: composição da remuneração máxima do CEO da HW em 2014

Other NEO Compensation

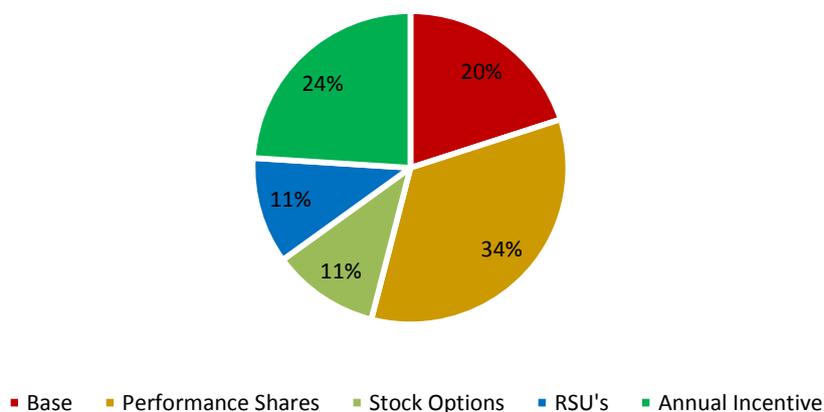


Ilustração 53: composição da remuneração máxima dos restantes executivos da HW em 2014

Assim, após 2013, o plano de remuneração dos executivos da empresa passou a ser mais modesto, tendo sido registado um gasto de 32 milhões de USD em 2014 que compara com 313 milhões em 2013, relativos à atribuição de 5,6 milhões de restricted stock units com data de conversão em 2016, 520 mil performance shares com um preço médio de 23,56 USD obtido através de Monte Carlo simulation, 986 mil Stock Options avaliadas individualmente pelo modelo de Black-Scholes Merton em 7,58 USD cada, pelo que ficaram por reconhecer 98 milhões de USD, de despesas diferidas

Adicionalmente, o sistema de remunerações da HW prevê compensações especiais para o *management team*, atual caso exista alteração de controlo, morte ou doença incapacitante dos mesmos ou rescisão de contrato, conforme a tabela abaixo.

Executive Benefits USD	Qualifying Termination	CIC Without Termination	Q.T. 12 Months Following CIC	Death or Disability
Christopher Nasset	44461098	36692305	48087317	40852971
Kevin J. Jacobs	7434666	4938207	8522506	6365762
Ian R. Carter	12257758	9756613	13345598	11182098
Mark D. Wang	6546681	4187702	7634521	5625495
Kristin A. Campbell	4780442	2614135	5686993	3829106

Ilustração 54: valores a receber em USD pelos membros do board da HW em circunstâncias excecionais

8.5-HW Secondary IPO e Saída do Investimento Por Parte da Blackstone

8.5.1-IPO

A Blackstone em conjunto com os restantes acionistas teve que esperar 6 anos e meio para efetuar o SIPO da HW, o que se consubstanciou num tempo de saída do investimento cerca de 2 vezes superior ao verificado no início da primeira década do século XXI (Robert J. Jackston, 2013). Assim, antes do SIPO, a Hilton Worldwide, em Outubro de 2013, refinanciou cerca de 14011 milhões de USD de dívida alargando no tempo as maturidades e reduzindo o custo associado à mesma. Deste modo, a HW realizou as seguintes operações descritas abaixo, emitindo passivo nos seguintes modos, num total de 12987 milhões de USD distribuídos da seguinte forma:

- \$7.6 billion senior secured term loan facility+ \$1 billion senior secured revolving credit facility, a expirar em Outubro de 2020, com uma taxa de juro igual a uma margem de 3% acrescida da LIBOR a 1 mês mais 1%, deduzido de 0,25% pela consumação do IPO e de mais 0,25% quando o rácio net debt / EBITDA for inferior a 3,85x

- \$1.5 billion of 5.625% senior notes a expirar em 2021;

- \$3.5 billion commercial mortgage-backed securities, garantidas por 23 propriedades da empresa nos EUA, com uma maturidade de 5 anos e uma taxa de juro de 4,465% por ano

- \$525 million mortgage loan garantido pelo hotel Waldorf Astoria New York

Deste modo foram pagos 14011 milhões de dívida; essencialmente repartidos em:

- 7010 milhões em Senior Mortgage Loans com um cupão de 2,51% e vencimento em 2015
- 6905 milhões em Secured Mezzanine Loans com um cupão de 4,12% e vencimento em 2015,
- 96 milhões em Unsecured Notes com um cupão de 7,82 % e vencimento em 2031

Adicionalmente, a empresa vendeu em 2 operações 650 milhões de USD em pontos Hhonours, 400 milhões à American Express e 250 milhões ao Citigroup, com uma taxa de juro associada de 2,28%. Por outro lado, a empresa efetuou 4 acordos de Swaps, num montante de 1,45 mil milhões de USD, trocando a taxa variável a 3 meses por uma fixa de 1,87 por cento; esta operação insere-se num universo a 30 de Setembro de 2013 de 15,2 mil milhões de USD, em termos de nocionais associados a contratos de interest rate caps. Após as referidas operações no momento do SIPO em Dezembro de 2013 a empresa ficou com uma dívida total de 14,26 mil milhões de USD, se incluída a credit facility de mil milhões de USD.

Desta modo, a HW é a segunda empresa a nível mundial no setor do lodging em termos de receitas, sendo a maior em termos de quartos sob exploração e enterprise value. Desta forma, possui atualmente mais de 46 milhões de clientes fidelizados no programa Hhonours (aumento de mais de 90% desde 2007), representando estes clientes 50% da ocupação das unidades hoteleiras da empresa, o que se traduz em maior afinidade por parte dos clientes e numa maior performance das receitas derivado dessa mesma fidelização. É precisamente por possuir um nível de serviço de qualidade associado a um *portfolio* com marcas reconhecidas, que a Hilton conseguiu ter um nível de Revpar superior em 15% aos seus concorrentes premium no ano de 2013.

Um dos pontos anteriormente apontados como subvalorizado pelo mercado era o *portfolio* de quartos, detido pela HW em propriedades emblemáticas destacando-se as 8 enunciadas abaixo, aos quais se somam mais 13387 quartos em outros hotéis, sendo que, segundo as projeções do valor das propriedades hoteleiras efetuadas pela consultora HVS para o final do ano de 2015, é possível prever que os quartos premium apresentados abaixo valham cada 500 mil USD, valendo os quartos do restante *portfolio* 400 mil USD.

Após as vendas destas propriedades, as mesmas passariam para um regime de Franchising com uma fee de 3% sobre o Revpar, sendo que adicionalmente existem receitas fora de quarto que representam 85% do Revpar, sendo o Revpar premium de 200 USD e o regular de 145 USD.

Valor Segm. Alto	Média
Oahu	665
San Francisco	606
Miami	583
New York	565
Boston	419
Los Angeles	314
Austin	259
San Diego	252
San Jose	247
Chicago	246
Fonte HVS	2015 E

Ilustração 55: valor por quarto em milhares de USD nas principais cidades dos EUA, fonte: HVS

Principais Hotéis	
Waldorf NY (valor da venda em milhões USD)	1950
Novos Quartos	6126
Prime	Nº Quartos
Hilton Hawaiian Village	2680
Hilton New York	1981
Hilton San Francisco	1908
Hilton Chicago	1544
Hilton New Orleans Riverside	1622
Hilton Chicago O'Hare	1241
Hilton Wakiloa Village	860
Total	11836
Capacidade Regular	13387
Valor Total Segmento Propriedade	13223

Ilustração 56: principais ativos imobiliários da HW, fonte: Credit Suisse Equity Research

Em 2013, num contexto de recuperação do S&P500 e do Lodging Return index, para níveis verificados apenas em 2007, antes da crise do sub-prime, permitiu que 112 IPO's fossem efetuados nos primeiros nove meses do ano com um retorno médio no primeiro dia de negociação bolsista de 14,2%. Esta recuperação foi extensível ao setor imobiliário que nos primeiros 9 meses do ano levantou no mercado norte-americano 4,2 mil milhões de USD, ou 12% do total de IPO's efetuados no período em análise.

Por outro lado, desde 2010 que os pares da HW cotados em bolsa refletiam a melhoria da economia norte-americana, que levou a aumentos no Revpar e taxas de ocupação, tendo a cotação das empresas pares disparado em bolsa.

09/12/2013	2013 Net debt	2013 EBITDA	2013 Equity	2013 EV	2013 EV/EBITDA
Marriot	3027	1452	13927	16954	11,68
Starwood	1120	1220	13943	15063	12,35
Choice	610	204	2731	3341	16,38
Hyatt	1069	680	7437	8506	12,51
Média					13,23
Hilton IPO	13270	2210	19740	33010	14,94

Ilustração 57: múltiplo EV/EBITDA dos pares da HW aquando do SIPO, fonte: Bloomberg Professional Platform

No momento do SIPO, a média de avaliação do mercado, para os pares da HW era de 13,23 x o EBITDA de 2013 à data de 9 de Dezembro de 2013, destacando-se a Choice Hotels com um múltiplo superior a premiar o seu modelo capital light completamente focado na gestão e *franchising*.

Stock Returns	2010	2011	2012	2013	Credit Rating
Average Return	25%	113%	105%	78%	Baa3/BB+
Choice Hotels	42%	81%	501%	27%	Baa2/BBB
Hyatt Hotels	0%	132%	34%	79%	Baa2/BBB
Marriot	9%	158%	150%	99%	Baa2/BBB
Starwood Hotels	16%	21%	55%	58%	Baa2/BBB
Wyndham Hotels	74%	109%	87%	83%	Baa3/BBB-

Ilustração 58: retorno para os acionistas das empresas hoteleiras nos EUA desde 2010, fonte: Bloomberg Intelligence

As receitas do SIPO, líquidas de custos de *underwriting*, inicialmente estimadas no montante de 1238 milhões de USD, correspondentes à dispersão em bolsa de 64 milhões de ações, destinaram-se a amortizar uma linha de crédito no montante de 1250 milhões de USD. No entanto, em face da elevada procura, o montante do SIPO subiu para 2,35 milhões, tendo desta forma sido colocadas em bolsa 117,6 milhões de ações, sendo ainda exercida a *greenshoe option* no montante de 353 milhões de USD, de um total de 984 milhões de ações o que perfaz 11,95% do capital da HW Holdings, mais a *greenshoe option*. Aquando do SIPO, o CEO da Hilton Christopher Nasseta detinha 7599208 ações, que manteve, tendo em Janeiro de 2015 um valor de mercado de 206 milhões de USD.



Ilustração 59: CEO da HW acompanhado por floor traders na bolsa de Nova Iorque, fonte: Reuters

O SIPO da HW Holdings decorreu deste modo no dia 11 de Dezembro do ano 2013, tendo sido o segundo maior do ano precedido pela Plains GP Holdings que levantou 2,9 mil milhões de USD, tendo o SIPO da Hilton, considerando a *greenshoe option*, levantado 2705 milhões de USD no processo que levou a empresa a estar cotada no NYSE, com um preço inicial de 20 USD. Valores que comparam com os objetivos iniciais que consistiam em levantar 1,35 mil milhões de USD, colocando 64 milhões de ações a um preço entre os 18 e os 21 USD, montante ao qual foram adicionados 53,5 milhões de ações excluindo a *greenshoe option*, atendendo à boa receptividade do SIPO por parte dos investidores, tendo a oferta pública sido subscrita 9 vezes.

A avaliação da empresa implícita no preço das ações vendidas no IPO era em termos de *enterprise value* de 33 mil milhões de USD, tornado-se assim numa das maiores 25 empresas por EV que efetuou um IPO nos EUA, tendo esta métrica de valorização aumentado 27% entre o momento em que a Blackstone adquiriu a empresa em 2007 e o IPO em Dezembro de 2013.

IPO Pricing Relativamente ao File Price Range	Abaixo do Intervalo	Dentro do Intervalo	Acima do Intervalo
1980-1989	30%	57%	13%
1990-1998	27%	49%	24%
1999-2000	18%	38%	44%
2001-2013	35%	42%	23%
1980-2013	28%	49%	23%
Retorno Médio no 1º Dia de Negociação	Abaixo do Intervalo	Dentro do Intervalo	Acima do Intervalo
1980-1989	0%	6%	20%
1990-1998	4%	11%	31%
1999-2000	8%	26%	121%
2001-2013	3%	11%	33%
1980-2013	3%	11%	50%

Ilustração 60: pricing dos IPO relativamente ao file range e first day returns, fonte: Jay Ritter website

Os principais bancos colocadores foram: o Deutsche Bank, a Goldman Sachs, o JPMorgan a Morgan Stanley, o Bank of América Merrill Lynch e a Wells Fargo Securities e o próprio Blackstone Advisor Partners. Alguns dos bancos colocadores como a Goldman Sachs a Morgan Stanley e o Bank of America Merrill Lynch foram simultaneamente colocadores e vendedores, dado que no âmbito da reestruturação de dívida ocorrida em 2010 passaram a deter ações da HW. A Goldman Sachs foi o banco que mais recebeu dado o seu duplo estatuto, tendo assim amealhado 135 milhões de USD ou 5% do total da oferta pública.

Em termos de colocação de ações a Goldman Sachs e o Deutsche bank lideraram a operação colocando 25, 88 milhões de ações cada, do montante inicial total de 117,640 milhões, tendo surgido em terceiro lugar o Bank of América Merrill Lynch com 18,882 milhões e, em quarto, a Morgan Stanley com 16,46 milhões, relativamente aos restantes *underwriters*, assumiram um papel secundário, sendo que o quinto *underwriter*, a JPMorgan, colocou apenas 4,7 milhões de títulos.

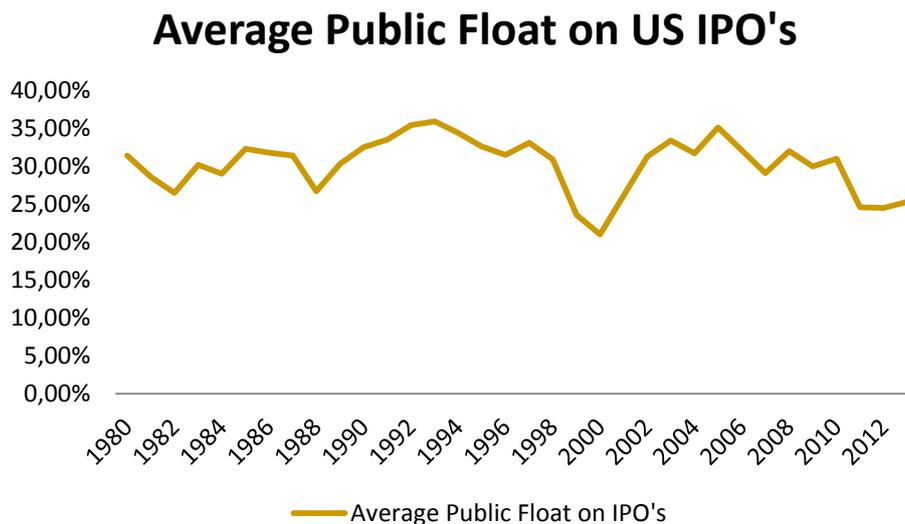


Ilustração 61: percentagem média de public floating nos IPO nos EUA, fonte: Jay Ritter website

A receita líquida para a HW e para os vendedores das ações foi de 19,25 USD, sendo 0,75 USD por ação a comissão de subscrição, totalizando 101,5 milhões de USD o que equivale a um spread de 3,75%. Desta forma, do montante total de 2,7 mil milhões de USD, 101,5 milhões foram para os bancos colocadores, 1579 milhões para a HW, (após ter pago 27 milhões em comissões e 12 milhões em outras despesas), com a finalidade de abater uma *tranche* de dívida no valor de 1250 milhões de USD; e os restantes 1031 milhões destinaram-se aos vendedores de ações na oferta, incluindo a *greenshoe option*.

No final do SIPO, o montante total de ações vendidas ascendeu a 135,286 milhões das quais 78,95 milhões eram ações novas emitidas no âmbito do SIPO e as restantes ações correspondiam à venda parcial da posição dos credores obtida aquando da reestruturação de dívida ocorrida em Abril de 2010.

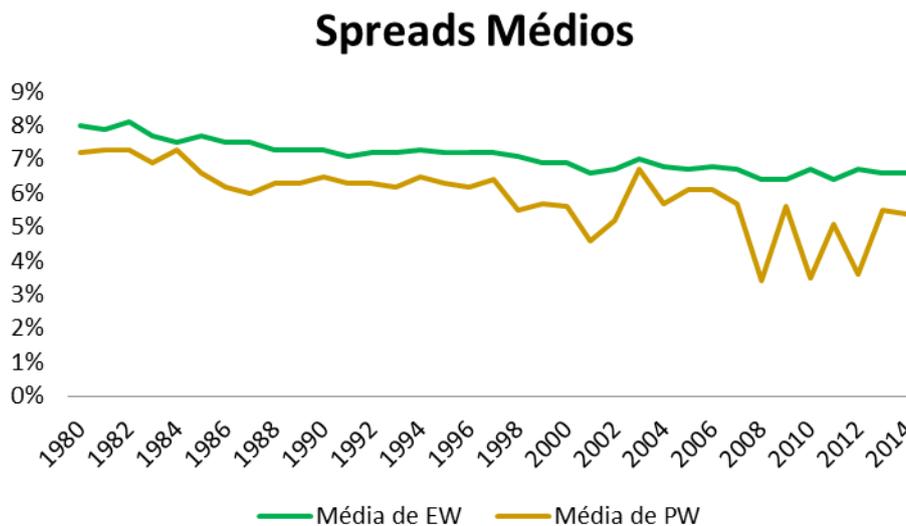


Ilustração 62: spread dos underwriters equal and proceeds weighted nos IPO nos EUA, fonte Jay Ritter website

Neste SIPO, ficaram “left on the table” (Ritter, 2014) 176,46 milhões de USD dado que as ações, ao terem encerrado o primeiro dia de negociação a 21,50 USD, permitiram um ganho 1,50 USD ou 7,5% a cada investidor ao final de um dia o que, ponderado pelos 117,64 milhões de ações colocadas na oferta, equivale ao valor anteriormente mencionado. No que concerne ao número de ações negociadas no primeiro dia em bolsa, o número ascendeu a 70,927 milhões de ações o que compara com o montante vendido de 135,268 milhões de ações vendidas, tendo, desta forma o turnover do primeiro dia sido de 52,42%, ligeiramente superior ao valor de 50,9% verificado desde 2001 para empresas com first day return entre 0 e 10% (Ritter, 2014).

O maior ganho até então num investimento em private Equity pertencia à Apollo Global Management, com o seu investimento na LyondellBasell, que gerou mais-valias de 10,1 mil milhões de USD. Atendendo à valorização das ações da HW desde 11 de Dezembro de 2013 (data do SIPO), a Blackstone destronou a sua rival Apollo como recordista do maior ganho num investimento em Private Equity. Credores como a Goldman Sachs viram igualmente o montante de Junior Mezzanine Debt convertido em ações valorizar, desta forma, os 443 milhões investidos na conversão de créditos em capital pela GS valiam em Fevereiro de 2015 cerca de 1474 milhões de USD.

First Day IPO Returns 1990-2013

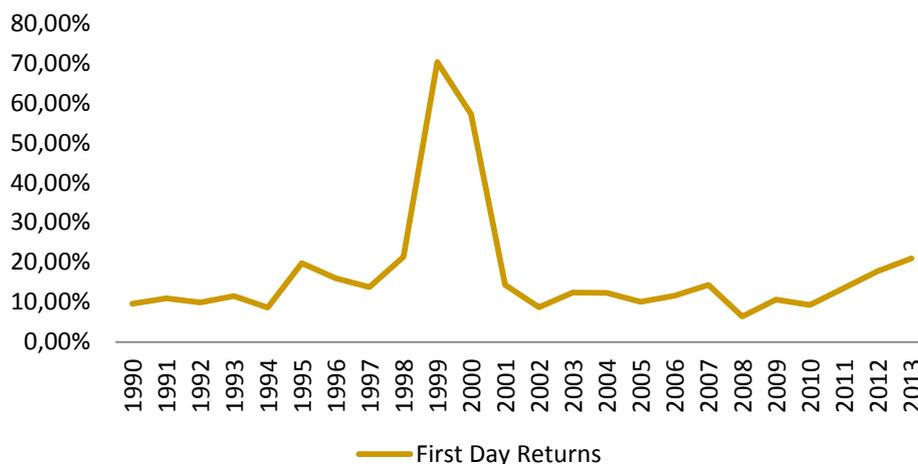


Ilustração 63: first day IPO returns nos EUA, fonte: Jay Ritter website

8.5.2 Demonstrações Financeiras da HW Após o IPO

Balanco	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020 Perpetuidade
Ativos								
Ativos Fixos	9058	8871	8737	8657	8606	8582	8586	8616
Marcas	5013	4988	4963	4938	4913	4889	4864	4840
Ativos Correntes	1789	1980	2216	2440	2586	2240	2184	2370
Goodwill	6220	6220	6220	6220	6220	6220	6220	6220
Cash	594	632	678	722	751	683	672	709
Outros Ativos	4172	4560	4892	5173	5347	4977	4966	5343
Total Ativo	26252	26618	27027	27429	27672	26908	26820	27389
Capitais Próprios	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020 Perpetuidade
Paid in capital	9948	9948	9948	9948	9948	9948	9948	9948
Accumulated Deficit	-5331	-4526,8	-3614,3	-2447,7	-1174,3	-578,9	-86,4	832,8
Intresses Minoritários	87	87	87	87	87	87	87	87
Recompra de Ações Próprias	0	0	0	-1045	-1105	-420	-357	-638
Recompra de Ações Próprias Total	0	0	0	-1045	-2151	-2571	-2928	-3566
Total dos Capitais Próprios	4276	5334,2	6246,7	6368,1	6536,1	6711,5	6847,1	7127,9
ROE	9,71%	15,08%	14,61%	18,32%	19,48%	8,87%	7,19%	12,90%
Passivo	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020 Perpetuidade
Fornecedores & Passivos Correntes	2142	2370	2653	2922	3096	2682	2615	2838
Dívida Longo prazo	11751	10404	9377	9160	8913	8739	8639	8516
Passivos por Impostos Diferidos	5053	5053	5053	5053	5053	5053	5053	5053
Non Recourse Debt	1519	1442	1442	1442	1442	1442	1442	1442
Outros	1821	2015	2255	2484	2632	2280	2223	2412
Total Passivo	22286	21284	20780	21061	21136	20197	19973	20261

Ilustração 64: balanço prospetivo da HW, fonte: candidato

Demonstração de Resultados	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Perpetuidade
Vendas	9735	10773	12056	13279	14072	12190	11886	12896	13622
EBITDA Ajustado	2210	2508	2897	3280	3452	2230	2037	2570	3020
FX, Executive Compensation & Outros Custos	505,00	182,56	210,90	238,78	251,27	162,36	148,25	187,11	219,81
Depreciações	603	565,4	553,7	545,3	540,3	537,1	535,7	535,9	537,8
EBIT	1102	1760,0	2132,6	2496,1	2660,3	1531,0	1352,7	1847,5	2262,1
Operating Margin	11,32%	16,34%	17,69%	18,80%	18,91%	12,56%	11,38%	14,33%	16,61%
Custos Financeiros	404	526,0	512,9	462,3	451,6	439,4	430,8	425,9	419,8
EBT	698	1234,0	1408,8	1795,1	1957,4	929,2	773,6	1421,6	1842,3
Impostos	238	420,8	480,4	612,1	667,4	316,8	263,8	484,7	628,2
Minoritários	9,0	9,0	16,0	16,3	16,6	17,0	17,3	17,7	18,0
Resultado Líquido Ajustado	415	804,2	912,4	1166,7	1273,3	595,4	492,5	919,2	1196,1

Ilustração 65: demonstração de resultados prospetiva da HW, fonte: candidato

Timeshare	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Perpetuidade
Receita Total	1109,0	1170,5	1240,8	1315,2	1354,7	1287,0	1261,2	1311,7	1351,0
Margem EBITDA	26,78%	28,10%	28,60%	29,10%	28,75%	26,25%	26,00%	27,00%	28,00%
EBITDA	297	334	365	398	409	348	338	369	393
Nº Quartos	6547	6910	7325	7764	7997	7598	7446	7743	7976
Other Fees EBITDA	0	5	10	15	20	10	10	15	15
Owned and Leased	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Perpetuidade
Numero Quartos	61170	61170	62699	62699	62699	62699	62699	62699	62699
Custos Operacionais (excepto depreciações)	3121	3435	3747	3997	4136	3679	3572	3756	3784
Receita Total Segmento	4046	4434	4858	5206	5367	4463	4282	4638	4788
EBITDA	925	999	1111	1209	1230	784	710	882	1004
Margem EBITDA	22,9%	22,5%	22,9%	23,2%	22,9%	17,6%	16,6%	19,0%	21,0%
Franchise and Managed	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Perpetuidade
Receita Total	4514	5100	5886	6684	7274	6360	6261	6861	7394
Custos Operacionais (excepto depreciações)	3242	3632	4163	4698	5140	4929	4930	5189	5407
EBITDA	1272	1468	1723	1986	2134	1431	1331	1673	1987
Margem EBITDA	28,18%	28,78%	29,22%	29,66%	29,28%	22,43%	21,18%	24,30%	26,79%
Nº Quartos	610413	647038	685860	727012	770632	801458	825501	850266	875774
Fee Waldorf Astoria New York	0	0	3	4	4	4	5	5	6
Outros	66000	68472	71037	73698	76458	79322	82293	85375	88573

Ilustração 66: dados financeiros e operacionais prospetivos dos diversos segmentos da HW, fonte candidato

Nº Quartos	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Perpetuidade
Franchise and Managed	610413	647038	685860	727012	770632	801458	825501	850266	875774
Owned and Leased	61170	61170	62699	62699	62699	62699	62699	62699	62699
Timeshare	6547	6910	7325	7764	7997	7598	7446	7743	7976
Total	678130	715118	755884	797475	841329	871754	895646	920709	946449
Crescimento Capacidade	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Perpetuidade
Franchise and Managed		6%	6%	6%	6%	4%	3%	3%	3%
Owned and Leased		0%	3%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Timeshare (crescimento receitas)		6%	6%	6%	3%	-5%	-2%	4%	3%

Ilustração 67: número de quartos e crescimento da HW, fonte: candidato

ADR	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020 Perpetuidade	
Franchise and Managed	130,68	136	143	150	152	140	135	148	153
Owned and Leased	191,15	196	206	216	218	203	195	210	220
Ocupação %	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020 Perpetuidade	
Franchise and Managed	71,90%	74,10%	75,40%	76,20%	76,70%	73,28%	72,95%	71,87%	72,30%
Owned and Leased	75,90%	78,46%	79,13%	80,00%	80,85%	76,40%	76,36%	76,58%	76,02%
REVPAR	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020 Perpetuidade	
Franchise and Managed	93,96	100,77	107,82	114,29	116,58	102,59	98,49	106,37	110,62
Owned and Leased	145,08	153,79	163,02	172,80	176,25	155,10	148,90	160,81	167,24
Crescimento do Revpar	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020 Perpetuidade	
Franchise and Managed		7,25%	7,00%	6,00%	2,00%	-12,00%	-4,00%	8,00%	4,00%
Owned and Leased		6,00%	6,00%	6,00%	2,00%	-12,00%	-4,00%	8,00%	4,00%
Franchise Base Fee	4,50%	4,60%	4,60%	4,60%	4,60%	4,60%	4,60%	4,60%	4,60%

Ilustração 68: métricas operacionais prospetivas da HW, fonte: candidato

Retorno Sobre o Capital	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020 Perpetuidade	
Invested Capital	17546	17257	17143	17047	16968	16970	17005	17163	17345
ROIC	4,139%	6,721%	8,198%	9,650%	10,333%	5,946%	5,242%	7,094%	8,595%
NOPLAT	726,2	1159,9	1405,4	1645,0	1753,2	1008,9	891,5	1217,5	1490,8
Rácio Depreciações / EBITDA	27,29%	22,54%	19,11%	16,62%	15,65%	24,08%	26,30%	20,85%	17,81%
Rácio Depreciações / AFT		6,24%							
Rácio Impostos / EBT	34,10%	34,10%	34,10%	34,10%	34,10%	34,10%	34,10%	34,10%	34,10%
EPS com Buyback	0,4	0,8	0,9	1,2	1,4	0,7	0,6	1,1	1,4

Ilustração 69: retorno do capital prospetivo da HW, fonte: candidato

No que concerne aos restantes pressupostos em que se baseiam as demonstrações financeiras e outros para efeito dos cálculos associados a este caso, assume-se que o prémio de risco do mercado de ações é de 6%, o β da HW Holdings é 1,05, existem atualmente 987 milhões de ações em circulação, a taxa de juro T-Bonds a 10 anos é de 2,24 %, a taxa de imposto 34,10 % e o custo médio da dívida remunerada de 4,93%, sendo o g terminal 3,75%, do qual 1,08% representa o crescimento da oferta de quartos e o restante provém do crescimento médio do revpar verificado desde 1990, considerando-se ainda que a empresa tem 1442 milhões de USD de non-recourse debt.

Em termos operacionais, a *franchise base fee* é chave para se entender a evolução *like-for-like* ao refletir o mix de hotéis em regime de *franchising* e management, sendo o primeiro tipo, excluindo o segmento de Owned and Leased no final de 2014, representativo de 502 mil quartos e tendo uma base fee de 5,4 % e o segundo com 157 mil quartos uma fee de 3%, existindo nos Managed hotels incentive fees. Relativamente às estimativas de crescimento do Revpar, as mesmas derivam da análise efetuada pela equipa de equity research da JP Morgan, sendo que esta métrica, ao representar no limite um mínimo de 50% do total das receitas das unidades hoteleiras em causa, é considerada a métrica apropriada para avaliar a evolução das unidades hoteleiras. Relativamente ao Franchise base fee growth, o mesmo não deriva apenas das melhorias contratuais a obter,

mas também do facto de fora dos EUA os contratos incluírem incentivos a partir do primeiro USD de lucro, sendo que por uma questão de simplificação assumiu-se essa situação na Franchise Base Fee.

Nos EUA, a estrutura das incentive fees é mais restritiva e as mesmas podem ser diferidas no tempo pelo que são consideradas como estando em linha com o crescimento do Revpar e da Franchise Base Fee. O valor de 4,60% resulta da média ponderada pelo número de hotéis de cada segmento da base fee que é aplicada à totalidade das receitas dos hotéis geridos e da franchise base fee que incide apenas sobre as receitas provenientes dos quartos dos 502 mil hotéis sob este regime. No que concerne à dívida líquida, o objetivo é atingir um rácio inferior a 4 vezes o EBITDA ajustado de modo a obter no médio prazo um rating investment grade, assim, assume-se que após este rácio ser atingido, a empresa irá iniciar um programa de recompra de ações no montante de 80% do Free Cash Flow to the Equity até a perpetuidade, sendo que o preço assumido na compra varia anualmente mais ou menos 8%, consoante a fase do ciclo em que a indústria hoteleira se encontre.

8.5.3- Saída do Investimento pela Blackstone

Em junho de 2014, os fundos da Blackstone começaram a reduzir a sua posição acionista na empresa, tendo sido efetuada uma oferta pública no montante de 103,5 milhões de ações que reduziu a participação dos fundos BREP VI e BCP V na empresa para menos de 66%, tendo as ações sido vendidas a 23,04 USD cada. Apesar do montante mínimo da operação ser de 90 milhões de ações, existia uma opção por parte dos Underwriters de compra de mais 13,5 milhões de títulos. Esta operação foi liderada pelos bancos: JP Morgan, Morgan Stanley, Wells Fargo Securities; Bofa Merrill Lynch, Citigroup, Deutsche Bank Securities e Credit Suisse

Principal and Selling Stockholders	Number	Percent	Shares to be Sold	Inc Exer. Option	Number A. the Offer	Percent After Offer	Number Inc. Exc. Option	Percent Inc. Option
Blackstone	752492744	76,40%	90000000	103500000	662492744	67,30%	648992744	65,90%
Directors and Named Executive Officers								
Christopher J. Nassetta	7747807				7747807		7747807	
Kevin J. Jacobs	690403				690403		690403	
Ian R. Carter	1815504				1815504		1815504	
Mark D. Wang	783713				783713		783713	
Kristin A. Campbell	431501				431501		431501	
Directors and Named Executive Officers	13189762				13189762		13189762	1,30%

Ilustração 70: oferta pública de ações por parte da Blackstone em Junho de 2014, fonte: Public Offer SEC Filing

No que concerne à performance das empresas do setor nos mercados bolsistas, desde 2011 que a trajetória do setor tem sido ascendente na América do Norte em termos da avaliação pelo múltiplo EV/EBITDA, mas ainda longe dos níveis verificados em 2010. A Europa recentemente tem-se destacado das demais regiões no que concerne à subida do seu Lodging index o que pode ser explicado pelo efeito que o final da crise das dívidas soberanas na região teve num setor fortemente pró-cíclico.

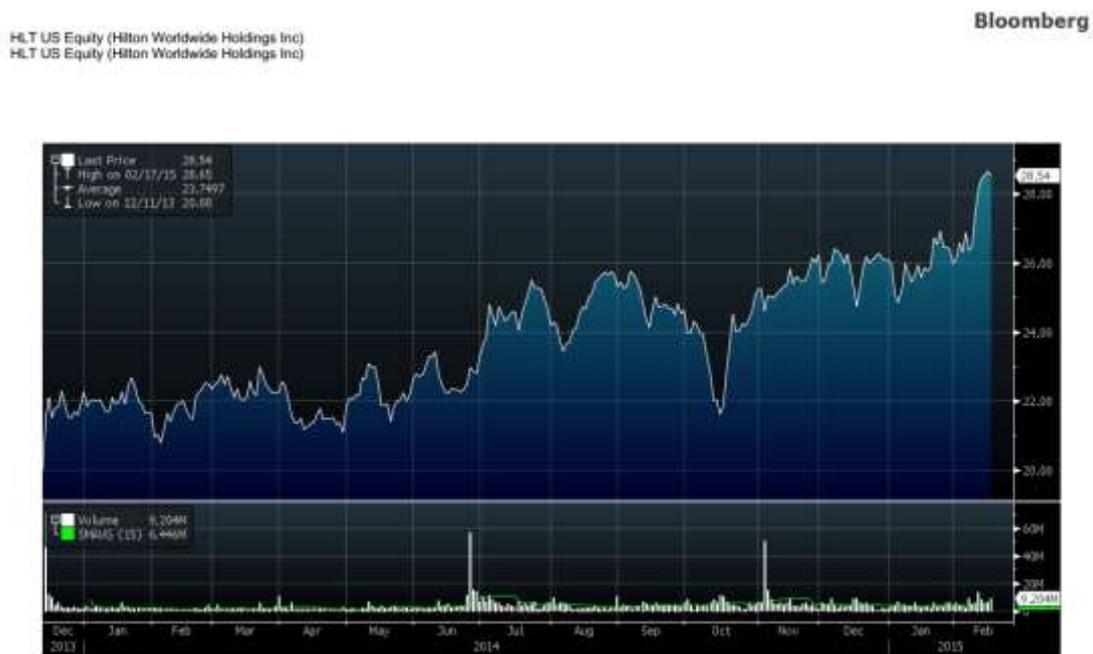


Ilustração 71: performance bolsista da HW desde o IPO em Dezembro de 2013, fonte: Bloomberg Professional Platform

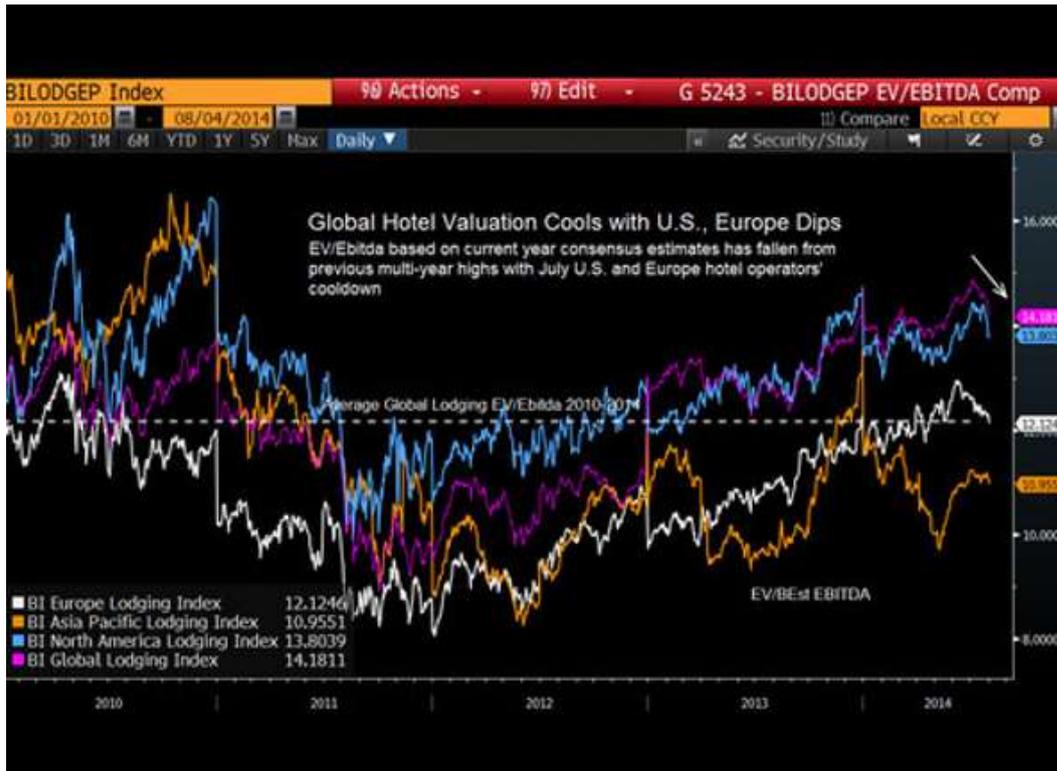


Ilustração 72: evolução da valorização das ações do setor hoteleiro em termos do rácio EV/EBITDA a nível global desde 2010, fonte: Bloomberg Professional Platform



Ilustração 73: evolução da cotação das ações do setor hoteleiro a nível global, fonte: Bloomberg Professional Platform

Em novembro de 2014, os fundos da Blackstone reduziram a sua participação na HW de 65,8% para 55,3%, numa operação similar à anterior, ao alienarem 90 milhões de ações numa oferta pública, que previa um preço máximo de 25,38 USD, existindo ainda a opção do sindicato bancário de comprar mais 13,5 milhões de ações, passando a deter 554 milhões de ações após a finalização da operação, como demonstra a figura abaixo com a composição acionista da empresa, extraída do prospeto da oferta. Esta operação na qual foram colocadas todas as ações foi liderada pelos bancos: Goldman Sachs, Bofa Merrill Lynch, Credit Suisse, Deutsche Bank, JP Morgan Wells Fargo Securities e Morgan Stanley, tendo sido concluída a alienação dos 103,5 milhões de títulos no dia 10 de Novembro de 2014, a 24,50 USD por ação em média. A Blackstone, ainda com uma participação maioritária na empresa, terá que decidir como alienar a posição de controlo que detém podendo optar por vender o bloco, caso surja um comprador que pague um prémio de controlo interessante, ou por vender faseadamente em ofertas de ações como as duas que efetuou em 2014.

Principal and Selling Stockholders	Number	Percent	Shares to be Sold	Inc Exer. Option	Number A. the Offer	Percent After Offer	Number Inc. Exc. Option	Percent Inc. Option
Blackstone	648132363	65,80%	90000000	103500000	558132362	56,70%	544632363	55,30%
Directors and Named Executive Officers								
Christopher J. Nassetta	7747807				7747807		7747807	
Kevin J. Jacobs	690403				690403		690403	
Ian R. Carter	1815504				1815504		1815504	
Mark D. Wang	783713				783713		783713	
Kristin A. Campbell	431501				431501		431501	
Directors and Named Executive Officers	13189762				13189762		13189762	1,30%

Ilustração 74: public offer Blackstone Novembro 2014, fonte: SEC Filing

8.5.4- Captura do Valor dos Ativos Imobiliários

Como mencionado anteriormente, em Outubro de 2014, foi vendido o hotel Waldorf Astoria NY por 1,95 mil milhões de USD, sendo que o montante obtido nesta venda irá ser investido em novos hotéis de luxo e do segmento alto ao abrigo do código fiscal norte-americano 1031, num prazo de 180 dias a contar da finalização da venda que deverá ocorrer no final de 2014 e que gerará 1050 milhões de USD em termos de criação de valor para os acionistas da HW, ao ter sido efetuado por 1,38 milhões de USD por cada quarto e pagando 32x o EBITDA do hotel, devendo os hotéis a adquirir ser comprados por 13,5x o EBITDA dos mesmos, segundo o JP Morgan Equity Research e o Credit Suisse Equity

Research. Do total da venda, 525 milhões de USD são destinados a pagar a hipoteca do hotel.



75: entrada do hotel Waldorf Astoria NY, fonte: HW website

Desta forma, esta operação que avaliou o hotel em 32x o seu EBITDA foi efetuada por um múltiplo similar a outras transações de hotéis em Nova Iorque como o Standard hotel (1,2 milhões por quarto), o Park Lane Hotel (1,1 milhões por quarto) e o Lamgham/ Setai (1,4 milhões por quarto), permitiu à empresa manter a propriedade em regime de gestão por 100 anos com o nome Waldorf Astoria NY, tendo sido incluído no acordo de venda o compromisso de renovar o hotel por parte do comprador, a seguradora Chinesa Angbang, que efetuou este negócio na sequência da autorização do governo chinês que permitiu às seguradoras investirem até 15% dos seus recursos fora do país. A Hilton reinvestiu à data de 27 de Janeiro de 2015, 1,76 mil milhões de USD da receita proveniente desta operação na compra dos hotéis Parc 55 em San Francisco (1055 quartos e nova adição ao portfolio da HW), Waldorf Astoria Orlando (498 quartos), The Reach na Flórida (150 quartos), Casa Marina na Flórida (311 quartos) e Hilton Orlando Bonet Creek (1001 quartos). Posteriormente em Março de 2015 HW investiu 112 milhões de USD na compra do hotel Cypress na cidade de Cupertino no estado da Califórnia.

	Valor por Quarto Premium				
VPK	450000	475000	500000	525000	550000
Valor total	5326	5622	5918	6214	6510

Ilustração 76: valor por quarto premium em USD dos principais hotéis da HW, fonte: candidato

	Valor por Quarto Regular				
VPK	350000	375000	400000	425000	450000
Valor total	4685	5020	5355	5689	6024

Ilustração 77: valor por quarto regular em USD dos hotéis da HW, fonte: candidato

Waldorf NY	
TTM EBITDA end 6/30/2	61
2014 E EBITDA	65
2015 E EBITDA	70,2
Gross Proceeds	1950
2014 Multiple	30x
2015 Multiple	27,8 x
Recuperação de Hoteis	
Gross Value	1950
Multiplo de Compra	13,5x
EBITDA Adicional	144.4
EBITDA Incremental	74,2 USD

Ilustração 78: criação de valor através do reinvestimento das verbas procedentes da venda do Waldorf Astoria NY, fonte: candidato

Management Fee	
Número de Quartos	350
Ocupação	85%
ADR	500
Revpar /Quarto	425
Non Room Revpar	100%
Receitas Geradas	108,6
Base Fee	3%
Fee Anual	3,3
Valor Incremental	
Ownership	1002
Management fee	47
Total	1050
Valor Incremental por Ação	1,07 USD

Ilustração 79: valor incremental dos novos hotéis e das management fees do Waldorf Astoria HY, fonte: candidato

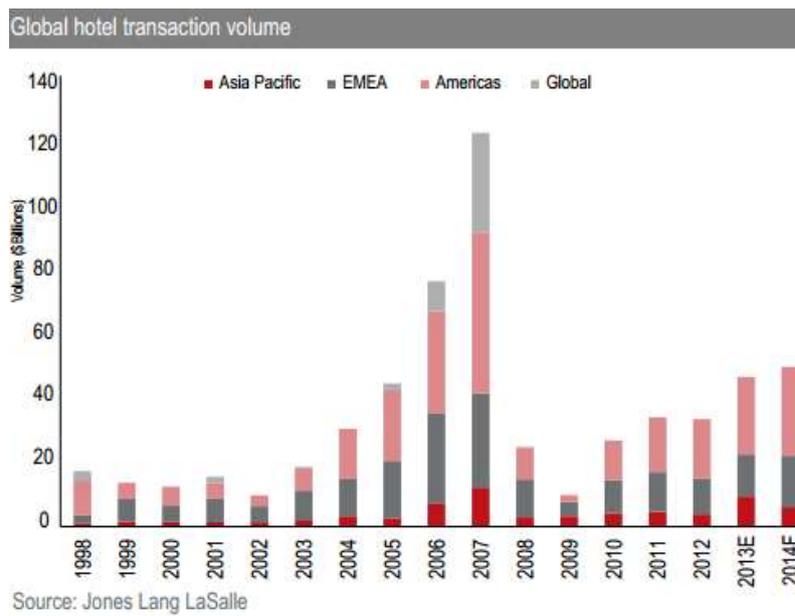


Ilustração 80: transações de hotéis a nível global, fonte, Jones Lang LaSalle

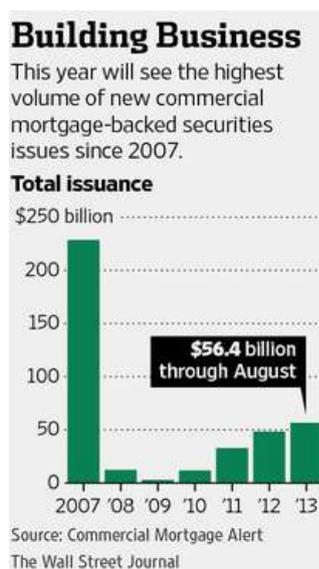


Ilustração 81: montante de emissões de CMBS desde 2007, fonte: Wall Street Journal

Atendendo ao valor dos ativos imobiliários da empresa e ao facto dos REIT's apresentarem condições vantajosas em termos fiscais, uma ideia possível de explorar seria o *spin-off* dos ativos imobiliários da HW. Esta estrutura de investimento é eficiente fiscalmente, ao não taxar os lucros obtidos, desde que os mesmos sejam distribuídos num valor superior a 90% do total, pelo que caso a Hilton efetuasse uma operação deste tipo, poderia mais facilmente atribuir um valor de mercado aos ativos imobiliários que detém,

cujo EBITDA é avaliado pelo mercado a um múltiplo inferior e os resultados gerados por este segmento, como os da empresa como um todo são alvo de taxaço fiscal em 34%.

Competidores	Market Cap	Dividend Yield	Price /FFO x	Price % NAV
Host Hotels & Resorts	17857	3,39%	14,3	106,65%
Hospitality Properties Trust	4610,9	6,37%	8,84	98,87%
RU Lodging Trust	4352,8	3,34%	12,25	104,53%
LaSalle Hotel Properties	4170	3,74%	14,18	104,27%
Strategic Hotels and Resorts	3425,2	0%	15,62	96,39%
Sunstone Hotel Investors Inc	3300,7	1,24%	12,49	101,45%
Pebblerock Hotel Trust	3095,6	1%	18,52	114,41%
Média	5830	2,74%	13,74	103,80%
Hilton REIT	14344	2,86%	17,13	105,42%

Ilustra o 82: principais REIT no setor hoteleiro nos EUA fonte: REIT Valuation 3 December 2014, fonte: REIT Intelligent Investor Holiday Newsletter 2014

Em termos operacionais, além do lançamento das marcas Curio e Canopy, o ano de 2014 ficou marcado pela adi o em termos líquidos de 36000 quartos e pela entrada no pipeline de 82000 quartos, totalizando atualmente 230000 quartos, como resultado de 500 acordos de expansão já assinados, a que se irão juntar os 715mil existentes no sistema HW distribuídos por 4300 propriedades.

8.6-O Futuro Imediato

8.6.1-EUA

As previsões atuais apontam para que o atual ciclo possa durar até mais 4 anos no mercado dos EUA, que representa aproximadamente 75% das receitas da Hilton, sendo expectável em 2015 um crescimento do Revpar de 7% neste mercado associado a um crescimento da procura de 5% nos próximos 2 anos, sendo previsível que o crescimento da economia norte-americana se venha a repercutir numa maior dinâmica nos segmentos de Upscale e Upper Middlescale, sejam desta forma os que se pressupõe que apresentem um crescimento mais forte. Espera-se desta forma um crescimento da oferta mais moderado de 1,2% até 2018 nos EUA, subindo este valor para 2% na média das cidades principais em termos hoteleiros como NY, San Francisco, Los Angeles ou Orlando, sendo que a costa Oeste dos EUA tem apresentado um nível de crescimento do Revpar superior, quando comparada com a costa Este.

Key Markets	Luxury	Upper Upscale	Select Service	Unbranded	Total	Anualizado até 2017
New York	8%	3%	47%	15%	16%	5,5%
Seattle	0%	8%	11%	23%	11%	3,6%
Miami	1%	4%	16%	13%	11%	3,6%
Houston	23%	11%	16%	4%	10%	3,3%
DC Metro	4%	1%	7%	11%	5%	1,7%
Boston	0%	1%	7%	8%	5%	1,5%
LA County	1%	2%	5%	8%	5%	1,5%
New Orleans	0%	0%	15%	2%	5%	1,5%
Chicago	5%	5%	4%	5%	4%	1,4%
Phily Metro	13%	1%	5%	5%	4%	1,3%
San Diego	0%	0%	11%	0%	4%	1,2%
Atlanta	0%	1%	5%	1%	3%	0,9%
San Franc Metro	0%	0%	7%	3%	2%	0,7%
Orlando	6%	0%	2%	0%	1%	0,5%
Key City Avg	4%	3%	11%	7%	6%	2,0%
Total US	5%	3%	7%	3%	5%	1,2%

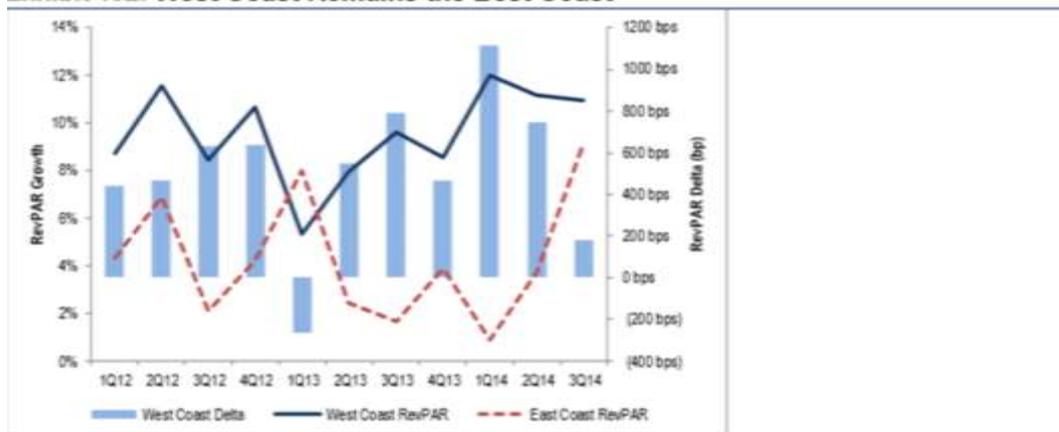
Ilustração 83: crescimento da oferta hoteleira nos principais mercados urbanos dos EUA até 2017, fonte: Credit Suisse Equity Research

Apesar deste enquadramento positivo com níveis fortes de crescimento da procura sustentados em dados macroeconómicos pujantes, é importante ter em linha de conta que o atual ciclo já bateu em 56 pontos base em termos de ocupação o pico do anterior ciclo em 2007, sendo o beat mais expressivo na ADR ao ser de 9%, sendo de 12 % no caso do Revpar

Ocupação %	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020 Perpetuidade
Franchise and Managed	71,90%	74,10%	75,40%	76,20%	76,70%	73,28%	72,95%	73,87%
Owned and Leased	75,90%	78,46%	79,13%	80,00%	80,85%	76,40%	76,36%	78,70%
REVPAR	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020 Perpetuidade
Franchise and Managed	93,96	100,77	107,82	114,29	116,58	102,59	98,49	109,32
Owned and Leased	145,08	153,79	163,02	172,80	176,25	155,10	148,90	165,28
Crescimento do Revpar								
Franchise and Managed		7,25%	7,00%	6,00%	2,00%	-12,00%	-4,00%	11,00%
Owned and Leased		6,00%	6,00%	6,00%	2,00%	-12,00%	-4,00%	11,00%
Franchise Base Fee	4,50%	4,65%	4,75%	4,85%	4,80%	4,65%	4,65%	4,70%

Ilustração 84: dados prospetivos de ocupação e Revpar da HW, fonte: candidato

Exhibit 192: West Coast Remains the Best Coast



1) West coast markets include: San Francisco, LA, San Diego and Seattle. East coast markets include NYC, Boston, Philadelphia and DC.

Source: STR Global and Credit Suisse

Ilustração 85: evolução do revpar nas 2 costas dos EUA, fonte: Credit Suisse Equity Research

Cidade	Ocupação	TTM Rate	Revpar	Vs. 2007 Peak		
				Ocupação	ADR	Revpar
San Francisco	84,30%	202	173	940 bps	36%	55%
New Orleans	69%	142	100	641 bps	22%	44%
Oahu	84,60%	219	186	878 bps	29%	44%
Miami	78,90%	185	148	677 bps	18%	28%
Boston	75,20%	170	131	697 bps	13%	26%
Los Angeles	79%	145	115	426 bps	17%	25%
Seattle	75,20%	133	103	395 bps	9%	17%
Anaheim	76,50%	133	103	460 bps	9%	17%
Orlando	74,10%	106	79	638 bps	0%	10%
Atlanta	67,60%	92	82	480 bps	1%	10%
Chicago	69,30%	130	93	190 bps	1%	6%
Washington	77,20%	205	162	325 bps	0%	5%
San Diego	74,70%	139	105	185 bps	0%	4%
New York	85,20%	261	225	209 bps	-3%	0%
Philadelphia	67,70%	121	83	-110 bps	1%	0%
US	64,50%	114	74	56 bps	9%	12%

Ilustração 86: dados dos principais mercados hoteleiros dos EUA, fonte: Credit Suisse Equity Research

Como mencionado anteriormente, o ambiente macroeconómico nos EUA favorece estas previsões; assim, segundo a equipa de research económico do Credit Suisse, no próximo ano, deverão ser criados 2,4 milhões de empregos na economia dos EUA, apesar do final do Quantitative Easing por parte da FED, devendo o principal impacto do fim do referido programa cingir-se a um aumento moderado das *yields* na dívida soberana dos EUA, como mostra a ilustração 64 abaixo.

Desta forma, no que concerne à procura nos EUA, a mesma, nos próximos anos, aparenta ser robusta, com o país a sair com bons indicadores do programa Quantitative Easing por parte da FED, com uma taxa de desemprego de 5,6% associado a um crescimento da economia anualizado de 3,9% no terceiro trimestre de 2014, claramente superiores relativamente às perspetivas efetuadas há 12 meses atrás pela US Travel Association. Estas perspetivas indicavam que o atual ciclo ainda se encontrava claramente a meio, ao ser expectável um aumento da despesa em turismo, do número de viajantes internos e do número de visitantes internacionais aos EUA nos próximos 2 anos. Desta forma, o crescimento da oferta atual de 0,8% encontra-se claramente abaixo da média dos últimos 25 anos, que ronda os 2%, o que significa que, atendendo ao forte crescimento da procura associado à melhoria da economia Americana, indicia que o atual ciclo ainda não se encontra perto do seu término.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Real GDP (\$ bn)	148833,6	14417,9	14779,4	15025,4	15470,7	15947,3	16759,7	17625,1	18514
Unemployment Rate (%)	5,80%	9,30%	9,60%	8,50%	7,90%	6,70%	5,80%	5,20%	4,80%
Consumer Price Index	215,3	214,8	218,1	224,9	229,6	233,1	237,9	243,1	248,2
Travel Price Index	257,7	241,5	250,7	266,9	273	279,6	288,8	296,6	306,1
Total Travel Expenditures in US (\$bn)	772,5	699,8	747,4	812,7	855,5	894,4	940,2	984,9	1033,4
Us Residents	662,1	605,6	643,9	696,6	726,9	753,7	788,8	824,9	863,8
International Visitors	110,4	94,2	103,5	116,1	128,6	140,7	151,4	160	169,6
Total International Visitors to the US (millions)	57,9	55	60	62,7	69,6	73,4	77,5	80,7	
Overseas Arrivals to the US (millions)	25,3	23,8	26,4	27,9	29,8	31	32,8	35	36,7
Total Domestic Person Trips (millions)	1964,9	1900,1	1963,7	1997,5	2030,3	2054,7	2088,8	2127	2159,3
Business	461,1	434,3	446,4	447	449	452	456,3	462	465
Leisure	1503,8	1465,8	1517,3	1550,5	1581,3	1602,7	1632,5	1665	1694,3

Ilustração 87: projeções da US Travel Association relativas aos drivers macro do mercado hoteleiro dos EUA

Credit Suisse Economists 10Yr T-Bond

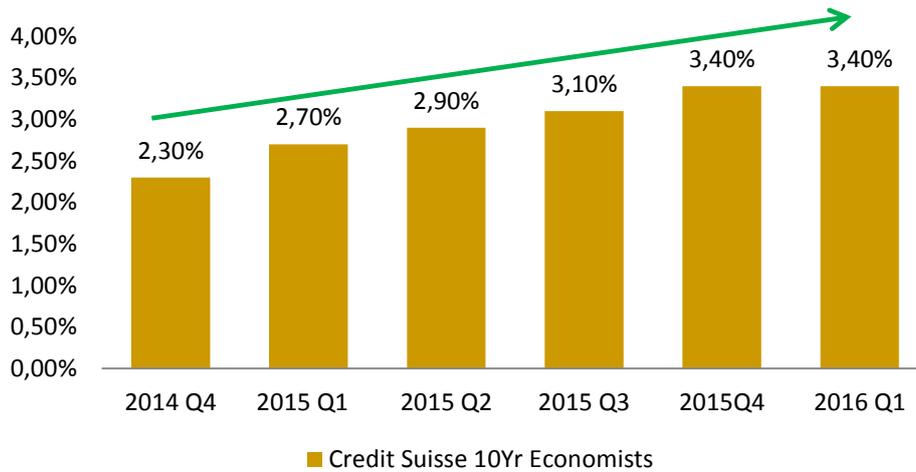


Ilustração 88: estimativa do Credit Suisse para a evolução da 10-Yr Yield da dívida soberana dos EUA, fonte: Credit Suisse Economists

Market Expectations 5 Yr Treasury Yield Curve

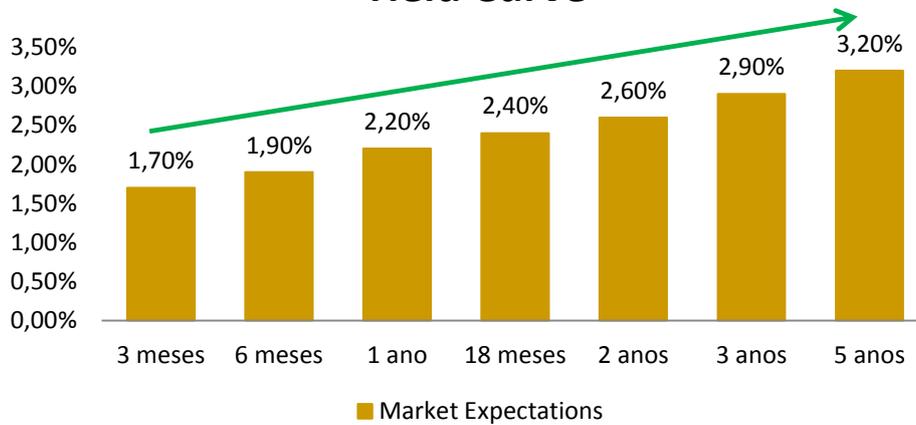


Ilustração 89: expectativa do mercado para a evolução das Yields da dívida soberana dos EUA a 5 anos, fonte: Credit Suisse Equity Research

Market Expectations 10 Yr Forward Treasury Yield Curve

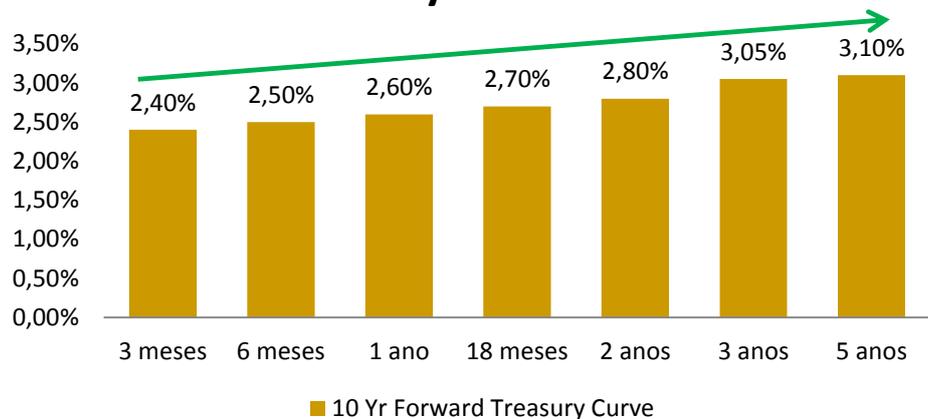


Ilustração 90: expectativa do mercado para a evolução a Yield da dívida soberana dos EUA a 10 anos

Non-Farm Payroll Growth

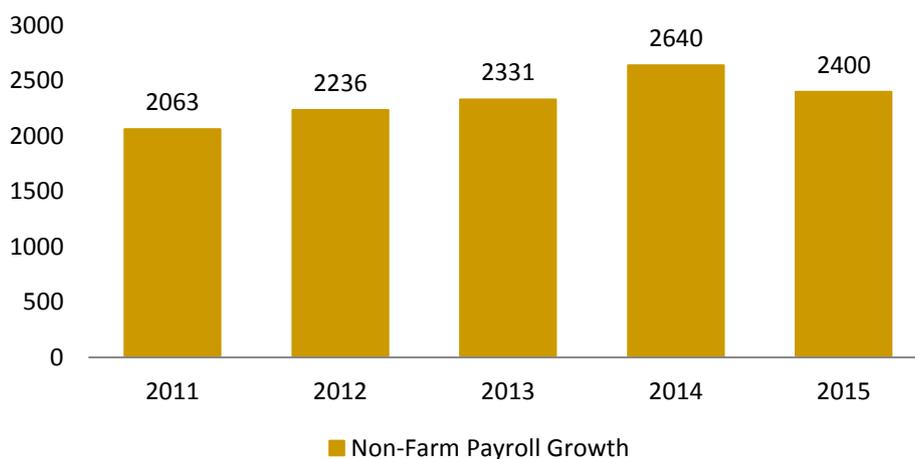


Ilustração 91: aumento do emprego não agrícola nos EUA desde 2011, fonte: Credit Suisse Equity Research

Mercado Hoteleiro & Mercado Laboral

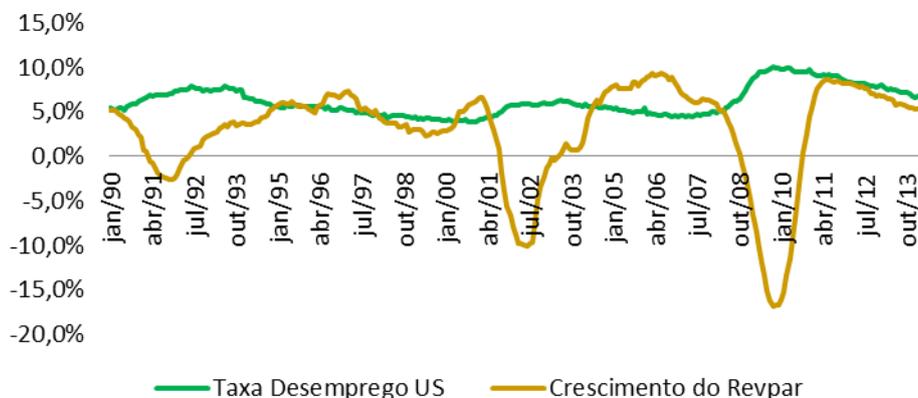


Ilustração 92: relação entre a evolução do Revpar e a taxa de desemprego nos EUA



Ilustração 93: evolução do mercado hoteleiro norte-americano e previsões de crescimento até 2017, fonte: Bloomberg Professional Platform

8.6.2-Resto do Mundo

No que concerne aos demais mercados onde a empresa está presente, o ciclo de crescimento do setor ainda está numa fase mais atrasada relativamente ao do mercado norte-americano, o qual já tem mais de 4 anos de duração, nomeadamente na Ásia-

Pacífico onde o Revpar y-o-y está apenas marginalmente positivo, tendo somente registado na Europa e na África e Médio Oriente valores positivos no último ano.

No continente europeu, o mercado mostra dados de ocupação a níveis acima do anterior pico, verificando-se no entanto, que o revpar se encontra 18% abaixo do valor mais alto registado no passado. Tendo em conta que o setor é fortemente cíclico, é possível afirmar que o QE trará um efeito positivo na generalidade da economia europeia e, por consequência, na indústria hoteleira, devendo segundo a JPM Equity Research o índice PMI na Europa situar-se no prazo de 6 meses em valores entre os 57 e os 58, assinalando assim uma expansão da atividade económica, que se verifica quando este indicador apresenta valores superiores a 50.

Relativamente à Latam, os dados em USD indicavam que, em Junho de 2014 nas Caraíbas, o Revpar e a ADR cresciam 8% e 7,7%, respetivamente, sendo o crescimento da ocupação de 0,2%; no que concerne à América do Sul, o Revpar e a ADR cresciam 4,8% e 6,5% respetivamente, caindo a ocupação 1,6%. A elevada densidade de quartos por milhar de habitante, na América do Norte de 15 quartos por milhar de habitante que compara com os 10 na Europa e 2 na Ásia Pacífico, América do Sul e África, indica que a estratégia da empresa de apostar no crescimento internacional é correta, dado que nos demais continentes a concentração de unidades hoteleiras é muito inferior, sendo que mesmo que nalgumas zonas o rendimento *per capita* seja inferior, a penetração relativa de unidades hoteleiras é manifestamente inferior.



Ilustração 94: evolução do Revpar a nível global desde 2012, fonte Bloomberg Professional Platform

Deste modo, atualmente 60% do *pipeline* de 215 mil quartos da empresa encontra-se fora dos EUA, destacando-se a China com mais de 150 hotéis em carteira, que se irão juntar aos 50 já existentes. Ainda no mercado chinês, a HW assinou um acordo com o grupo Plateno que visa a construção de 400 novos hotéis no segmento *midmarket* Hampton Inn a partir de 2015. Com este acordo, a Hilton associa-se ao maior grupo hoteleiro da China com mais 3000 hotéis económicos e 80 milhões de clientes fidelizados aos quais a HW passará a ter acesso, sendo que, por outro lado, a Hilton numa altura em que o mercado imobiliário chinês se encontra num momento em que existem dúvidas sobre a solvência de vários promotores, garante um parceiro sólido para expandir o seu footprint no país. Esta iniciativa é particularmente importante dado que em 2015 a China será o maior mercado em termos de turismo de negócios a nível global e as receitas associadas ao turismo de lazer nas regiões norte e este da Ásia combinadas em 2015 irão crescer 10% e atingir os 900 mil milhões de USD, tornando este mercado no maior a nível global, sendo que os 100 milhões de viajantes chineses ao exterior, estimados, irão gastar cerca de 200 mil milhões de USD.

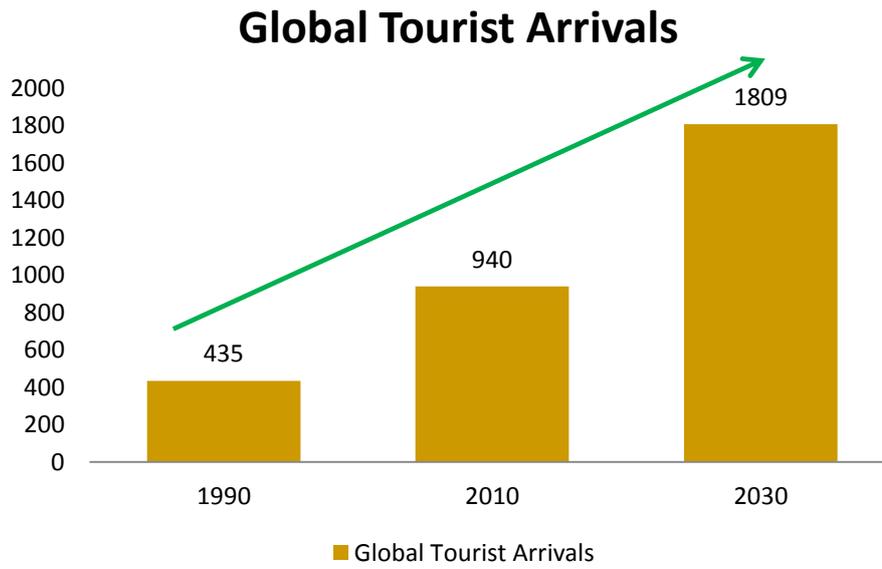


Ilustração 95: global tourist arrivals, fonte: HW Investor Presentation Novembro 2014

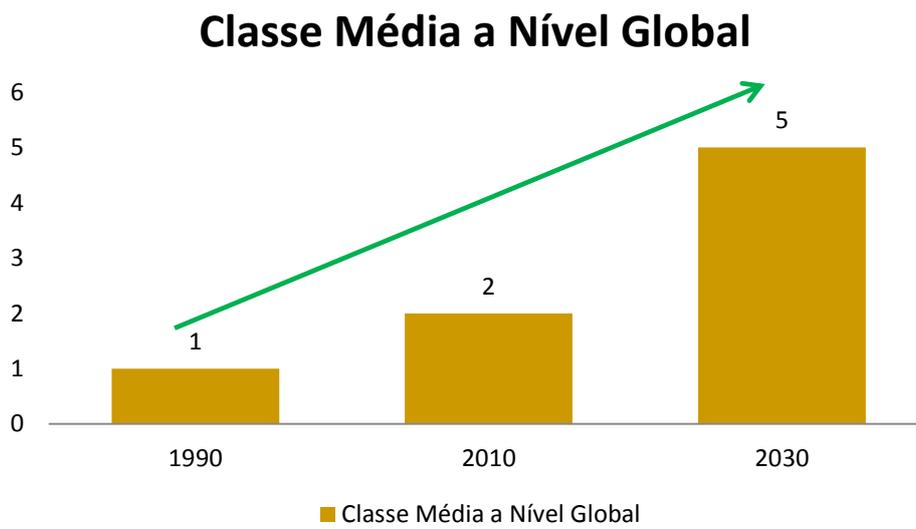


Ilustração 96: evolução da classe média a nível global, fonte: HW Investor Presentation Novembro de 2014

Quartos por Milhar de Habitantes

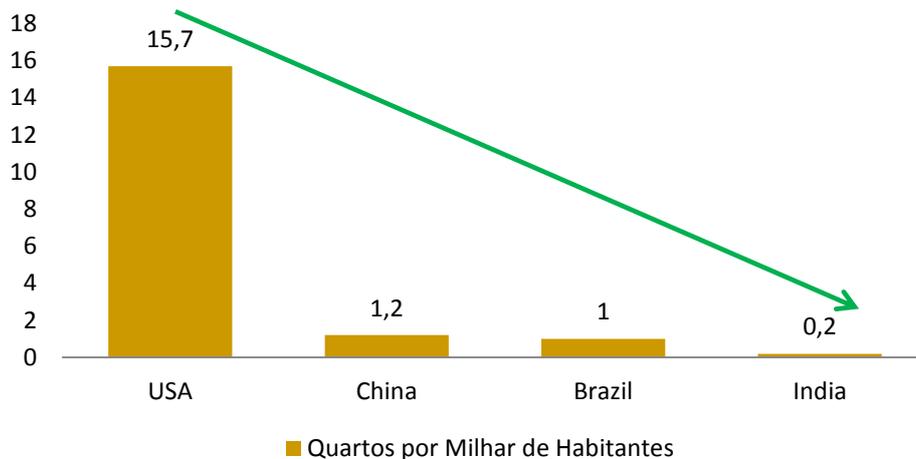


Ilustração 97: densidade de quartos de hotel por milhar de habitantes, fonte: HW Investor Presentation Novembro 2014

Gastos a Nível Global em Viagens

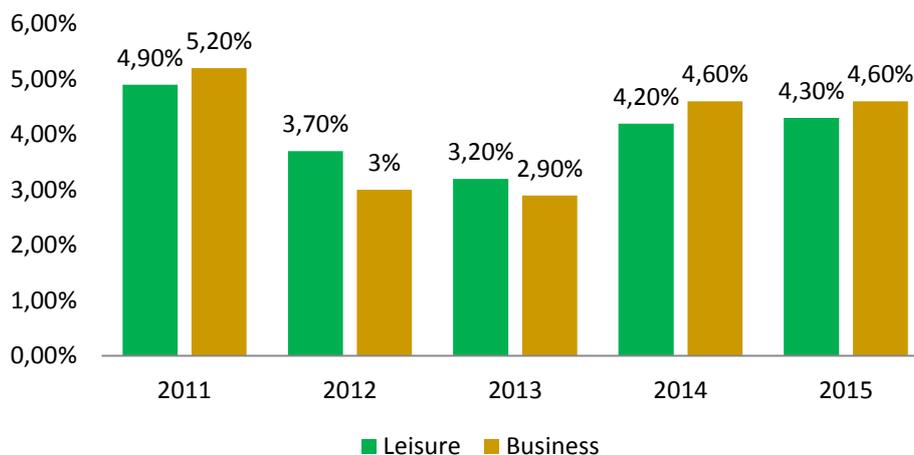


Ilustração 98: evolução do gasto a nível global em viagens desde 2010, fonte: The World in 2015 (The Economist)

8.6.3-Desafios da Gestão

Desta forma, alguns dos principais desafios com que a gestão da HW se depara atualmente têm a ver com o balanceamento entre o modelo asset light e a aposta na construção de algum inventário através da venda dos hotéis mais valiosos que a empresa possui no seu balanço como o Waldorf Astoria Nova York, nomeadamente através da compra de alguns hotéis em localizações estratégicas, que adicionem valor à empresa em termos futuros, sejam hotéis de cidade, *resorts* nos segmentos upscale ou de luxo.

No que concerne à relação estrutura de capital e ao endividamento líquido, o *management* da empresa terá que decidir que nível de leverage pretende que a empresa possua, devendo decidir se pretende retornar algum capital aos acionistas, por via da recompra de ações ou da distribuição de dividendos, nos próximos exercícios, após atingir um nível de dívida líquida/EBITDA abaixo de 4 vezes que lhe permitirá passar a ser investment grade e retornar capital aos acionistas sob a forma de dividendos ou share buybacks já na segunda metade de 2015.

Relativamente à gestão operacional da empresa, dentro do modelo asset light adotado, importa perceber como irão evoluir as fees em termos do crescimento da base fee e das incentive fees, sendo de esperar algumas melhorias adicionais derivadas da renegociação de contratos antigos que estão perto de expirar. Adicionalmente e com impacto no ponto anterior, importa verificar o desenvolvimento das novas marcas Curio e Canopy, assim como a execução da atual estratégia de expansão das marcas de luxo Conrad e Waldorf Astoria que no seu conjunto contam apenas com 78 unidades em operação e *pipeline*, tendo assim uma dimensão e footprint inferior relativamente a algumas das insígnias das empresas rivais, como Ritz Carlton, Park Hyatt, St Regis, Four Seasons ou Peninsula. Um segmento no qual a HW não está presente é o economy podendo eventualmente considerar a criação de uma nova marca com um foco low cost, que, lhe permitiria penetrar num segmento de mercado inexplorado pela empresa.

Importa adicionalmente discutir se a empresa pretende monetizar todos os ativos imobiliários que possui, que correspondem além dos já aliendados no Waldorf Astória NY a 11836 quartos distribuídos por 7 propriedades emblemáticas nos EUA, aos quais se somam 13387 distribuídos pelo globo, que, em conjunto com outras propriedades em regime de leasing, constituem o segmento de *owned and leased* que se espera que em 2015, incluindo o reinvestimento das verbas provenientes do Waldorf Astória New York noutros hotéis, tenha 66064 quartos e um EBITDA de 1119 milhões de USD, encontrando-se atualmente este segmento avaliado pelo mercado em cerca de 13,5 vezes o EBITDA. Adicionalmente e na sequência de declarações do CEO da empresa à CNBC no dia 1 de junho de 2015 será tomada uma decisão no segundo semestre de 2015 relativamente à separação ou não dos ativos imobiliários sobre a forma de um REIT.



Ilustração 99: novo SLS Las Vegas, fonte: HW website

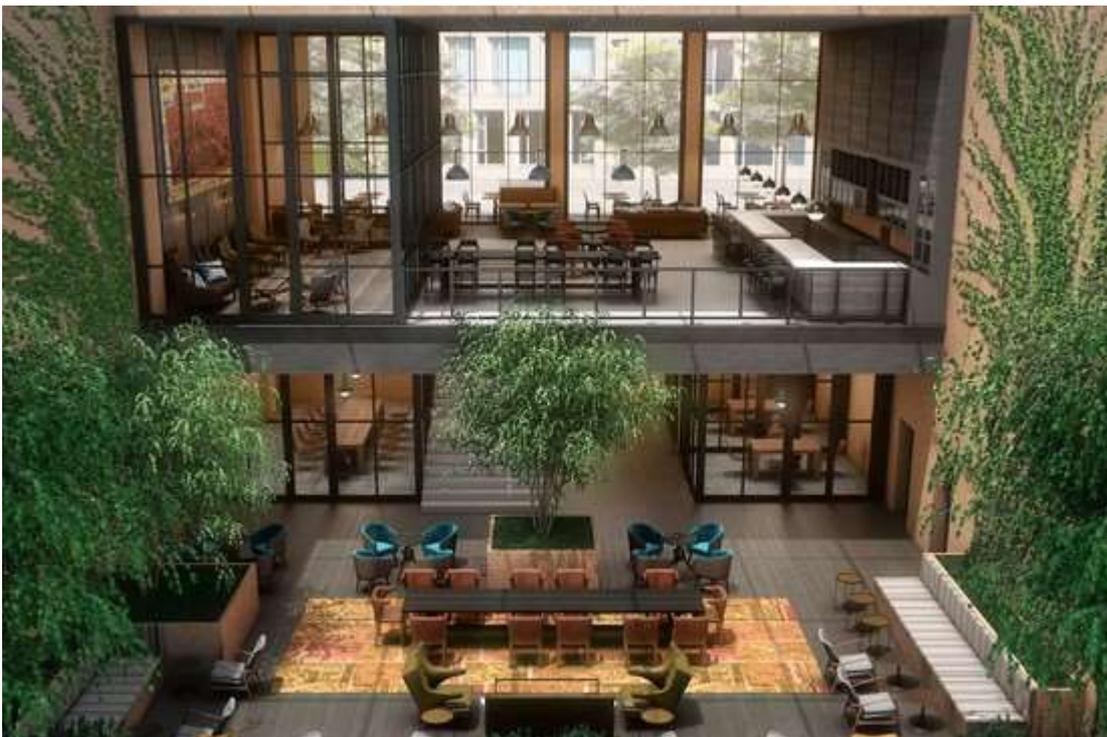


Ilustração 100: projeto do hall de um hotel Canopy, fonte: Wall Street Journal

No que concerne ao segmento de *timeshare*, a empresa terá que decidir se aproveita a fase favorável dos mercados acionistas para proceder ao *spin-off* do segmento, como efetuou a Marriot com a Marriot Vacations Worldwide. No caso de pretender manter o segmento na empresa, poderá existir a possibilidade de reconverter alguns quartos em propriedades emblemáticas com a finalidade de expandir a capacidade do segmento como a Hilton está

a transformar dois pisos do Hilton NY de quartos para unidades de *timeshare*, ou como pretende efetuar a gestão da HW, transformar uma das torres no Hilton Waikiloa no Hawaii, numa unidade de *timeshare*. Adicionalmente, podem ser desenvolvidas parcerias como a que efetuou recentemente na propriedade Hilton Hawaiian Village onde vai ser construído por um parceiro um estabelecimento em regime de *timeshare* com 418 unidades de alojamento.

Em termos de investimentos transversais à empresa, atualmente a Hilton encontra-se a concluir um investimento de 550 milhões de USD nas suas plataformas tecnológicas, que irão permitir que os hóspedes usem os smartphones como chaves dos quartos de hotel assim como a escolha do quarto específico no ato da reserva. Este tipo de iniciativas visa captar os *millennials* ao oferecer experiências tecnológicas inovadoras e diferenciadoras, além das descritas anteriormente como a marcação de uma sessão de SPA ou o *upgrade* de quarto.

8.7-Competidores

Atendendo ao footprint Geográfico e ao posicionamento das marcas que possui, os principais competidores da HW são: a Marriot, a Starwood, a Choice Hotels, a Intercontinental Hotels Group, a Hyatt e a Wyndham. O único segmento onde a empresa não compete é o Economy, cujas margens de negócio e consequentemente a sua rentabilidade associada são tendencialmente inferiores, relativamente aos demais.

8.7.1 Marriot International

A Marriot International foi fundada em 1927 por J.W.Marriot, como uma “root beer”, tendo aberto o seu primeiro hotel na Virgínia em 1957, tendo em 1993 a então Marriot Corporation sido separada na Marriot International que, após alienar Senior Living Services Communities e a Marriot Distribution Services, se focou na exploração hoteleira ao separar ainda os ativos imobiliários na Host Hotels & Resorts cujo foco é o investimento imobiliário em unidades hoteleiras da qual Christopher Nassetta foi CEO de 2000 a 2007.

Atualmente, tem mais de 4000 hotéis a nível global, cujo posicionamento por via de marcas como Ritz Carlton, Marriot, Renaissance ou JW Marriot, até pelo footprint geográfico similar, a tornam numa das mais fortes concorrentes da HW, tendo, deste modo, dos 697 mil quartos que possui atualmente mais de 522 mil nos EUA, sendo que

62% das vendas globais da empresa correspondem a contratos de gestão e *franchising*, pelo que é uma empresa com um modelo mais *asset light* que a Hilton.

Em Junho de 2011, ocorreu o Spin-off da Marriot Vacations Worldwide, até então subsidiária da Marriot International focada no segmento de timeshare, operando sob as marcas Marriot Vacations club, The Ritz-Carlton Destination Club e Grand Residences associadas às marcas pertencentes ao *portfolio* da Marriot International. Em Janeiro de 2013, a empresa detinha 12829 unidades de alojamento distribuídas por 62 unidades que eram pertença de 420000 proprietários, sendo que 88% das receitas são provenientes dos EUA, 8% da Europa e 4% da Ásia Pacífico.

8.7.2-Starwood Hotels and Resorts

A Starwood foi fundada pela empresa de investimento imobiliário Starwood Capital, com a finalidade de capturar uma vantagem fiscal existente nos anos 80, tendo iniciado a sua expansão por via de aquisições como a Westin ou Sheraton nos anos 90. Atualmente, opera 1162 hotéis, dos quais apenas 25% das receitas procedem do segmento de Owned and Leased, o que compara com os 47% da HW.

No que concerne à distribuição geográfica, existe uma menor sobreposição com a Hilton dado que dos 346 mil quartos existentes no final de 2013, apenas 200 mil se situavam na América, dos quais 187 mil na América do Norte. A Starwood foi precursora com a marca W Hotels no conceito lifestyle-luxo, no qual a Hilton tem uma forte aposta em curso com as marcas Canopy e Curio, tendo no passado existido uma disputa legal entre ambas devido ao uso de documentos classificados, relativos à W Hotels.

8.7.3-Choice Hotels International

A Choice Hotels International, foi fundada em 1939, como uma rede de 7 motéis no Sul dos EUA, facto que ainda hoje se reflete no posicionamento nos segmentos em termos de valor mais baixos do mercado, e no facto de não requerer normas apertadas para as unidades hoteleiras que se pretendam associar à Choice. Atualmente, possui 6372 propriedades das quais 1160 fora dos EUA com 503 mil quartos, operados apenas sob *franchising*, pelo que apresenta em termos de receitas e lucros uma dimensão significativamente inferior aos outros pares apresentados.

8.7.4-Hyatt

A Hyatt foi fundada em 1957 por Jay Pritzker, aquando da compra do Hyatt house motel junto ao aeroporto de Los Angeles, sendo que em 1968 foi criada Hyatt International, enquanto empresa separada da Hyatt e cotada em bolsa. Após terem sido consolidados todos os ativos hoteleiros da família Pritzker em 2004, tendo efetuado o seu SIPO num montante de 1,15 mil milhões de USD em 2009, possui 152 mil quartos distribuídos por 549 hotéis, 2/3 dos quais localizados na América do Norte, posicionando-se essencialmente nos segmentos onde a HW compete, dos quais 26 mil correspondem ao segmento de Owned and Leased, que vale 53% das receitas da empresa.

8.7.5-IHG

O Intercontinental Hotels Group foi fundado em 1777 como um pub chamado Bass Breweary por William Brass, tendo reforçado a sua aposta no setor hoteleiro em 1990 na sequência de uma medida do governo britânico, que limitava o número de bares que as cervejeiras podiam possuir, tendo investido na expansão dos hotéis que possuía e comprado a Holiday Inn no ano de 1990 e os hotéis Intercontinental em 1998. A primeira década do século XXI ficou marcada pela aposta exclusiva na hotelaria com a venda dos ativos cervejeiros à Interbrew em 2000 por 2,3 mil milhões de GBP e o *spin off* dos restaurantes Mitchels and Butlers em 2003; apostando num modelo fundamentalmente focado na gestão e no Franchising hoteleiro, com poucos ativos fixos.

No final de 2013, o grupo possuía 4697 hotéis, dos quais apenas 9 próprios com mais de 680000 quartos, sendo que metade das receitas e 75% do resultado operacional da empresa é gerado nos EUA.

8.7.6-Wyndham

A Wyndham foi criada no ano de 1981 na cidade de Dallas no Texas, tendo sido por duas vezes na sua história adquirida por empresas de private equity em 1999 pela Apollo e pela Thomas H. Lee, tendo sido readquirida pelo The Blackstone Group em 2005, por um montante de 3,24 mil milhões de USD, dos quais 1,44 mil milhões foram pagos em cash, tendo a empresa na época 1,8 mil milhões de dívida.

A empresa tinha no final de 2013 645 mil quartos, primordialmente nos segmentos baixo e médio baixo, gerando por isso níveis de Revpar significativamente inferiores a pares como a Hilton, Starwood, ou Marriot. Atendendo ao histórico da empresa, a mesma

dedica-se quase exclusivamente ao negócio por via de acordos de gestão e franchising hoteleiros, na sequência da venda da quase totalidade do *portfolio* de hotéis em 2005 à Goldman Sachs e à Columbia Sussex.

Company/ Brand	Marriot	Starwood	Choice Hotels	Hilton	IHG	Hyatt	Wyndham
Luxury	Bulgary Hotels, JW Marriot Ritz Carlton	ST. Regis, Luxury Collection		Conrad, Waldorf Astoria, Curio	Interncontinental, HUALUXE	Park Hyatt, Andaz	Wyndham Grand
UpScale	AC Hotels, Marriot, Renaissance, Courtyard, Edition, Autograph	Aloft, Le Meridian, Sheraton, W Hotels, Westin	Ascend, Cambria Suites	Hilton, Hilton Garden Inn, Embassy Suites, Doubletree, Canopy	Crown Plaza, Hotel Indigo, Even Hotels	Grand Hyatt, Hyatt, Hyatt Regency	Wyndham Hotels, Wyndham Garden, Tryp
Mid Scale	Fairfield Inn, Spring Hill Suites	Four Points	Clarion, Confort Inn, Confort Suites, Main Stay, Quality, Sleep Inn	Hampton Inn	Holiday Inn, Holiday Inn Express	Hyatt Place	Dream, Ramada, Wingate, Baymont Howard Jonhson
Economy	Moxy				Rodeway Inn, Econo Lodge		Days Inn, Knights Inn, Microtel, Travel Lodge, Super 8
Extended Stay	TownePlace Suites, Residence Inn, Marriot Executive	Element	Suburban Extended Stay	Home2Suites, Homewood Suites	Staybrigde, Candlewood Suites	Hyatt House	Hawthorn Suites

Ilustração 101: portfólio de marcas das principais empresas competidoras da HW, fonte: Credit Suisse Equity Research

Cadeia	3Q 2014	LBO Hilton	Varição
Hilton Worldwide	705000	496000	42,1%
Marriot	689000	509000	35,4%
Starwood Hotels & Res	385000	273000	41,0%
IHG	697000	564000	23,6%
Wyndham	665000	542000	22,7%
Choice Hotels	507000	446000	13,7%
Accor Hotels	476000	487000	-2,3%

Ilustração 102: evolução do número de quartos das empresas do setor entre 2007 e o 3Q 2014 da HW, fonte: apresentação de resultados da HW 3Q 2014

Relativamente aos seus concorrentes, a Hilton foi capaz, durante o período do LBO, de apresentar um crescimento acima da média, tanto em termos de capacidade e receitas, como, essencialmente, dos rendimentos operacionais que extraiu das mesmas,

destacando-se a evolução da margem EBITDA que cresceu entre 2007 e 2013 a uma média anual de 341 pontos base superior relativamente aos pares da indústria.

Abaixo encontra-se a variação da performance da Hilton e dos seus pares durante o período em que a empresa esteve fora de bolsa, sendo observável que a Hilton foi capaz de gerar um nível de rentabilidade e aumentos das receitas e do EBITDA entre 2007 e 2013 superior à dos seus rivais.

Receitas	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Varição Anualizada
Hilton	8665	8875	7576	8068	8783	9276	9735	1,96%
Varição Y-o-Y		2,42%	-14,64%	6,49%	8,86%	5,61%	4,95%	
Marriot inclui Vacations	12990	12879	10908	11691	12317	12674	13674	0,86%
Starwood	5999	5754	4756	5071	6624	6321	6115	0,32%
Choice	615	642	564	596	639	692	725	2,78%
Pares		-1,68%	-15,81%	6,96%	12,80%	0,55%	4,20%	1,32%
Ebitda	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Varição Anualizada
Hilton	1580	1703	1211	1564	1753	1956	2210	5,75%
Marriot	1580	1298	898	885	992	1262	1410	-1,88%
Starwood	1356	1157	793	879	1032	1220	1263	-1,18%
Choice	198	200	164	171	180	201	204	0,50%
Pares		-15,28%	-30,13%	4,31%	13,90%	21,73%	7,23%	-0,85%

Ilustração 103: comparação da evolução das receitas da Hilton com os seus pares, fonte: relatórios anuais das empresas analisadas

Atualmente a avaliação pelo mercado, das empresas comparáveis à HW é a seguinte em termos de market cap, enterprise value e rácio EV/EBITDA:

Empresa	Share price	Market cap	Net Debt	LTM Ebitda	EV/Ebitda	EV
Marriot	42,77	16,706	2284	1379	13,8	19000
Starwood	67,77	14427	2606	1180	14,3	16874
Wyndham	36,26	6610	3122	837	11,4	9568
Choice	39,52	2613	184	177	15,6	2762
Hilton	33,47	13045	5768	1680	12,2	20749

Ilustração 104: avaliação por parte do mercado dos pares e da HW em termos do rácio EV/EBITDA, fonte: Bloomberg Professional Platform

Para efetuar a análise do tipo *Sum-of-the-parts*, escolheu-se como comparáveis para os segmentos de *timeshare* a Marriot Vacations Worldwide e para o de *managed and franchised* a Choice Hotels.

9-Bárbaros en la Puerta, la Caída de Meliá Hotels International

9.1- Caracterização da MHI

9.1.1- História da MHI & Motivos da Escolha

Para explorar a replicação da estratégia utilizada no LBO da Hilton Hotels Corporation, num contexto em que os Buyout funds cresceram 84 % entre 2012 e 2013, foi selecionada a Méliá Hotels International (“MHI”), empresa fundada em 1956 por Gabriel Escarrer Julià, aos 21 anos então com a designação Hoteles Mallorquinos, com a exploração do hotel Altaír na Ilha de Maiorca sob o regime de *leasing*, tendo posteriormente expandido em colaboração com os agentes de viagens, setor no qual Julià tinha trabalhado previamente, a sua atividade às demais ilhas Baleares nos anos 60 e ao resto de Espanha nos anos 70. Relativamente à década seguinte, os anos 80 ficaram marcados, além da mudança de nome da empresa para Hoteles SOL, pelo crescimento por via da aquisição dos concorrentes Hotasa, Compañia Hotelera del Mediterraneo e Meliá adquirida ao grupo luxemburguês Interport, tendo a marca Meliá passado a ser a principal insígnia da empresa, que se tornou na 37^a maior empresa de turismo do mundo, que começou a sua internacionalização com a compra de um hotel em Bali, destino turístico então pouco conhecido no ano de 1985.

A década seguinte ficaria marcada pela ascensão à gestão da empresa dos filhos de Gabriel Julià, Sebastian Escarrer Jaume, CEO da empresa desde 1994 até 2009 e vice-presidente desde 1997 até 2012, obteve um MBA na Wharton Business School e trabalhou em empresas como a Coca-Cola Corporation, First Boston Corporation, Hyatt International e IBM corporation, tendo ainda sido considerado em 1997 pelo world economic fórum como um dos 100 líderes empresariais do século XXI, e Gabriel Escarrer Jaume executivo de topo do grupo após 2009, que obteve igualmente um MBA em Wharton em 1993, ou seja, um ano depois de Jonathan Gray se ter licenciado em economia na mesma universidade, tendo trabalhado durante 3 anos no banco de investimento Salomon Smith Barney no departamento de finanças corporativas internacionais em Nova Iorque, antes de ingressar na Sol Meliá como CEO da Inmotel em 1997, tendo ascendido à co-liderança da empresa em 1999 e ao cargo de vice-presidente em 2007, tendo em 2009 substituído o seu irmão Sebastian como vice-presidente primeiro e ascendido ao topo da organização. O foco dos novos gestores foi modernizar a empresa tanto em termos de sistemas informáticos, de qualidade e controlo

de gestão, como no que concerne à política de remuneração e de incentivos aos colaboradores e ao foco no cliente.

O ano de 1996 ficou marcado pelo IPO do segmento de gestão de hotéis designado de Sol Meliá na bolsa de Madrid, tendo entrado a empresa para o índice principal IBEX 35 no ano de estreia em bolsa, sendo deste modo a empresa pioneira em termos europeus no que concerne a empresas do setor hoteleiro cotadas em bolsa. O processo de selecção dos ativos a colocar em bolsa seguiu a prática da congénere norte-americana Marriot, que separou a área imobiliária no REIT Host Hotels and Resorts gerido por Christopher Nassetta desde o ano 2000 até 2007, tendo o segmento imobiliário do grupo permanecido fora de bolsa com a designação Inmotel Inversiones.

Em termos operacionais, a década de 90 ficou marcada pela forte aposta no negócio de hotéis vocacionados para o segmento de férias na América Latina que levou à colocação em bolsa da empresa Meliá Inversiones Americanas com 5 hotéis de luxo em operação e mais cinco em projeto no ano de 1998, tendo sido adquirida em bolsa pela então Sol Méliá na sequência de um enquadramento macro-económico menos favorável na América Latina associado à escassa dimensão desta subsidiária, factor que levou a empresa a perder um concurso para gerir 12 hotéis no México, no ano de 1998. Adicionalmente, em abril de 1999, a Sol Meliá adquiriu por incorporação Inmotel inversiones, operação que permitiu consolidar em bolsa todas as empresas do grupo, do qual a família Escarrer continuava a deter uma participação superior a 60%.

Além do relevo geracional e da dispersão de capital em bolsa, a década de 90 ficou ainda marcada pelo forte investimento em imobiliário sendo que só no ano de 1999 a empresa investiu 605 milhões de euros na construção de 27 hotéis e na compra de mais 34, tendo este nível agressivo de investimento sido efetuado com a finalidade de ganhar presença na Europa em cidades como Paris, Londres ou Roma; no que concerne ao portfolio de marcas a década de 90 trouxe a adição da marca, Paradisus; assim no final da década, a empresa estava presente em 27 países e era a 12ª maior empresa mundial do setor.

O ano de 2000 ficou marcado pelo interesse da Hilton International pela Sol Meliá, que pretendida ao adquirir a empresa entrar no mercado espanhol em forte expansão à época; no entanto, em setembro de 2000, as negociações colapsaram e a Sol Meliá avançou para a compra dos hotéis TRYP no ano 2000 por 240 milhões de euros, tendo adicionado 60 hotéis ao portfolio da empresa.

A primeira década do século XXI registou a criação do Club Meliá em 2004, a criação da marca ME em 2006 e a aquisição da cadeia Innside em 2007 por 16,5 milhões de euros, tornando desta forma a Meliá atualmente líder absoluta no mercado espanhol, a 3ª maior empresa do setor hoteleiro da Europa e líder mundial em termos de operação de *resorts*.

No que concerne ao portfolio de quartos, após um período de crescimento anual de 14,3% entre 1996 e 2000, o mesmo registou um decréscimo em termos líquidos de 4000 quartos entre 2002 e 2015, tendo o atual milénio ficado marcado pela consolidação do portfolio anteriormente construído a um ritmo de expansão elevado, tendo o foco da empresa sido na manutenção dos standards de qualidade associados às marcas da empresa, assim como na garantia da rentabilidade dos hotéis em portfolio o que levou a um critério mais apertado de gestão.

Assim, em 2002, existiam 36380 quartos em regime de propriedade e aluguer, valor que subiu ligeiramente ao passar para 37500 quartos, subida que contrasta com a performance dos hotéis franchisados e geridos que decresceram de 50174 quartos para 44777 no ano de 2015, sendo de realçar, no entanto, que, desde 2008, a tendência tem sido de aumento, ao terem sido adicionados 5328 quartos em regime de franchising e gestão ao portfolio. O atual milénio ficou marcado pela inversão da relação de forças entre os hotéis próprios e alugados, com os últimos a ganharem ascendente sobre os primeiros, num contexto em que pelos motivos apresentados abaixo a MHI teve que desalavancar.

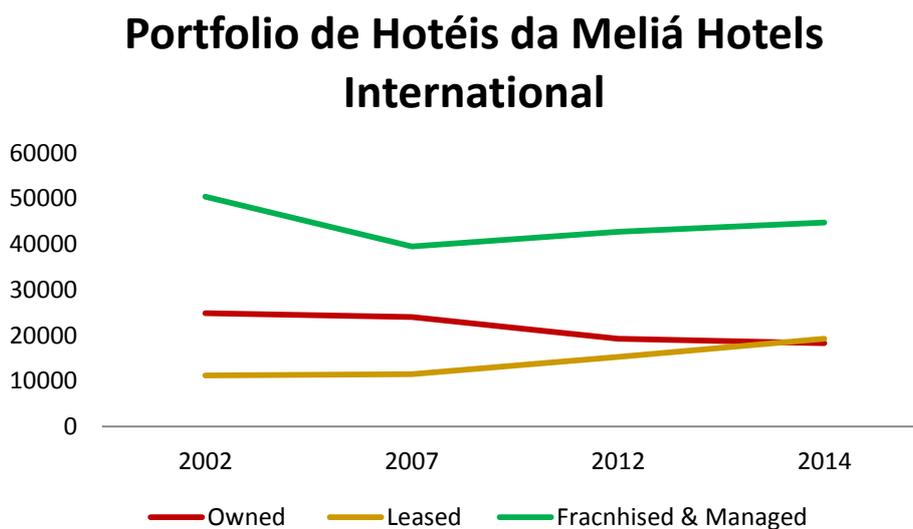


Ilustração 105: evolução do portfolio de quartos da MHI desde 2012, fonte: MHI Annual Reports

O período após a crise mundial de 2008 ficou marcado pela queda do setor hoteleiro, o que colocou a MHI em dificuldades devido à sua elevada alavancagem derivada da forte aposta em ativos imobiliários próprios efetuada até ao início do século XXI. Para responder a esta situação a MHI, além da alienação em 2010 à wyndham da marca Tryp por 43 milhões de euros, mantendo no entanto a exploração dos hotéis associados a esta, vendeu ativos hoteleiros, efetuou parcerias como a do Calvià Beach Resort, em Magalluf que consistiu na recuperação de um destino imobiliário maduro em parceria com fundos de investimento, tendo sido investido um total de 82 milhões de euros até 2014 no projeto que vai na sua 4ª fase.

Em termos da própria gestão da dívida, a MHI efetuou 2 emissões de dívida convertível, uma em 2009 no montante de 200 milhões de euros, com um cupão de 5% e maturidade em 2014, tendo realizado adicionalmente uma emissão no montante de 250 milhões de euros em 2013, com maturidade em 2018 e um cupão de 4,5%. Assim, estas emissões permitiram à empresa reforçar a sua estrutura de capital, num contexto difícil a um custo controlado.

Vendas de Ativos da MHI	2011	2012	2013	2014
	262,6	142,2	72,8	187

Ilustração 106: valor dos ativos vendidos pela MHI desde 2011, fonte: MHI Annual Reports

Rácio Net debt / EBITDA da Meliá Hotels International

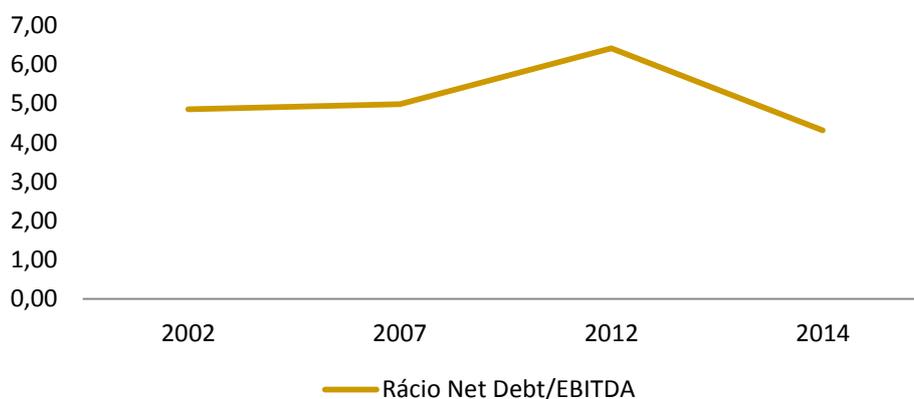


Ilustração 107: evolução do rácio Net debt / EBITDA da MHI desde 2002, fonte: MHI Annual Reports

Além do track record da empresa, outro dos factores que levou à escolha da Meliá assenta na menor valorização relativa dos hotéis europeus relativamente aos norte-americanos, devido à fase mais incipiente do ciclo positivo do setor na Europa pelo que um investimento na Europa, assumindo de modo conservador o múltiplo EV/EBITDA atual apresenta uma maior segurança a médio prazo, no que concerne à valorização de aquisição, podendo-se considerar num dos cenários de saída do investimento uma similar valorização em termos de EV/EBITDA cautelosa no momento da saída, dado que esta indústria, como prova o caso Hilton, é cíclica, fazendo sentido assumir alguma prudência relativamente a valorizações superiores à atual em termos de múltiplo pelo EBITDA, num mercado como o Europeu com um enquadramento macroeconómico ainda débil, ou, em alternativa, testar um múltiplo de saída similar ao da HW aquando do seu SIPO.

9.1.2-A MHI na Atualidade

A empresa, que possui mais de 4 milhões de clientes fidelizados, que representaram 25% das estadias em 2013, opera atualmente 370 hotéis sob as insígnias no segmento premium e upscale Meliá (100 hotéis), Gran Meliá (10 hotéis), Me (6 hotéis), Paradisus (9 hotéis) e Innside (14 hotéis); adicionalmente, no segmento médio, a empresa possui as insígnias Tryp (87 hotéis) e Sol (79 hotéis). Em termos geográficos a Meliá Hotels International obtém 59% do seu EBIT na América, 24 na EMEA, 15% em Espanha e 2% na Ásia. No que concerne à América, o principal país onde a empresa está presente é Cuba, com 27 hotéis, pelo que a empresa previsivelmente irá beneficiar do reatar de relações diplomáticas e económicas com os EUA.

Esta escolha deriva do facto da Méliá International ter ainda, à semelhança da Hilton em 2007, um forte peso dos hotéis próprios na globalidade das receitas e do valor patrimonial. Desta forma, os ativos imobiliários distribuídos essencialmente pela Europa e América Latina avaliados pela Jones Lang LaSalle em 3151 milhões de euros, dos quais 1303 não estão associados a contratos hipotecários. Estas unidades hoteleiras representavam, no final de 2012, 25% da capacidade de alojamento da empresa, representando o segmento de owned and leased 78% da faturação total, sendo que este segmento inclui adicionalmente 20% do total da capacidade por via de contratos de aluguer de hotéis. As restantes receitas derivam dos hotéis franchisados e geridos pela Meliá, assim como das atividades de timeshare e imobiliária e de operação de pequenos centros comerciais na América Latina.

Alguns dos hotéis da empresa, nomeadamente os alocados à insígnia Sol possuem potencial, caso sejam alvo de um *upgrade*, de gerarem um nível de receitas claramente superior ao atual, podendo a empresa vender participações nos mesmos de modo a operar esta transformação mais rapidamente. Um exemplo desta estratégia o acordo alcançado com a Starwood Capital para a venda de 80% de 7 resorts com 2933 quartos em Espanha (4 hotéis nas ilhas Baleares, 2 nas ilhas Canárias e 1 na Costa del Sol) por 176 milhões de euros, o que se traduziu numa mais valia contabilística de 38 milhões de euros, incluindo o acordo um investimento de 30 milhões de euros na renovação dos hotéis em causa, assumindo-se que esta operação tem um efeito neutro no valor da empresa em termos da avaliação por DCF e por *peer multiples*.



Ilustração 108: valor dos ativos imobiliários da MHI, fonte: Jones Lang LaSalle

No que concerne ao pipeline da empresa, o mesmo reflete a decisão da gestão de focar o crescimento fora de Espanha por via de um modelo *asset light*, com destaque para o continente americano com 5332 quartos seguido pela EMEA com 5083 quartos, pelo Mediterrâneo com 3566 quartos e pela Ásia Pacífico com 2891 quartos de um total de 17771 quartos que se irão juntar a um portfólio com 78951 quartos.

No que concerne aos principais concorrentes da empresa, destacam-se os pares espanhóis NH Hotels, Barceló Hotels, RIU Hotels & Resorts, no tocante ao espaço geográfico da Península Ibérica e da América Latina. Relativamente à Europa continental, os principais competidores são empresas como a Accor Hotels, o IHG, a Marriot, a Hilton, a Best Western, a Carlson Rezidor ou a Whitebread Hotels and Restaurants.

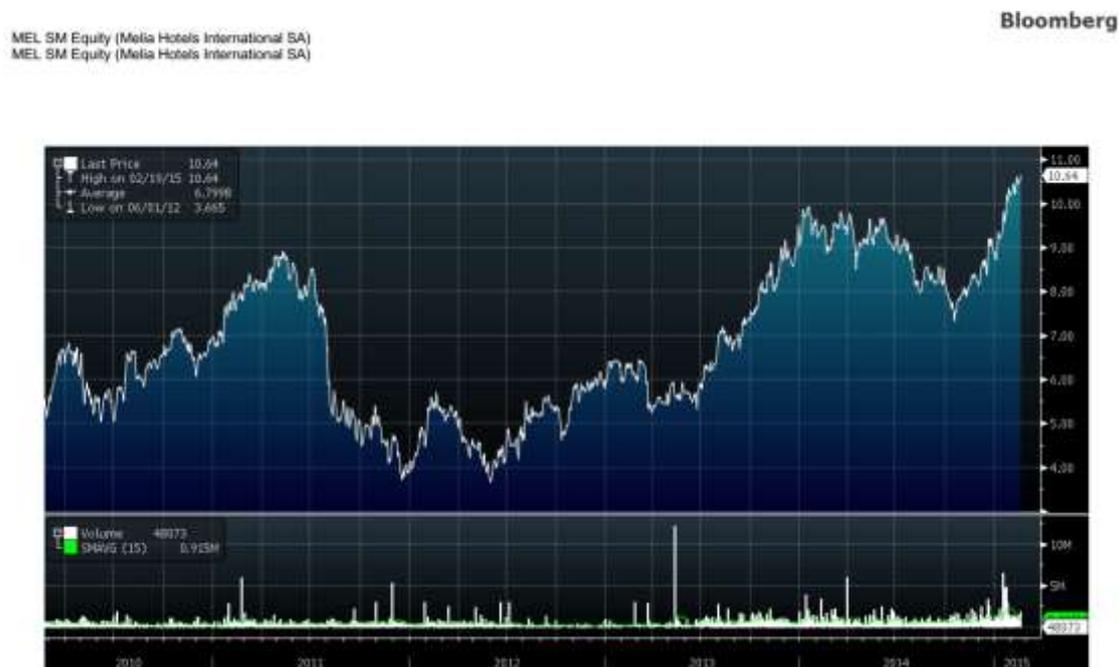


Ilustração 109: performance bolsista da MHI desde 2010, fonte: Bloomberg Professional Platform

9.2-MHI Leveraged Buyout

Assim, tendo em conta os dados do LBO da Hilton Hotels Corporation, procurou-se simular uma operação similar na MHI com as mesmas condições como: Carried Interest, Management Fees e prémio de controlo e custo da dívida envolvida no LBO; quais seriam os impactos financeiros de uma suposta operação deste tipo, procurando aferir o retorno bruto e líquido para os investidores nos fundos de Private Equity que entrassem na operação. No que concerne às previsões de crescimento e de Revpar foi adotada uma posição similar às projeções da UBS que foram efetuadas para o management da Hilton Hotels Corporation em 2007 não incluindo como na análise de DCF da Hilton uma fase baixa do ciclo, dado que, na Europa, a retoma do Revpar ocorreu apenas no Verão de 2013, existindo desta forma em perspetiva um longo ciclo positivo na Europa exceto nas regiões mais a leste como a Rússia, nas quais a empresa tem uma presença residual devido às tensões geopolíticas que aí se vivem, que levaram o revpar y-o-y a cair 23% no terceiro

trimestre de 2014, o que compara com 12,9% em Espanha, 8,7% no UK e 7,3% na Alemanha.

Atendendo a um preço por ação de 10,65 euros, a 19 de Fevereiro de 2015, e assumindo um prémio de 41,9% como no LBO da Hilton Hotels Corporation o preço a pagar pelos 206,4 milhões de ações, incluindo as que foram convertidas no final deste ano na sequência de uma emissão de obrigações convertíveis efetuada em 2009 e que tem um preço de conversão de 7,93 euros, da qual faltam converter 185 milhões de euros de principal.

Adicionalmente, além da emissão descrita anteriormente a MHI colocou em abril de 2013, 250 milhões numa nova série de obrigações convertíveis em ações ordinárias a vencer em abril de 2018, com um preço de conversão de 7,31 euros; no entanto, devido ao facto da emissão ter um limite de prémio de 30%, o que corresponde a um preço de 9,51 euros, levou a que a conversão desta emissão em ações não fosse tida em conta, tendo sido antes incluído um cenário em que, de acordo com os termos da emissão em 2016, será recomprada no cenário base, sendo no cenário de LBO recomprada aquando da operação com o prémio acima descrito.

No que concerne ao valor dos ativos imobiliários da empresa no valor de 3151 milhões de euros, considera-se que, em caso de alienação dos mesmos, estes continuariam a ser operados, pela Meliá Hotels International sob a forma de acordos de *franchising*, com uma fee sobre o revpar de 5,5%.

Emissões vivas	Valor	%
Convertíveis 2013	250	150,73%
Preferentes 2002	25,2	101%
Normal	76,383	107,75%
Total	351,6	138,0%
Recompra	prémio %	6,96%

Ilustração 110: cotação e o montante das emissões de dívida da MHI, fonte: MHI investors website

Assumindo as seguintes previsões de número de quartos, crescimento das vendas e margem EBITDA, efetuadas de acordo com as estimativas que a UBS realizou para o management da Hilton Hotels Corporation, não incorporando uma possível fase baixa do

ciclo, obteve-se os seguintes crescimentos e margens EBITDA, que estão subjacentes aos balanço e DR apresentados abaixo:

Vendas	2015	2016	2017	2018	2019
Capacidade Ajustada	2,00%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
Revpar	8%	7%	6%	6%	5%
Forex	-2%	-1%	0%	0%	0%
Total Vendas	8,00%	8,50%	8,50%	8,50%	7,50%
% Owned&L Reveues	76,98%	75,44%	73,93%	72,45%	71,00%
Margem EBITDA	15,7%	16,7%	17,70%	18,70%	19,70%
Depreciações	5,74%	Dos AFT			

Ilustração 111: estimativa de crescimento das vendas da MHI, fonte: candidato

Pressupostos	
% Hotel Revenues	78,6%
Margem EBITDA	15,7%
TAX Rate	20,0%
Receivables % Vendas	25,4%
CAPEX / sales	5,00%
Payables % Vendas	20,8%
Custos Financeiros /Passivo Remunerado	5,39%
Crescimento Dividendos	10%
Other Debt % Vendas	65,07%
% Hotel revenues/Total	78,33%
Dividendos 2015 Forward	120

Ilustração 112: pressupostos de avaliação da MHI, fonte: candidato

Peer Group	Accor nium Hotels		IHG	NH Hotels Whitebread	
EV/EBITDA 15 E	11,03	12,24	12,49	15,86	12,59
P/B	3,1	0,8	negativo	1,49	5,15

Ilustração 113: avaliação da MHI tendo em conta os múltiplos EV/EBITDA e price-to-book dos pares, fonte: candidato

Ativos	2013R	2014 R	2015	2016	2017	2018	2019
Cash	437	431	426	420	413	406	403
Intangibles	141	141	141	141	141	141	141
Receivables +Inventories	343	372	403	438	475	511	530
AFT	1567	1582	1564	1554	1551	1555	1566
Other	880	953	1034	1121	1217	1308	1357
Total Ativo	3367	3478	3567	3673	3796	3921	3997
Equity	1167	1367	1507	1641	1768	1889	2001
Debt	2013R	2014 R	2015	2016	2017	2018	2019
Long Term Debt	1595	1372	1355	1401	1346	1264	1203
Payables	282	305	331	359	389	419	434
Tax	173	173	173	173	173	173	173
Other	150	261	201	98	119	176	186
Total Passivo	2200	2111	2060	2032	2027	2032	1996

Ilustração 114: balanço prospetivo da MHI sem LBO, fonte: candidato

Demonstração de Resultados	2013R	2014 R	2015	2016	2017	2018	2019
Vendas	1352	1464,0	1588,4	1723,5	1870,0	2010,2	2085,6
Hotel Revenues	1062	1127,0	1198,3	1274,2	1354,8	1427,3	1451,2
Management Fees & Other	290	337,0	390,1	449,3	515,1	582,9	634,4
EBITDA FX neutral	191,7	229,8	265,3	305,1	349,7	396,0	379,6
Depreciações	90	90,0	90,9	89,8	89,2	89,1	89,3
EBIT	101,7	139,8	174,4	215,2	260,4	306,9	290,2
Custos Financeiros	-77	-87,0	-74,0	-156,5	-75,6	-72,6	-68,1
EBT	24,7	52,8	100,4	58,7	184,9	234,4	222,1
TAX	4,94	10,6	20,1	11,7	37,0	46,9	44,4
RL	19,76	42,3	80,4	47,0	147,9	187,5	177,7
Net Debt/EBITDA	6,04	4,09	3,50	3,22	2,67	2,17	2,11

Ilustração 115: demonstração de resultados prospetiva da MHI sem LBO, fonte: candidato

O LBO seria assim financiado em 75% por dívida e em 25% por equity, sendo o custo da dívida de 500pb mais a Euribor a 6 meses que se cifra em 0,18%. Desta forma, o preço a pagar pelas ações cotadas a 10,65 euros, assumindo um prémio de 41,9%, igual ao pago pela Hilton Hotels Corporation, seria de 3127 milhões .

Adicionalmente, seria ainda a entidade que efetuasse o LBO a assumir a dívida atual da empresa incluindo as emissões convertíveis e os custos associados às mesmas pelo que o montante envolvido na operação seria de 4079 milhões de euros, em ambos os cenários, superior ao gross NAV dos ativos imobiliários da empresa avaliados em 3151 milhões de euros, o que se traduz num rácio net debt /EBITDA em torno das 11,5 vezes , inferior às 13,1 vezes verificadas no HW LBO. Estes montantes incluem, além da *equity*, a recompra da dívida existente por parte da Mélia, tendo sido incluído nesta recompra no caso da

dívida cotada em mercado um prémio de 45%, procurando refletir um prémio moderado sobre a cotação média das emissões vivas à data do caso que era de 38%.

Adicionalmente, ao ter-se considerado a recompra imediata da emissão convertível a vencer em 2018 com um cupão de 4,5%, incluiu-se no custo da operação o pagamento do prémio de conversão antecipada de 30%, segundo as condições da referida emissão.

No que concerne aos restantes pressupostos empregues nesta operação, assume-se que a taxa de juro sem risco associada às obrigações do tesouro espanhol a 10 anos é de 2,15%, o prémio de risco do mercado de valores de 6%, a Euribor a 6 meses tem um valor de 0,18, sendo a taxa de imposto no país vizinho de 20% e o β da Meliá Hotels International de 1,28, tendo o índice Eurostoxx 600 nos últimos 5 anos apresentado uma rentabilidade média anual de 6,57% e existem 184 milhões de ações em circulação, excluindo as emissões de dívida convertível anteriormente mencionadas, sendo o custo de dívida atual da MHI de 5,39%. Relativamente ao múltiplo EV/EBITDA e Price-to-Book dos pares do setor é o apresentado abaixo, assumindo-se que o EV/EBITDA do segmento de franchise é de 12x e dos hotéis em *leasing* de 10x, o que compara com um múltiplo de 11,4x para o conjunto da empresa, sendo a valorização do segmento de Timeshare equivalente ao EV associado aos custos corporativos.

Pressupostos	
% Hotel Revenues	78,6%
Margem EBITDA	15,7%
TAX Rate	20,0%
Receivables % Vendas	25,4%
CAPEX / sales	5,00%
Payables % Vendas	20,8%
Custos Financeiros /Passivo Remunerado	5,39%
Crescimento Dividendos	10%
Other Debt % Vendas	65,07%
% Hotel revenues/Total	78,33%
Dividendos 2015 Forward	60

Ilustração 116: pressupostos da avaliação Sum-of-the-parts da MHI, fonte: candidato

Avaliando a empresa, tendo em conta o valor dos ativos imobiliários obtêm-se os seguintes dados para o valor dos ativos imobiliários da empresa provenientes da

apresentação de resultados efetuada em Agosto de 2014, sendo que o segmento de timeshare, não é considerado nos cálculos, pois o seu valor equivale ao EBITDA negativo associado aos custos corporativos.

Além do cenário que contempla a saída por via de um múltiplo EV/EBITDA similar ao atual de 12,8 vezes, foi considerado um segundo cenário no qual a saída do LBO seria efetuada por intermédio de um SIPO ou *trade sale* assumindo um múltiplo EV/ EBITDA do ano de saída similar ao da HW aquando do SIPO da mesma em 2013, sendo o preço de entrada o do cenário no qual o prémio em termos % é igual ao que os fundos BCP V e BREP V pagaram pela HW. Em todos os cenários, é contemplado um enquadramento fiscal similar ao norte-americano verificado na venda do Waldorf Astoria NY, que permite que os ganhos obtidos com a venda de hotéis não sejam taxados, se reinvestidos noutras propriedades, assumindo-se por uma questão de simplificação que as demais despesas são por parte do comprador do imóvel.

Extra value of Real Estate 2019	Cenário 1	Cenário 2
Franchise EBITDA	90	90
Franchise EBITDA Múltiplo	12	17
Franchise EV	1083	1534
Leased EBITDA	108	108
Leased EBITDA Múltiplo	8	12
Leased EV	865	1297
Equity Global	4859	5670
Fee Quartos Vendidos	46	46
Franchise Vendidos Múltiplo x	12	17
EV Fees	555	786
Valor futuro do Real Estate (g=2,5%)	3565	3565
Extra Value Real Estate	1209	1513

Ilustração 117: pressupostos de valorização das partes da MHI em 2019 nos diversos cenários de saída do investimento, fonte: candidato

10-Nota Pedagógica

10.1-Público Alvo

O público-alvo deste caso de estudo centra-se primordialmente na comunidade académica, nomeadamente professores e alunos que pretendam analisar este caso, que foca temas como Private Equity, avaliação de empresas, Leveraged Buyouts e estratégias de criação de valor no setor hoteleiro.

10.2-Objetivos Pedagógicos

Elaborar um caso de estudo onde se pretende atingir objetivos como: Analisar o preço que a Blackstone pagou em 2007 e a oportunidade da decisão da administração da Hilton Hotels Corporation de aceitar a oferta efetuada a 47,5 USD por ação; estudar o processo de reestruturação de dívida ocorrido em 2010; analisar a valorização atual da empresa relacionando-a com a decisão que a Blackstone deve tomar relativamente à participação que detém na empresa, associando-a às especificidades do setor; verificar as principais políticas adotadas pela gestão que a Blackstone colocou na empresa tanto em termos de balanço como de políticas de gestão e expansão de negócio; avaliar o retorno para os fundos da Blackstone e para os credores desta operação, analisar a replicabilidade de uma operação deste tipo no setor hoteleiro, no caso Barbaros en la Puerta, la Caída de Mélia Hotels International.

10.3-Objetivos do Caso de Estudo

O caso de estudo proposto tem como principal objetivo analisar o LBO e as alterações em termos de capitais próprios e alheios de que foi alvo a HW desde 2007 até 2014, de um ponto de vista essencialmente financeiro e de criação de valor, complementado pelas práticas de gestão adotadas pela administração da empresa.

Desta forma, este caso pretende em primeiro lugar abordar a HW, em termos históricos de modelo de negócio e analisar a evolução da empresa até 2007, complementando esta análise com o momentum do Private Equity na referida data, procurando relacionar o preço pago com as dinâmicas de mercado e de valorização dos pares no setor à data do *Leveraged BuyOut*, procurando ainda relacionar este negócio com outros de grande envergadura efetuados pela Blackstone.

Numa segunda fase, o objetivo é analisar a reestruturação de dívida que ocorreu em 2010, isto é, após determinar os motivos da mesma: perda de rentabilidade da empresa, da indústria, aumento da carga financeira; apurar se a mesma foi benéfica para credores ou para a Blackstone e os investidores dos seus fundos, se a mesma teria sido mesmo necessária e a forma encontrada de a efetuar assumindo perdas e convertendo créditos em capital. Esta análise será complementada por uma terceira fase em que se pretende estudar as políticas de gestão implementadas e as alterações, tanto em termos da conta de resultados como de estrutura de capitais que a Blackstone operou na HW.

Numa quarta fase, pretende-se avaliar o SIPO, em termos da sua dimensão, o momento escolhido, a valorização que o mercado atribuiu à empresa, as implicações da mesma em termos de rentabilidade para os acionistas e credores que converteram créditos em capital, procurando-se ainda avaliar o valor das participações dos fundos detidos pela Blackstone atualmente de modo interligado com as perspetivas de futuro da empresa.

Quanto à quinta fase, consta essencialmente de uma avaliação da possibilidade de replicar este modelo de LBO no setor hoteleiro na empresa Meliá Hotels International, procurando-se, desta forma, enquadrar e avaliar a empresa, de modo a que se possa estudar a rentabilidade potencial de um LBO.

10.4-Revisão de Literatura

10.4.1-Private Equity, O que é? Como Funciona um Fundo?

As empresas de Private Equity (Kaplan & Stromberg, 2008) estão em geral organizadas como partnerships ou limited liability corporations, sendo organizações com hierarquias esbatidas e com um reduzido número de empregados. A Blackstone, empresa que será abordada neste caso, é uma das referências do setor conjuntamente com empresas como Carlyle, KKR, Apollo Global Management ou TPG Capital.

Assim, um fundo de Private Equity, tem normalmente o formato “close-end” no qual os investidores ou *Limited Partners*, contrariamente aos *mutual funds*, estão interditos de retirar capital até ao limite de vida do fundo, regra geral até entre 10 a 13 anos, para investir nas empresas alvo e devolver o capital. Assim, os investidores ou LP providenciam recursos para o fundo gerido pela empresa de PE ou General Partner adquirir os seus investimentos e pagar as diversas comissões de gestão à empresa de Private Equity que, regra geral, contribui com pelo menos 1% do capital do fundo. No

que concerne à remuneração da empresa de Private Equity a mesma pode ocorrer de 3 maneiras: uma fee pré-estabelecida em % do capital investido, uma % dos lucros do fundo ou *carried interest* que normalmente corresponde a aproximadamente 20 a 25% do lucro e fee de monitorização e por deal efetuada.

Os fundos da gestora estudada neste caso estipulam uma *hurdle rate* ou taxa mínima prioritária de retorno aos investidores de 8%, desta forma, o *carried interest* para a Blackstone só pode ser aplicado depois de os investidores terem sido remunerados em pelo menos 8%.

Geralmente, após os Limited Partners colocarem os recursos à disposição dos General Partners, estes possuem até 5 anos para investir e, entre 10 a 13 anos, para saírem dos investimentos, existindo *covenants* que limitam itens como os níveis de dívida dos fundos e a % máxima por ativo que um fundo pode alocar. Normalmente, os fundos de Private Equity consagram incentivos generosos aos gestores das empresas participadas em caso de cumprimento dos objetivos de performance estabelecidos, assim, (S. N. Kaplan & Stro, 2008), o CEO recebe normalmente prémios em caso de boa performance, que podem ascender até 5,4% do valor gerado, podendo receber a totalidade da gestão até 16% do valor adicional que conseguiu gerar.

10.4.1.1-História

Desde o surgimento dos fundos de Private Equity nos anos 80 até à data do LBO em estudo, os montantes colocados pelos investidores neste tipo de fundos passaram de valores claramente inferiores a 1 bilião de USD para 200 biliões em 2007, existindo uma correlação positiva entre o ciclo da economia e dos mercados e o montante investido neste tipo de fundos. No que concerne ao tipo de operação, só a partir de 2005 se verificou um aumento de negócios do tipo *public to private*, que até então representavam apenas 20% do total; em termos de dispersão geográfica, o novo milénio testemunhou o alargamento deste fenómeno à Europa que, no período 2000 a 2004, registou 48,9% do total das transações a nível mundial. No que concerne à saída dos investimentos, a forma mais comum é uma venda a um parceiro estratégico fora de mercado (38%), seguida pela revenda a outro fundo de Private Equity (24%), sendo que o IPO é o terceiro método mais frequente (14%).

Uma tendência recente é a especialização das empresas de PE, organizando-se em torno de indústrias/ setores e contratando especialistas, não só financeiros, mas essencialmente

com experiência operacional, Jack Welch, Lou Gerstner e Timothy Geitner ex-CEOs da GE, da IBM e ex-secretário do tesouro dos EUA, são dois exemplos desta tendência recente, tendo-se juntado à Clayton Dubilier e à Carlyle e Timothy Geitner à Warburg Pinacus.

Em 2014, o montante global de atividade em Private Equity cifrou-se em 562 mil milhões de USD, valor que só foi suplantado no ano de 2007, tendo as empresas de PE sido responsáveis por 21,9% do total dos M&A a nível Global no ano de 2014.

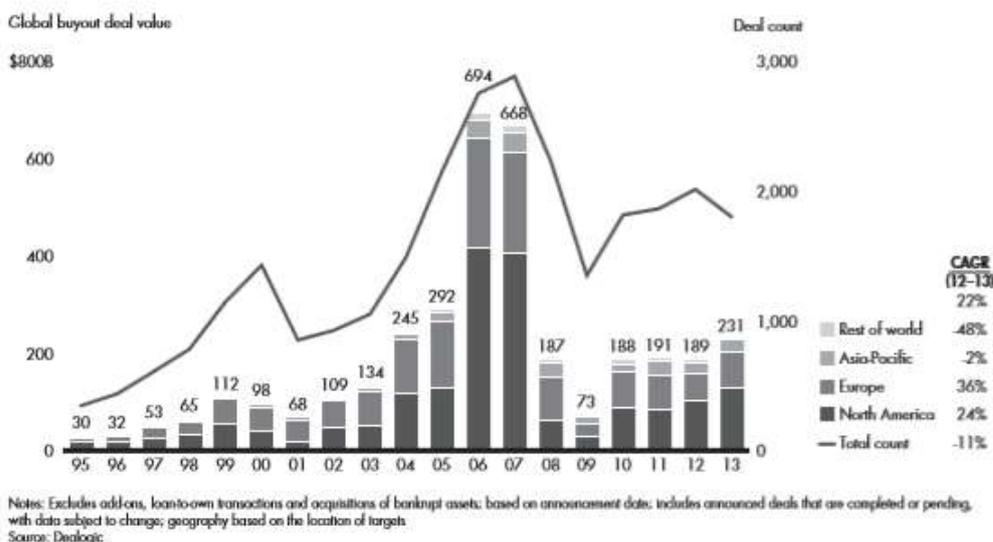


Ilustração 118: valor global dos Buyouts a nível mundial 1995-2013, por geografia, fonte: Bain Private Equity Report 2014

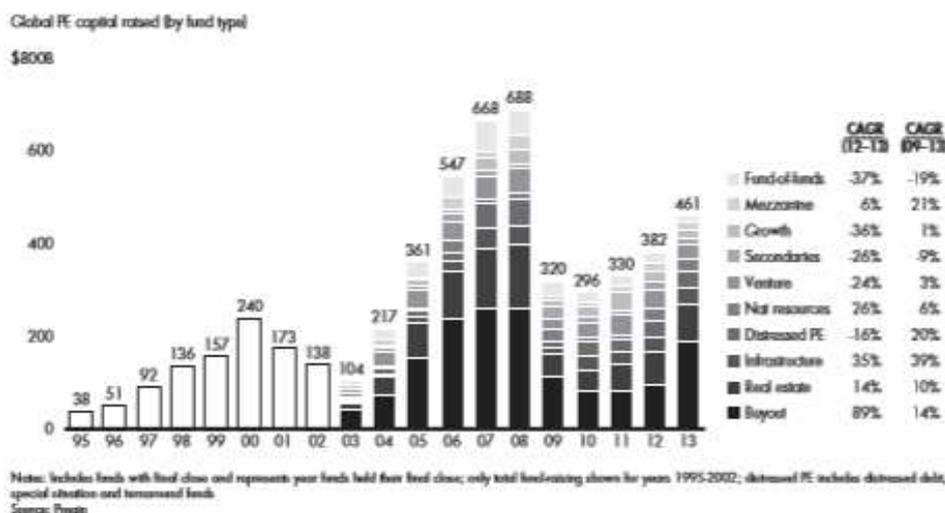


Ilustração 119: private Equity fund raising 1995-2013 por tipo de deal, fonte: Bain Private Equity Report 2014

10.4.1.2-A Remuneração da Gestão Nas Empresas Propriedade de Private Equity

Uma das vantagens apontadas à gestão de empresas por parte de empresas de Private Equity passa pela melhor performance das empresas participadas relativamente ao mercado em geral devido ao maior alinhamento entre o management e os acionistas. O que contrasta com o problema de agência normalmente existente entre acionistas e gestores traduzido no facto do “*managerial power*” superar as “*market forces*”, problema que, no caso dos investimentos em Private Equity, é contornado por via da participação de quadros de topo das PE nas empresas participadas associados a uma maior componente variável na remuneração da gestão dependente das metas em termos de redução de dívida e de aumento do EBITDA.

Este facto leva a que nas empresas adquiridas por PE’s, (Leslie & Oyer, 2009), o *management* esteja exposto não só aos aumentos de valor mas também às diminuições, o que leva a que haja um maior alinhamento de interesses. Desta forma, segundo estes autores a componente fixa do salário dos CEO’s das empresas detidas por PE é inferior em 9,6% aos pares públicos, sendo a componente variável 12,7% superior.

No que concerne à participação dos gestores no capital das empresas detidas por PE (Steve Rimmer; Aaron SanAndres, 2014), a mesma caracteriza-se pela existência de um mega prémio na fase inicial das operações, tendendo estes prémios a ser menores em % do capital das empresas à medida que as operações aumentam de tamanho. No que concerne ao *vesting*, este tipo de prémios normalmente tem um período de *lock-up* associado, que pode ser de ordem: temporal(normalmente 5 anos), operacional (target EBITDA), ou retorno de investimento (métricas MOIC ou IRR).

10.4.2Leveraged Buyout o Que É?

(Loos, 2005) e (Kaplan & Stro, 2008) definem um Leveraged Buyout, como uma transação caracterizada por níveis de alavancagem elevados na ordem dos 60 a 90% do total do investimento, na qual um grupo de investidores em fundos de Private Equity, e em alguns casos a gestão da empresa, adquirem a totalidade do capital ou uma porção maioritária do mesmo, pagando normalmente um prémio de 15 a 50% sobre o preço de mercado se a empresa estiver cotada em bolsa. Atualmente (Cao & Cumming, 2010), este tipo de transações, representa cerca de 40% dos M&A efetuados, em termos de volume.

Regra geral, devido ao elevado grau de alavancagem, este tipo de operações recorre a junk debt e apenas ocorre em períodos com financiamento a custo favorável. Atendendo a este facto, uma das motivações financeiras do recurso a um Leveraged Buyout é a captura dos gastos fiscais associados ao custo financeiro da dívida contraída na operação. Além deste facto, essencialmente, este tipo de negócios ocorre quando as empresas de Private Equity consideram as empresas alvo subvalorizadas, atendendo ao valor dos ativos que possuem e ao potencial de geração de cortes de custos que possuem. O primeiro grande LBO nos anos 80 da RJR Nabisco protagonizado pela Kolhberg, Kravis, Roberts (KKR), foi um exemplo deste tipo de operações celebrado por (Borrough e Helyar (1989)), ainda que o retorno obtido nesta operação se tenha cifrado em aproximadamente 0%, entre outros motivos devido a guerra de propostas de compra existentes aquando do LBO.

Esta operação pode decorrer sob a forma de um Management-Buy-Out ou Management-Buy-In; assim, no primeiro caso, a gestão atual procura capital externo à empresa para controlar o capital da mesma que estava na posse dos anteriores donos. No Management-Buy-In, ao invés, a gestão passa para uma equipa vinda de fora em representação do novo capital.

No que concerne à escolha dos alvos de uma operação de LBO, os candidatos normalmente são empresas estabelecidas, que não necessitem de grandes gastos de capital e tenham um padrão de receita sólido e estável, tal como as relações laborais e o enquadramento regulatório da indústria, decorrendo daqui que o candidato tipo são empresas maduras, em indústrias com baixa componente tecnológica e com crescimento moderado. Em termos puramente financeiros, as empresas devem ter um track record sólido, em termos de rentabilidade e geração de cash flow estável, e ativos vendáveis, caso tal se revele necessário.

Escolhido o alvo, é necessário proceder à fase do “*Due Dilligence*”; nesta fase, vão ser analisados detalhadamente o plano de negócios proposto pela equipa de gestão que irá assumir a empresa assim como a situação financeira e contratual da mesma. Depois de efetuado este passo, será estruturado o modo como a empresa irá ser adquirida assim como o pacote financeiro que suportará essa mesma aquisição. Normalmente, este tipo de operações é acompanhado por uma oferta de recompra de passivo existente na empresa-alvo de aquisição.

No que concerne ao prémio pago na aquisição (Cao & Cumming, 2010), o mercado desde os anos 80, altura em que os prémios pagos se situavam entre os 31 e os 49%, tem evoluído, seja pelo facto das ações deixarem, regra geral, de estar incorretamente avaliadas pelo mercado, seja pela crescente competição entre compradores com motivações de cariz estratégicas e compradores com objetivos mais financeiros, ou seja, empresas de Private Equity, o que leva a que as empresas-alvo em public to private deals já incorporem na sua cotação, por vezes parcialmente, este tipo de situações.

Num LBO, após a aquisição, normalmente paga em cash aos anteriores acionistas das empresas, a prioridade número 1 é utilizar o cash flow libertado gerado pela empresa adquirida para abater dívida a dívida contraída durante a operação.

Figure 1.17: Buyout fund-raising was driven by the closing of mega-buyout funds

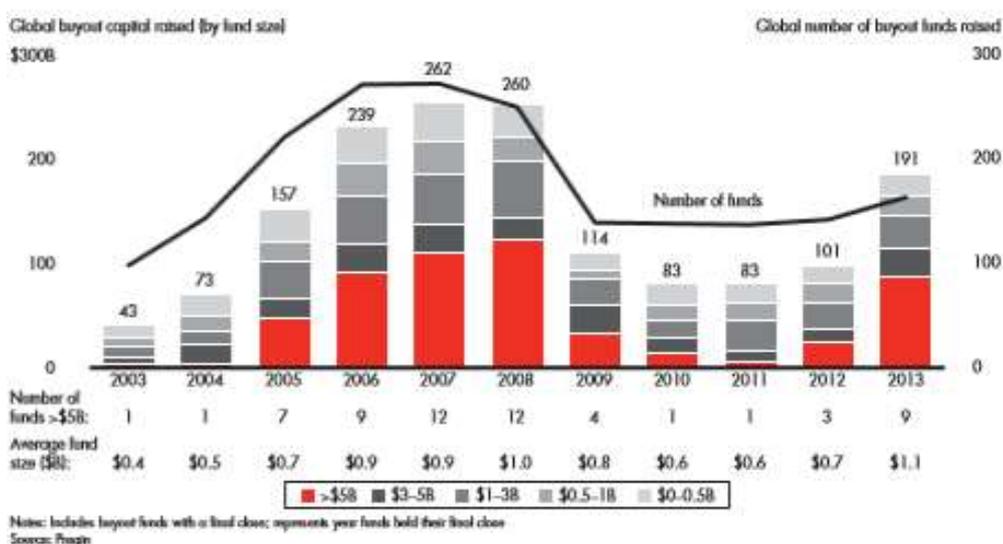


Ilustração 120: buyout fund raising 2003-2013, fonte: Bain Company Private Equity Report 2014

10.4.2.1-Criação de Valor & Impactos nas Empresas Alvo de Leveraged Buyouts

“We buy stuff with Cheap Debt, and arbitrage on the difference with equity markets”(
Guy Hands, fundador da PE Terra Partners, 15 Novembro de 2007”)

A performance operativa das empresas alvo de um LBO melhorou (Kaplan, 1989) entre 10 a 20% no que concerne ao rácio EBITDA/vendas e até 40% em termos do cash flow operacional, relativamente à média da indústria na primeira vaga de operações deste tipo que ocorreram nos anos 80; não obstante este facto (Guo et all 2008), nas operações após

2000 esta melhoria em termos percentuais foi significativamente menor, sendo que as melhorias no cash flow, a curto prazo, podem significar deterioração no longo dado que muitas vezes a melhoria referida surge à custa do corte nas despesas de investimento. Outra fonte de criação de valor nos LBO é o efeito fiscal da dívida que pode gerar 4 a 40% do total do retorno dos investimentos em LBO.

Existem diversos aspetos qualitativos (Loos, 2005) que explicam a melhoria de performance, devido ao aumento do risco de distress decorrente da alavancagem, existe pressão nos gestores das empresas alvo de LBO para cumprir ambiciosos planos de receitas que contemplam aumentos de receitas associados a ganhos de eficiência, sob pena de serem substituídos, podendo parte desses ganhos advir de cortes em despesa com pessoal. Adicionalmente (Kaplan & Stro, 2008), outra fonte de captura de valor pode ser o acesso a informação assimétrica que permita, comprar as empresas-alvo, abaixo do seu real valor intrínseco.

Adicionalmente, a criação de valor neste tipo de operações pode advir, além do exposto anteriormente, da utilização mais eficiente dos ativos, a combinação dos existentes com outros a adquirir, da otimização do fundo de maneio e da captura dos *tax shields* decorrentes do uso de dívida e essencialmente da arbitragem entre os mercados de Equity e Debt, financiando a baixo custo a compra de empresas subavaliadas pelo mercado. Deste modo (Axelson, Strömberg, & Weisbach, 2012), os investimentos em PE apresentam um elevado grau de pró-ciclicidade, estando negativamente correlacionados os *credit spreads* e as taxas do mercado imobiliário com os preços a atividade de investimento e o grau de alavancagem das operações efetuadas.

Este tipo de resultados mais frequentemente surge assim seja por via da existência de informação privilegiada por parte dos gestores ou das empresas de Private Equity, seja devido ao acesso superior aos mercados de dívida sendo, no entanto, redutor atribuir a criação de valor apenas a estes dois factores, desprezando os restantes. Desta forma as PE pagam, por vezes, preços de mercado inferiores a transações comparáveis por parte de empresas públicas, o que permite às PE extrair ainda mais valor das empresas adquiridas, devido ao conhecimento das mesmas e ao facto de, regra geral, serem boas negociadoras.

Regra geral, os GP tendem a recorrer a níveis superiores de alavancagem, quando os mercados favorecem essa situação, tendendo a pagar demais pelas aquisições nessas circunstâncias. Deste modo (Kaplan & Stro, 2008), uma condição necessária mas não

suficiente para ocorrer forte atividade de PE é quando a yield dos resultados operacionais das empresas é superior à Yield da dívida associada às aquisições das empresas alvo.

Assim, (Jenkinson & Weisbach, 2012), o único facto que determina o nível de leverage das operações é o *spread* do mercado de High Yield, não existindo qualquer relação relevante das empresas alvo, após adquiridas em termos de leveraging com a indústria em que se inserem.

Devido à elevada alavancagem decorrente deste tipo de operações, as empresas adquiridas ficam expostas a momentos de queda de receitas e rentabilidade, como no caso em apreço, levando a dificuldades em honrar pagamento de juros em momentos de dificuldade. (Jenkinson & Weisbach, 2012) sustentam que os GP, ao recorrerem a alavancagem, não estão a procurar os maiores retornos possíveis para os LP, mas sim a procurar ganhar o carried interest, sobrepagando muitas vezes ao adquirirem os alvos.

O retorno dos investimentos em fundos de PE deve ser medido em termos absolutos, avaliando o IRR do fundo em termos brutos e líquidos deduzindo o carried interest e as management fees. Adicionalmente, este retorno deve ser medido em termos relativos com o histórico de operações similares ou comparando com o retorno que um investidor teria investindo no mercado bolsista, seja no índice do setor o Lodging index return ou no mercado acionista global no S&P500, ou no caso da Meliá no STOXX600, assim estes índices são designados por (Kaplan & Schoar, 2005) como PME ou Public Market Equivalents, dado que permitem aferir em termos comparativos o retorno diferencial que um Limited Partner teve, comparado com o *benchmark* de referência.

Número Buyout Funds

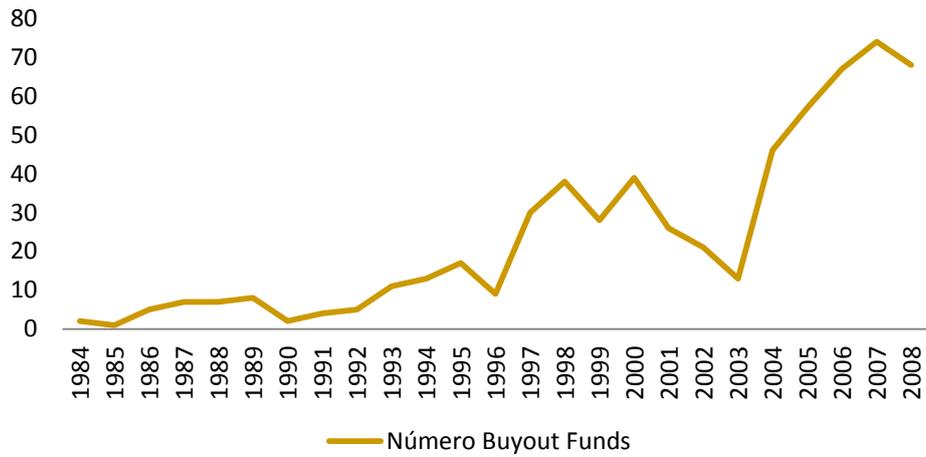


Ilustração 121: número de Buyout funds, fonte: (Ritter, 2014)

IRR Buyout Funds (Média Ponderada)

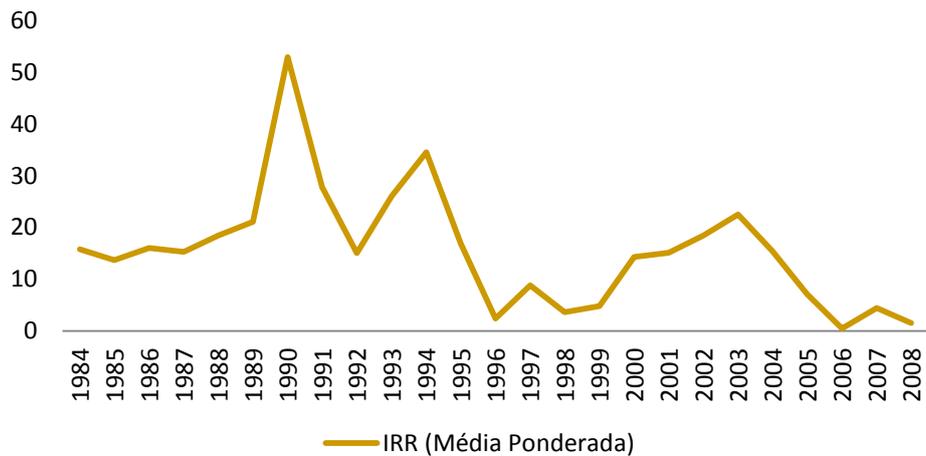


Ilustração 122: IRR dos Buyout Funds desde os anos 80, (Ritter, 2014)

Public Market Equivalent Performance of Buyout Funds

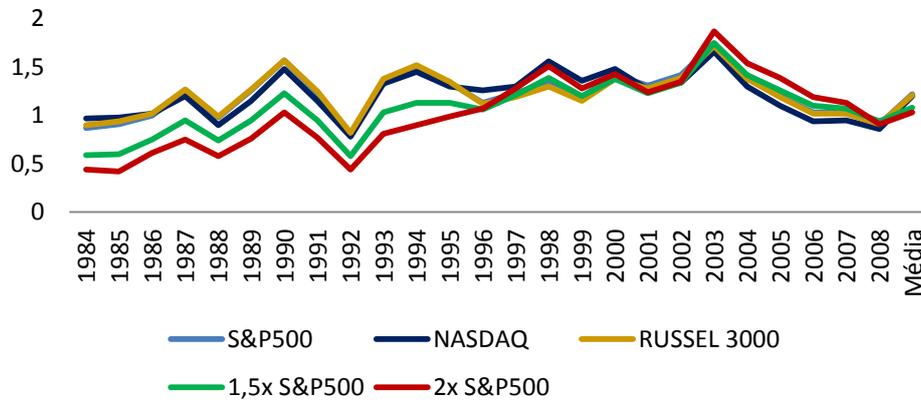


Ilustração 123: public market equivalent performance dos buyout funds desde os anos 80, fonte: (Ritter, 2014)

IRR Buyout Funds (Média Ponderada)

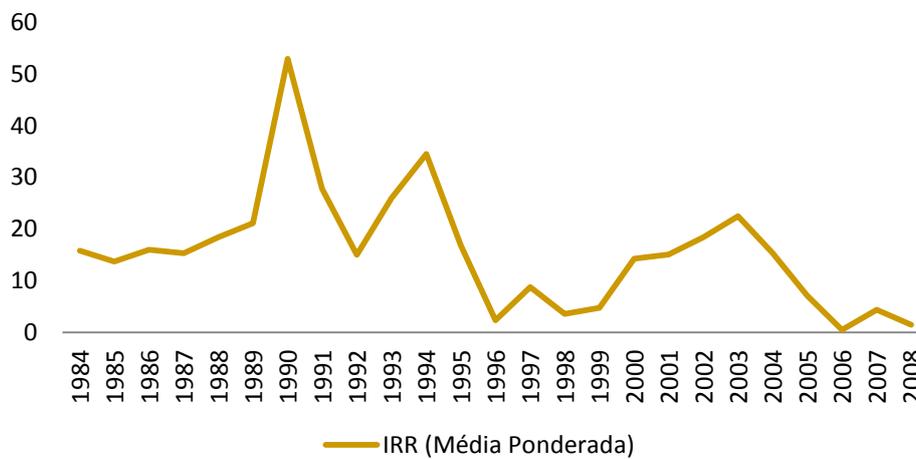


Ilustração 124: média ponderada da IRR dos Buyout funds, fonte: (Ritter, 2014)

Classe de Ativos	Year of Inception	IRR since Inception	IRR net of Fees
Corporate Private Equity	1987	30,80%	22,80%
Real Estate Opportunity	1991	38,20%	29,20%
Funds of Hedge Funds	1990	13%	11,90%
Mezzanine	1999	16%	9,30%
Distressed Securities Hedge	2005	11,50%	7,90%
Equity Hedge	2006	11,60%	8,90%
Close-end Mutual Funds			
The India Funds			43,90%
The Asia Tigers Funds			42,50%

Ilustração 125: retornos das diversas classes de investimento em Private Equity desde o começo da atividade até 2007, fonte:(Phalippou, 2014)

10.4.3-Financial Distress, Causas do Mesmo

O financial distress (Andrade & Kaplan, 1998) pode ser consequência de quatro causas: alavancagem excessiva, queda de rentabilidade da indústria, queda de rentabilidade da empresa face aos pares, ou alterações de taxas de juro; não sendo despendido para o surgimento do fenómeno acima referido a existência ou não de um “*adverse economic shock*”, como aquele que se verificou com a crise do *sub-prime*.

Desta forma, a aferição do impacto do leverage excessivo é efetuada comparando o montante de gastos financeiros da empresa em relação aos seus ativos, com os pares da mesma indústria, no ano de referência em questão; no que concerne à análise do aumento das taxas de juro como fonte de financeira distress, o mesmo deve ser estudado, comparando os gastos financeiros que a empresa teria, tendo em conta a taxa de juro de referência do período anterior, por comparação com taxa de referência do período atual, sendo um exemplo e taxa de referência a Libor a 3 meses.

No entanto, uma empresa pode entrar em financial distress, não só derivado ao aumento dos custos financeiros, mas também por uma deterioração da sua capacidade de gerar resultados operacionais, que pode ter uma causa intrínseca à empresa ou motivações transversais à indústria onde essa empresa se insere.

Assim, para aferir se a queda de rentabilidade de uma empresa deriva de um mau momento generalizado na indústria, deve-se comparar o EBITDA que a empresa teria se este tivesse as mesmas margens operativas da indústria relativamente ao rácio EBITDA/Sales no período anterior em comparação. No que concerne à verificação da performance

operacional da empresa como causa para o distress, deve-se comparar o EBITDA obtido pela empresa, com aquele que esta teria se tivesse a mesma margem EBITDA/Sales dos pares da mesma indústria no ano em análise. Este fenómeno (Kaplan & Stro, 2008) tem uma incidência média de 1,2% nos LBO após 2002, sendo de prever taxas superiores no período em que a HW esteve fora de mercado, dado o abaixamento do ciclo económico.

10.4.4-Opções de Saída por parte das empresas de Private Equity

Existem quatro formas através dos quais uma Private Equity pode sair de um investimento: IPO, Trade Sale, Secondary Buyout e Dividend Recapitalization. Desta forma, o método mais comum de saída é a *trade Sale*, que consiste na venda da empresa pela parte da PE a investidores da indústria em que a empresa se insere; os compradores, normalmente, ao efetuarem este tipo de negócio visam a obtenção de sinergias e economias de escala, tendo como principal adversidade o ambiente regulatório que, por vezes, torna moroso concluir as operações.

O secondary Buyout consiste na compra da empresa por parte de outro fundo de PE, sendo a segunda saída mais frequente para um investimento deste tipo. O racional deste tipo de negócio é a deteção de métodos de criação de valor que o anterior detentor não vislumbrou ou conseguiu implementar. Este processo decorre normalmente sob a forma de um leilão, podendo ser discutível se este processo é mesmo uma venda, caso alguns dos Limited Partners dos fundos comprador e vendedor sejam comuns.

O IPO consiste numa dispersão de parte do capital em bolsa, sendo que esta operação visa levantar fundos, melhorando a posição financeira da empresa em causa ou servir para os acionistas alienarem uma parte da sua posição acionista. Esta operação é demorada dado que necessita de vários passos entre os quais a elaboração e revisão do prospeto de oferta em conjunto com os reguladores do mercado, contactos com investidores em roadshow e estabelecimento do range da oferta pública. Além de requerer muito tempo por parte da gestão, este processo implica o pagamento de fees que podem chegar a 7% da oferta, sendo ainda condicionados pelo ambiente geral do mercado, existindo *cold* e *hot IPO market periods*, sendo que, por outro lado, num IPO existem restrições. Assim, entre 6 meses a 1 ano existe um *lock-up period* no qual não é permitido aos vendedores, colocar no mercado ações adicionais.

Vendas	1980-1989	1990-1998	1999-2000	2001-2013
0 a 10 Milhões	10,30%	17,20%	68,90%	9%
10 a 20 Milhões	8,70%	18,70%	81,40%	12,40%
20 a 50 Milhões	7,80%	18,80%	75%	14,50%
50 a 100 Milhões	6,30%	12,90%	61,80%	20,30%
100 a 200 Milhões	5,10%	11,80%	35,80%	17,10%
Mais de 200 Milhões	3,40%	8,70%	25%	11,30%
Global	7,20%	14,80%	64,50%	13,60%
Nº IPO no Período	2044	3612	858	1546

Ilustração 126: tamanho das empresas alvo de IPO nos EUA em termos do valor das suas vendas, fonte: (Ritter, 2014)

IPO Pricing Relativamente ao File Price Range	Abaixo do Intervalo	Dentro do Intervalo	Acima do Intervalo
1980-1989	30%	57%	13%
1990-1998	27%	49%	24%
1999-2000	18%	38%	44%
2001-2013	35%	42%	23%
1980-2013	28%	49%	23%
Retorno Médio no 1º Dia de Negociação	Abaixo do Intervalo	Dentro do Intervalo	Acima do Intervalo
1980-1989	0%	6%	20%
1990-1998	4%	11%	31%
1999-2000	8%	26%	121%
2001-2013	3%	11%	33%
1980-2013	3%	11%	50%

Ilustração 127: retorno e pricing dos IPO nos EUA desde 1980, fonte: (Ritter, 2014)

Retorno	1980-1989	1990-1998	1999-2000	2001-2013
Inferior a 0%	14,80%	24,50%	51,90%	52,30%
Até 10%	18,10%	27,50%	52,20%	50,90%
Entre 10 e 60%	21,60%	40,80%	69,90%	73,10%
Acima de 60%	26,20%	76,50%	101%	146,20%
Total	17,60%	35,30%	75,50%	64,60%

Ilustração 128: ganhos em média no primeiro dia de negociação dos IPO nos EUA desde 1980, fonte: (Ritter, 2014)

Número de IPO entre 1980 e 2014 nos EUA

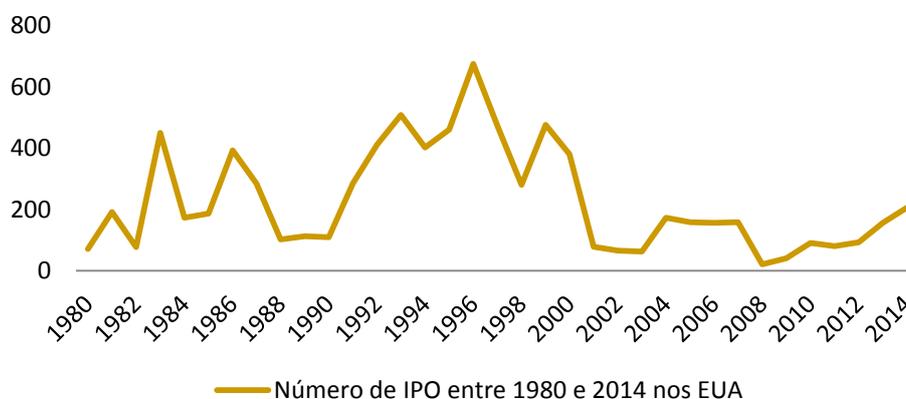


Ilustração 129: número de IPO nos EUA desde 1980, fonte: (Ritter 2014)

Aggregate Proceeds of US IPO's

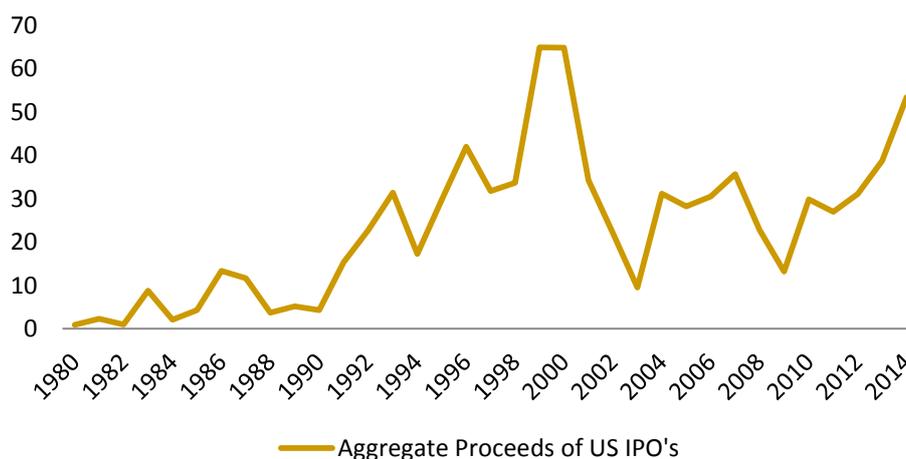


Ilustração 130: aggregate proceeds dos IPO nos EUA fonte: (Ritter, 2014)

A Dividend Recapitalization, que consiste na atribuição de um dividendo extraordinário aos fundos de PE, ocorre quando um investimento é difícil de colocar no mercado ou em algum investidor via Trade Sale ou Secondary Buyout. Por vezes, este instrumento é usado como uma forma rápida de obter rendimento imediato, por parte das empresas de PE, sendo exemplos deste tipo de estratégia a compra da Amadeus pela Cinven em 2007 e a compra da Warner Music em 2004 pelas Bain Capital, THL Partners e Providence Equity Partners.

10.4.5-Avaliação da Performance do Capital Investido em Transações LBO

Relativamente ao retorno para os detentores de capitais próprios, no contexto de um Leveraged Buyout, como no caso em apreço, (Loos, 2005) afirma que a mesma deve ser aferida de acordo com a seguinte fórmula no que concerne à taxa interna de rentabilidade do investimento efetuado:

$$IRR = \left(\frac{\text{Equity value exit}}{\text{Equity value entry}} \right)^{\frac{1}{\text{Holding period}}} - 1 \quad (1)$$

Em que:

O *equity value exit* = à soma do montante total realizado e não realizado no momento da saída

O *equity value entry* = Equity value investido pelo general partner

Holding period = data de saída - data de entrada

Além de calcular o retorno em termos de taxa interna de rentabilidade, importa também aferir de onde proveio a atribuição de valor: crescimento das vendas, aumento da margem EBITDA, aumento do múltiplo Enterprise value/ EBITDA a que o mercado avalia o setor, ou ao efeito da alavancagem; traduzindo-se este raciocínio na seguinte fórmula:

$$\begin{aligned} \text{Irr} = & \text{efeito do aumento das vendas na irr} \\ & + \text{efeito do aumento da margem EBITDA na irr} \\ & + \text{a expansão do múltiplo de avaliação } \frac{\text{EV}}{\text{EBITDA}} \text{ do setor na irr} \\ & + \text{efeito alavancagem na irr} \quad (2) \end{aligned}$$

Nesta fórmula, cada um destes 4 elementos é calculado do seguinte modo:

$$\text{Irr equity} = \sum (\text{Irr Equity}) \frac{\ln(1 + \text{CAGR}(\text{elemento em calculo}))}{\ln(1 + \text{CAGR}(E))} \quad (3)$$

No que concerne ao ganho total de capital, o mesmo pretende aferir o retorno dos investidores, calculado o valor da Equity no momento de saída do investimento com o custo de entrada e calcula-se do seguinte modo:

$$\text{ganho total de capital próprio} = \frac{\text{Equity value na saída}}{\text{Custo à entrada}} \quad (4)$$

Adicionalmente, importa saber, dado tratar-se de uma transação alavancada, que se caracteriza por elevados valores em termos de rácios dívida face ao total do capital investido na operação, se a mesma é uma mais-valia para os LP. Assim, o objetivo é compreender o efeito da alavancagem enquanto driver de criação de valor para os investidores num fundo que efetue investimentos do tipo Leveraged Buy-out; esta análise deve ser efetuada através da fórmula abaixo:

$$\text{efeito alavancagem} = \frac{\frac{\text{Valor equity saída}}{\text{Custo de Entrada}}}{\frac{\text{EV saída}}{\text{EV entrada}}} \quad (5)$$

Da fórmula acima mencionada, decorre outra mais geral que permite analisar por cada um dos 4 efeitos acima descritos na fórmula da IRR o impacto dos mesmos no ganho total de capital, através da fórmula:

$$\frac{\text{Valor de saída}}{\text{Custo entrada}} = (\text{ef. alavcagem}) \left(\frac{\text{vendas } S}{\text{vendas } E} \right) \left(\frac{\text{margem Ebitda } S}{\text{margem Ebitda } E} \right) \left(\frac{\frac{EV}{\text{Ebitda}S}}{\frac{EV}{\text{Ebitda}E}} \right) \quad (6)$$

Por outro lado, é possível obter os valores decorrentes da fórmula exposta acima em %, logaritmando a fórmula abaixo e dividindo todos os elementos por: $\ln(\text{Valor saída}/\text{Custo de entrada})$.

No que concerne ao retorno para os investidores ou Limited Parters em fundos de Private Equity que investem em LBO os retornos desde o começo dos fundos (Harris, Jenkinson, & Kaplan, 2013), são em média 22% superiores à performance do Índice S&P500 no período usado na comparação.

Desta forma, segundo o referido estudo, os investimentos por parte de PE em LBO nas décadas desde 1984 até 2008 tiveram um IRR médio de 15,7% e o investimento inicial foi multiplicado por 1,97x, sendo a comparação em termos líquidos de fees e de *carried intrest*, com o *public market equivalent* de 1,22x durante a totalidade dos investimentos o que equivale a 3,7% anualmente, dado que a duração média dos fundos analisados é de 5 anos, sendo que, aquando dos picos de influxos de recursos, como 2007 as IRR tendem a cair mais de 5%, existindo assim correlação negativa entre rentabilidade e picos de

investimento o que pode ser explicado por estes ocorrerem no final dos ciclos de crescimento dos mercados acionistas.

A fórmula abaixo permite obter a taxa interna de rentabilidade líquida ao descontar o *carried interest* ou lucro do promotor, que no caso da Blackstone Real Estate é de 20% em média à data de 31 de Dezembro de 2013, assim como as *management fees* que, à referida data e divisão, eram anualmente de 1,29%. Em termos brutos, é apenas calculado o valor da *equity* à saída e entrada, extraindo o retorno anual consoante o *holding period*.

$$\text{IRR gross} = \left(\frac{\text{equity value exit}}{\text{equity value entry}} \right)^{\frac{1}{\text{holding period}}} \quad (7)$$

$$\begin{aligned} \text{IRR net} = & \left(\left(\text{average invested capital} * (1 + \text{fund irr})^{\text{hp}} \right) * (1 - \text{carried interest}) \right. \\ & - \left(\text{average invested capital} * \text{holding period} \right. \\ & \left. \left. * \text{management fee} \right) \right) \\ & / \left(\text{average invested capital} \right)^{\frac{1}{\text{holding period}}} \quad (8) \end{aligned}$$

O excess return do investimento é obtido comparando a IRR líquida de fees e *carried interest* com o *benchmark* do setor, o *lodging index return* ou mais genericamente do S&P500.

10.5-Como Valorizar uma Empresa num IPO?

(Ritter & Moonchul, 1999) defendem que o uso de dados contabilísticos conjuntamente com o recurso a múltiplos de avaliação de empresas comparáveis é a prática corrente nos casos académicos de avaliação de empresas. No entanto, defendem os autores que o uso dos referidos rácios deve ser feito tendo por base as estimativas futuras desses mesmos rácios, por oposição ao uso de valores históricos, ajustados pelas perspetivas de rentabilidade e crescimento das empresas usadas como comparáveis.

Assim, mais do que focar o *per* ou *price-to-book* atuais, defendem os autores que se deve dar maior importância a rácios como o *forward per*, *market-to-book*, *market-cap-to-sales*, *price-to-sales* e rácios que relacionam o *enterprise value* (capitais próprios a valor de mercado+ dívida líquida) com o cash flow operacional.

Existem, no entanto, outros métodos de valorização como os *cash flows* descontados, que (Kaplan & Ruback, 1995), no contexto de transações com graus de alavancagem significativos ou recapitalizações, na generalidade dos casos, os preços dos negócios em questão se aproximaram das projeções de *cash flows* descontados. Desta forma, os autores concluem que neste tipo de transações este modo de avaliação tem um grau de precisão similar ao recurso a múltiplos como descrito anteriormente.

Uma conclusão importante, tendo em conta o objeto de estudo a aportar, é a constatação por parte de vários autores entre os quais (Van der Goot, 1997) de que as empresas cujos anteriores acionistas retêm uma maior percentagem após o IPO tendem a apresentar valorizações superiores face a cenários em que os acionistas pré IPO aproveitam o mesmo para reduzir significativamente as suas posições.

As empresas comparáveis selecionadas são do setor hoteleiro, cotadas em bolsa e que possuem um footprint geográfico e operacional similar ao da HW Holdings.

A avaliação por múltiplos pode ser afetada por diversos factores, nomeadamente: as expectativas de crescimento da economia, do setor e da empresa; o nível de taxas de juro; a intensidade de capital da empresa em causa, assim como a qualidade e *track record* da gestão. Além destes factores, o múltiplo aplicado na avaliação deve ser ajustado pelo facto de uma empresa estar cotada ou não em bolsa, pelas diferenças na estrutura de capital, diferenças de benefícios fiscais, diferenças de riscos operacionais, expurgadas de factores extraordinários nos ganhos, ou ainda ter em linha de conta a existência de responsabilidades com fundos de pensões de trabalhadores subfinanciadas.

No que concerne ao cálculo do retorno para os fundos de Private Equity, a *equity* comprometida com os fundos corresponde ao investimento inicial dos Limited Partners nos fundos, sendo o objetivo no LBO por parte do General Partner extrair o máximo de valor, aumentando o Enterprise value por via seja da redução de dívida, da expansão de atividade ou da melhoria da eficiência operacional.

10.5.1 Avaliação Por Intermédio de Discounted Cash Flows

Após obter os *free cash flows* de cada ano, os mesmos serão descontados a uma taxa, o WACC, que representa o custo ponderado do capital empregue na empresa. Deste modo, o custo da equity obtido por intermédio do *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) será ponderado pelo peso dos capitais próprios no total do financiamento da empresa. Quanto

à dívida, será ponderada na proporção de 100%, deduzida do peso da equity e tendo em conta o efeito fiscal da dívida que reduzirá o seu custo, na percentagem da taxa de impostos.

O valor de uma empresa, pelo método dos fluxos de caixa descontados, obtém-se estimando a capacidade de geração de caixa dos ativos da empresa em estudo, deduzindo ao valor total as responsabilidades perante acionistas minoritários e credores que a referida empresa assumiu. Deste modo, ao somatório dos fluxos de caixa atualizados para o momento presente pelo custo médio ponderado do capital, deve deduzir-se a dívida líquida, assim como os alugueres operacionais e os interesses minoritários, dado que a estes corresponde uma % do total dos fluxos de caixa gerados pelos ativos nos quais estes acionistas possuem participações.

$$\begin{aligned} \text{Valor da empresa atribuível aos acionistas} = \\ \Sigma \text{ cash flow futuros atualizados (FCFF)} - \text{dívida líquida} - \\ \text{minoritários (9)} \end{aligned}$$

O somatório dos cash flows atualizados obtém-se partindo do resultado operacional expurgado do gasto fiscal associado derivado da taxa e imposto em vigor, (*Noplat*), dado que este é o item financeiro mais próximo da atividade recorrente da empresa (Brealey, Myers, & Allen, 2010). Dado que o objetivo é apurar o valor dos cash flows associados aos ativos da empresa em estudo, os custos associados à dívida não são imputados, devendo imputar-se as despesas de investimento estimadas em cada ano, assim como os gastos fiscais e a variação de fundo de maneiio, somando o valor do capex.

$$\begin{aligned} \Sigma \text{ dos Cash flows atualizados (FCFF)} = \\ \Sigma \frac{\text{Noplat} - \text{Capex} - \text{variação do fundo de maneiio} + \text{Depreciações}}{(1 + \text{wacc})^n} \quad (10) \end{aligned}$$

A variação de fundo de maneiio é calculada pela diferença dos ativos e passivos correntes, sendo que uma empresa liberta cash flow quando os passivos crescem mais que os ativos correntes, financiando-se junto dos seus fornecedores. Ao invés, quando uma empresa possui um montante de inventários e clientes a crescer mais que os fornecedores, está a consumir fluxo de caixa.

$$\text{Working capital} = \text{current debt of the year} * (\text{current ratio} - 1) \quad (11)$$

$$\Delta Working\ capital = (wc\ n) - (wc\ n - 1) \quad (12)$$

O custo médio ponderado do capital ou WACC, é calculado (Brealey, Myers, & Allen, 2010) ponderando o custo das fontes de financiamento da empresa em estudo. Deste modo, é calculado o custo dos capitais por intermédio do CAPM, sabendo o custo das obrigações sem risco, normalmente as T-bills, o prémio de risco que o mercado acionista oferece, ou seja, a remuneração do mercado, RM deduzida da taxa sem risco RF, sendo este prémio multiplicado pelo β , que relaciona as variações das ações da empresa relativamente ao mercado.

$$wacc = Ke * \left(\frac{equity}{Enterprise\ value} \right) + \frac{Debt}{enterprise\ value} * (1 - t) * kd \quad (13)$$

$$Ke = rf + \beta * (rm - rf) \quad (14)$$

Caso a empresa em causa seja um REIT, o método mais adequado para a valorizar é o *Discounted Cash Flows Model*, devido ao facto dos dividendos equivalerem praticamente à totalidade do lucro.

$$Valor\ Empresa = \Sigma\ Dividendos\ Futuros\ Descontados + Cash\ Buildup \quad (15)$$

10.5.2 Avaliação Por Intermédio de Múltiplos

A avaliação de empresas por intermédio de múltiplos pressupõe a relação entre o valor de mercado da empresa a analisar e um indicador como os lucros o cash flow ou o EBITDA, sendo o múltiplo target aquele que atribuir um maior valor ao ativo objeto de estudo; deste modo, este múltiplo indica o máximo que um investidor racional estará disposto a pagar pelo ativo. Desta forma, de modo a ter aderência à realidade, esta relação deve ser lógica, sendo o indicador usado um driver do valor de mercado da totalidade do ativo em questão, tendo assim como características essenciais a simplicidade, a relevância e a usabilidade. Ao invés, os múltiplos apresentam desvantagens, como a excessiva simplicidade dado não incorporarem certas especificidades das empresas em análise. Por outro lado, os múltiplos estáticos, não conseguindo captar a evolução da empresa e dos seus competidores, são por isso, por vezes, uma métrica simples mas com problemas de comparabilidade.

Existem múltiplos relacionados com o valor da empresa ou *enterprise value*, havendo ainda múltiplos que apenas focam o valor do acionista, ou seja, o valor de mercado dos

capitais próprios da empresa. Os múltiplos associados ao *enterprise value* possuem diversas vantagens, além de permitirem focar apenas nos ativos operacionais core e não serem influenciados pela estrutura de capital das empresas analisadas; como o foco no EBITDA ou no cash flow operacional. Adicionalmente, itens como as diferenças entre políticas contabilísticas estão mais esbatidas e é mais fácil captar a essência da atividade corrente das empresas em estudo, existindo, deste modo, uma gama maior e mais abrangente de múltiplos. Os múltiplos associados aos capitais próprios como o *price to earnings* ou o *price to book* são mais familiares aos investidores e por isso universalmente usados na avaliação de empresas pelos mesmos.

O valor de um múltiplo de avaliação de empresas pode ser afetado por diferenças de qualidade contabilística, seja pela existência de diferentes normativos contabilísticos internacionais ou variações entre empresas no tratamento de itens como provisões depreciações, alugueres operacionais, fundos de pensões, lucro de empresas associadas, amortização do *goodwill* ou itens extraordinários. Este tipo de situações pode ser acompanhado por variações no cash flow ou nos lucros devido a efeitos não recorrentes, discrepâncias nos drivers de negócio, o facto dos mercados, por vezes, não serem completamente eficientes, existindo situações de *mispricing*, ou ainda pela sazonalidade que, por vezes, se verifica em alguns fundamentais das empresas como a dívida líquida e que impacta no cálculo de rácios associados ao *enterprise value*.

Em termos de comparação relativa, os múltiplos podem ser comparados face à sua média histórica ou face aos pares do setor em que a empresa se insere e ainda face ao conceito de múltiplo target, como enunciado anteriormente. Adicionalmente, os múltiplos podem ainda ser comparados ao seu driver de valor como o PER, ao crescimento dos lucros, o EV/EBITDA ao crescimento do EBITDA, o EV/IC ao roic ou o Price to book ao ROE.

10.5.2.1 Múltiplos Baseados no EV

Os múltiplos baseados no *enterprise value* relacionam diversas métricas com o valor total da empresa em causa incluindo a dívida líquida que a mesma possui além da *equity*, itens como esquemas de pensões não cobertos pelos ativos dos fundos, alugueres operacionais, esquemas de remuneração em ações são ajustados ao EV, deste modo é possível analisar o EV através dos seguintes múltiplos:

O rácio EV/Sales, tem a vantagem de permitir comparar empresas permitindo contornar as diferenças de políticas contabilísticas adotadas pelas mesmas. Assim, este rácio é

importante para analisar empresas cíclicas como a HW cujos resultados e cash flow variam muito, atendendo à fase do referido ciclo.

$$\frac{EV}{Sales} = \frac{roic - g}{roic * (wacc - g)} * (1 - t) * m \quad (16)$$

A vantagem do **EV/ Noplat** é o facto do mesmo ser uma forma mais elaborada do EBIT, dado que permite capturar eventuais vantagens fiscais que a empresa tenha, sendo que, apesar do cálculo do Noplat possuir um certo nível de imprevisibilidade, esta métrica, além de estar mais próxima do free cash flow que o EBITDA, permite ainda comparar eficazmente várias empresas, dado que inclui variações nas margens operacionais, e inclui, como mencionado anteriormente, a natureza fiscal das mesmas.

$$\frac{EV}{NOPLAT} = \frac{roic - g}{roic * (wacc - g)} \quad (17)$$

O **EV/Opfcf** é similar ao EV/Noplat com a diferença de que inclui a inflação do fundo de maneo, não inclui no entanto a diferença entre os gastos de capital e os gastos de capital de substituição.

$$\frac{EV}{Opfcf} = \frac{(roic - g)}{roic * (wacc - g)} * (1 - t) \quad (18)$$

O **EV/FCF** avalia a empresa em causa tendo por base o cash flow livre gerado que inclui relativamente ao Opfcf, inclui a totalidade das despesas de capital.. O cash flow livre pode ser usado para pagar dividendos, abater dívida ou efetuar investimentos;

$$\frac{EV}{FCF} = \frac{1}{wacc - g} \quad (19)$$

O **EV/IC** baseia-se no invested capital que é a soma da dívida remunerada incluindo a non-recourse debt da empresa em estudo e da equity; devendo estes itens ser consistentes com o cálculo efetuado para o enterprise value. Este rácio tem utilidade em setores de capital intensivo.

$$\frac{EV}{IC} = \frac{roic - g}{Wacc - g} \quad (20)$$

Este rácio não pode ser diretamente comparado com outras empresas cujas margens operacionais variem significativamente, sendo ainda impactado por diferentes políticas de reconhecimento de receita e pela volatilidade do valor das vendas.

O rácio **EV/EBITDA**, da família de rácios que foca o enterprise value, é provavelmente o mais usado, dada a sua simplicidade, e o facto do EBITDA poder ser tido como uma proxy do cash flow operacional, tendo este rácio, por se basear na referida proxy a vantagem de ser quase independente das políticas contabilísticas adotadas. Este rácio funciona bem comparando empresas com níveis similares de intensidade de capital, sendo afetado quando esta aumenta pelo que se deve utilizar em pares com níveis similares de intensidade de capital.

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{roic - g}{roic * (wacc - g)} * (1 - t) * (1 - d) \quad (21)$$

10.5.2.2 Múltiplos Baseados nos Capitais Próprios

Os múltiplos de avaliação com base nos capitais próprios baseiam-se no valor dos ativos da empresa atribuível aos acionistas da mesma.

O **price-to-earnings ratio** é o ratio de avaliação de investimentos mais usado, devido à sua simplicidade que consiste na divisão entre o preço da empresa e os lucros por ação. Deste modo, este rácio é suscetível de ser afetado por eventos não recorrentes e diferentes políticas contabilísticas pelo que deve ser usado tendo em conta resultados ajustados; existe ainda a limitação de não se aplicar corretamente quando uma empresa tem prejuízo; apresentando sinal negativo.

$$PER = \frac{roe - g}{roe * (coe - g)} \quad (22)$$

O **price-to-book ratio** relaciona o valor de mercado com o valor contabilístico de uma empresa, devendo ser aplicado em empresas nas quais os ativos tangíveis sejam uma importante fonte de receitas e de geração de resultados. Este rácio deve ser usado com precaução dado que existem diferentes políticas contabilísticas como, por exemplo, a não

permissão de revalorizações de ativos no normativo US GAAP, com impacto no valor dos ativos, sendo comum em empresas industriais a preponderância do custo histórico (Peter Suozzo; Stephen Cooper; Gillian Sutherland; Zhen Deng, 2001).

$$Price\ to\ Book = \frac{roe - g}{coe - g} \quad (23)$$

10.6-Plano de Dinamização

Ações antecedentes à discussão do caso em aula:

Distribuição do caso aos alunos acompanhado pelas demonstrações financeiras associadas à avaliação da HW e da MHI, de modo a que os mesmos possam conhecer em detalhe a empresa.

Na aula:

- Apresentação da HW e visualização do vídeo “HW Returns to NYSE” (5 minutos)
- Discussão da aceitação da oferta de compra da Hilton Hotels Corporation por parte dos fundos do The Blackstone Group, focando a valorização da empresa face aos concorrentes, as previsões existentes para o desempenho da empresa, e a situação dos mercados de real estate e lodging nos EUA na altura da operação (15 minutos)
- Análise das políticas de gestão adotadas num contexto de Private Equity por parte da gestão, questionando os alunos relativamente ao que fariam se tivessem que gerir uma empresa com o grau de leverage pós oferta e nas condições da Hilton (10 minutos)
- Análise da reestruturação de dívida ocorrida em 2010 e do contexto que levou à mesma, estudo da sua necessidade, assim como das consequências em termos de rentabilidade que a mesma trouxe aos credores. Perguntar aos alunos se fossem credores da empresa se aceitariam esta proposta e se veriam a necessidade da mesma. Verificar quanto terão afinal de contas ganho os credores nesta operação em termos anualizados (15 minutos)

- Discussão do SIPO, pricing e oportunidade do mesmo, tendo em conta a melhoria operacional da empresa e a fase do ciclo da indústria do Lodging nos EUA, analisar a estratégia de não venda no SIPO por parte da Blackstone (10 minutos)
- Discutir a avaliação da empresa, por DCF, Sum-of-the-parts e tendo em conta o peer EV/EBITDA, e o valor não atribuído na totalidade pelo mercado aos ativos imobiliários da empresa, analisando a avaliação por quarto. (25 minutos)

Aula 2:

- Associar essa avaliação à taxa de retorno líquida da operação para os investidores nos fundos BCP V e BREP VI, e enquadrar o referido retorno na estrutura de fees de um fundo de Private Equity (15 minutos)
- Discussão dos principais factores criadores de valor (5 minutos)
- Perspetivas para a Hilton no futuro imediato e desafios que a gestão enfrenta. Que estratégia, tendo em conta o ponto anterior, deve a Blackstone procurar seguir para alienar o resto da sua posição na Empresa (10 minutos)
- Análise da hipótese de criar um REIT com os ativos imobiliários da HW(10 minutos)
- Apresentação da MHI com o vídeo “Todo és possible” (5 minutos)
- Discussão da avaliação da MHI, métodos DCF, Sum-of-the-parts, peer EV/EBITDA e peer price-to-book, focando o valor não realizado pelo mercado dos ativos imobiliários da empresa (15 minutos)
- Análise e discussão dos 3 cenários propostos no caso no que concerne ao hipotético LBO, focando as diferenças entre os 2 múltiplos de saída escolhidos (15 minutos)

10.7-Questões a colocar

As questões-tipo a colocar no âmbito dos casos Blackstone at the Gates? Hilton LBO en Bãrbaros en la Puerta? La caída de Méliã Hotels International são:

1-Foi o preço pago pela Blackstone aos anteriores acionistas da HW adequado em face do mercado, e das perspetivas de rentabilidade da empresa?

2-Qual era o valor expectável da empresa 6 anos após a operação, atendendo às projeções de 2007 e assumindo um nível de dívida constante? Compare esse montante com a avaliação aquando do SIPO

3-Quais foram as principais políticas de gestão implementadas na empresa desde 2007 pela nova equipa diretiva? Consequências em termos de balance sheet e conta de resultados?

4-Qual foi a principal razão que levou à necessidade de reestruturar dívida: o aumento da alavancagem, variações de performance no setor, na empresa, ou alterações nas taxas de juro associadas à dívida?

5-Teria mesmo sido necessário reestruturar dívida e converter créditos em capital? Deveriam as características deste setor ter sido tidas em conta pela Blackstone, aquando da estruturação da operação?

6-Terão os credores transferido riqueza para os fundos BCP V e BREP VI e, consequentemente, para os investidores dos mesmos? Qual foi o retorno dos credores nesta operação caso tenham mantido as ações até setembro de 2014?

7-Foram o momento escolhido e a valorização da empresa no SIPO adequados? Como foi valorizada a HW face aos pares no SIPO? (múltiplo pares SIPO)

8-Quanto vale a empresa no final de 2014 e por consequência a posição da Blackstone?

9-Qual foi o retorno dos Limited Partners que investiram nos fundos BCP V e BREP VI, atribuível a esta operação, ? Comente a oferta de ações efetuada pela Blackstone em novembro à luz do fair value da empresa. E o dos credores? qual foi, assumindo que mantiveram as suas posições até 19 de fevereiro de 2015? E a Blackstone quanto ganhou?

10-Que factores criaram mais valor, crescimento das vendas, margem EBITDA, a alavancagem, ou o múltiplo de avaliação do mercado? O impacto dos *tax shields* associados à dívida foi relevante?

11-A via escolhida para a saída do investimento poderia ter sido diferente?

12-Fará sentido a Hilton fazer um *spin-off* do segmento Owned and Leased sob a forma de um REIT?

13-Cotará a Meliá Hotels International a um preço justo?

14-É replicável no futuro uma operação deste tipo, LBO, neste setor, no caso da MHI? Estarão reunidas as condições? Qual o retorno de uma operação desse tipo no caso da Meliá?

10.8-Resolução das Questões

10.8.1-Foi o preço pago pela Blackstone aos anteriores acionistas da HW adequado em face do mercado, e das perspetivas de rentabilidade da empresa?

Em 2007, a decisão tomada pela gestão da Hilton Hotels Corporation foi provavelmente correta, atendendo ao preço 41,9% acima do fecho das ações anterior à oferta, associado ao múltiplo pelo EBITDA dos últimos 12 meses antes da oferta que superava a cotação de todos os concorrentes, exceto a Choice Hotels que possui um modelo focado na gestão e franchising, por oposição à Hilton Hotels Corporation cujo EBITDA, à data 53%, provinha do segmento de Owned and Leased, sendo que o EV/EBITDA 2008 E encontrava-se igualmente no intervalo superior da cotação dos pares, considerando a expectativa existente, por parte do mercado. Em termos do rácio *price-to-earnings*, tanto no ano de 2007 como o esperado para 2008 ao rondar as 40 e 30 vezes respetivamente, valor que era muito superior a qualquer concorrente, o que legitima a opção tomada pela então gestão da Hilton Hotels Corporation. O prémio associado a esta operação compara favoravelmente com os 28% pagos pela Fairmont e os 19% que a Blackstone ofereceu como extra relativamente à cotação da Wyndham, antes da aquisição da mesma.

	Máximo	Média	Mediana	Mínimo	Projeções Hilton	
					Gestão	Mercado
Buyouts Forward Ebitda x	17,3	13,4	13,5	10,8	14,6	13,8

Ilustração 131: buyouts no setor hoteleiro, fonte: Sec Filling

Ano	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
EBITDA projecção UBS	1603	1798	2075	2335	2606	2873	3046
EBITDA real	1580	1703	1211	1564	1753	1953	2210
%	98,57%	94,72%	58,36%	66,98%	67,27%	67,98%	72,55%

Ilustração 132: projeções da UBS para o EBITDA da Hilton Hotels Corporation à data do LBO, fonte: Sec Filling

No que concerne às transações similares efetuadas no setor hoteleiro (LBO), verifica-se, que apesar do múltiplo pago pelo forward EBITDA ser inferior ao máximo de 17,3 x, e atendendo às projeções da gestão e dos analistas de mercado que o preço pago se encontrava claramente acima da média das operações equivalentes, o que conjuntamente com os dados anteriores confirma a ideia de que o preço pago, foi adequado, até porque as projeções mais imediatas de geração de EBITDA não se materializaram, devido à crise do *subprime*, levando a empresa a ter que renegociar compromissos com os credores após o LBO.

Empresa	Share price	Market cap	Total debt	LTM Ebitda	EV/Ebitda	EV
Marriot	42,77	16,706	2284	1379	13,8	19000
Starwood	67,77	14427	2606	1180	14,3	16874
Wyndham	36,26	6610	3122	837	11,4	9568
Choice	39,52	2613	184	177	15,6	2762
Hilton	33,47	13045	5768	1680	12,2	20749
Prémio	47,5	19400	5767	1680	14,98	25167
	41,9%					

Ilustração 133: EV/EBITDA das empresas do setor hoteleiro norte-americanas aquando do SIPO da Hilton, fonte: Bloomberg Professional Platform

Além do momento da oferta se enquadrar numa tendência de aceleração do número de SIPO com 157 operações efetuadas em 2013, o que equivale a níveis de 2007, ou seja, pré-crise do Subprime. Verifica-se adicionalmente que o múltiplo EV/EBITDA associado ao *pricing* do SIPO da HW foi superior ao dos principais concorrentes com a exceção da Choice Hotels que assenta num modelo 100% *asset light* que, atualmente, representa o paradigma que a Hilton pretende continuar a implementar. Se comparado o referido múltiplo com o pago em 2007, verifica-se que são similares pelo que a Blackstone conseguiu vender no SIPO ao múltiplo EV/EBITDA de 0,91 vezes que pagou, tendo feito crescer o EBITDA em 6 anos de 1580 milhões para 2210 milhões. Desta forma, apesar do preço da oferta não representar todo o potencial valor da empresa, tanto em termos de múltiplos intrínsecos como por via de avaliação por DCF, pode-se considerar positivo para os fundos BCP V E BREP VI, dado que os mesmos não alienaram ações na oferta e conseguiram colocar o ativo com um valor de mercado acima da generalidade dos pares.

10.8.2-Qual era o valor expectável da empresa 6 anos após a operação, atendendo às projeções de 2007 e assumindo um nível de dívida constante?

Compare esse montante com a avaliação aquando do SIPO

Hilton	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
EBITDA	1603	1798	2075	2335	2606	2873	3046
D&A	450	433	500	562	627	692	733
EBIT	1153	1365	1575	1773	1979	2181	2313
Senior Debt	724	724	724	724	724	724	724
Junior Debt	1151	1151	1151	1151	1151	1151	1151
EBT	-723	-511	-300	-103	103	306	437
Tax	-246,45	-174,10	-102,38	-35,06	35,10	104,23	149,02
RL	-476	-336	-198	-68	68	201	288
Enterprise Value 2013							45630
Equity Value							24830
Multiplo Pago em 2007	14,98						
Desconto Asset light D&A	4%						
Rácio D&A /EBITDA	24,1%						

Dívida compensada com vendas de ativos ou participações, tudo o resto é reinvestido

Ilustração 134: cenário de evolução e avaliação da Hilton Hotels Corporation tendo por base o múltiplo pago em 2007, fonte: SEC Filing Hilton Hotels Corporation LBO, fonte: candidato

Aquando da operação e tendo por base as estimativas da UBS, era expectável, assumindo uma queda anual das D&A de 4% decorrente da alteração do modelo de negócio conjuntamente com a inexistência de ganhos financeiros que, em 2013, a empresa tivesse um *enterprise value* de 45600 milhões de USD, ascendendo a Equity a 24830 milhões de USD, valor que compara com os 20 USD a que o SIPO foi efetuado. Deste modo, ao assumir-se que o capital da empresa é representado por 987 milhões de ações, verifica-se que a valorização da empresa aquando do SIPO foi de 19740 milhões de USD, ou seja, inferior em 5150 milhões de USD, o que se deve a um menor nível de EBITDA relativamente às previsões da UBS efetuadas em 2007 que não assumiam uma queda do ciclo, associadas ao facto dos IPO normalmente terem associados aos mesmos um fenómeno de Underpricing.

Esta diferença é explicada pelo facto do EBITDA de 2013 ser inferior em mais de 800 milhões de USD relativamente à estimativa inicial, tendo esta derrapagem sido parcialmente compensada pela redução da dívida líquida, como consequência do foco na eficiência por parte da gestão, aliada à reestruturação efetuada em 2010, tendo a dívida líquida sido reduzida para 13270 milhões de USD, aquando do IPO, relativamente ao montante inicial de 20600 milhões de USD.

10.8.3-Quais foram as principais políticas de gestão implementadas na empresa desde 2007 pela nova equipa diretiva? Consequências em termos de balance sheet e conta de resultados?

Hilton	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Custos Segmentos M USD	4018	4010	3548	3643	3901	3988	3877
% vs 2007		99,80%	88,30%	90,67%	97,09%	99,25%	96,49%
Diferença M USD		-8	-470	-375	-117	-30	-141

Ilustração 135: foco no corte de custos por parte da gestão de Christopher Nassetta, fonte: HW SIPO SEC Filing

Em termos de conta de exploração, a estratégia da gestão de cortar nas equipas de gestão, aumentar a comunicabilidade e realocar os headquarters produziu os resultados esperados com uma forte contenção de custos num período em que a empresa expandiu o seu número de quartos em 36%, tendo sido assinalável que, após 6 anos, mesmo tendo crescido por via de fees, uma empresa maior tenha conseguido sempre ter custos inferiores ao ponto de partida, o que prova que a Blackstone estava certa ao identificar a Hilton como um alvo natural de LBO, não só pelo facto do imobiliário que detinha não estar justamente valorizado pelo mercado, mas também devido às possibilidades de corte de custos que se vieram efetivamente a materializar.

O EBITDA da empresa, que cresceu de 1580 milhões de USD em 2007 para 2210 milhões de USD em 2013, crescimento esse que derivou do aumento de 5% do peso do segmento Franchise and Managed, da melhoria das margens e do aumento das receitas de cerca de 8000 milhões em 2007 para 9735 milhões de USD em 2013 fruto da aposta num modelo asset light, que permitiu crescer com um gasto de Capex mínimo de 97 milhões de USD que em 2013 significou 465 milhões de USD adicionais em termos de EBITDA no segmento de Franchise and Managed.

Relativamente ao balanço, o lado dos ativos reflete a estratégia seguida pela empresa de não investir em novos hotéis próprios, tendo decaído entre 2008 e a data do SIPO cerca de 4 mil milhões de USD ou cerca de 13%, resultando esta queda principalmente das depreciações associadas aos ativos fixos existentes ao longo dos anos em que a empresa esteve fora de bolsa. No que concerne à comparação entre 2007 e os demais anos, o ativo caiu cerca de 11 mil milhões de USD, devido a uma imparidade de Goodwill registada

em 2008 na sequência do não cumprimento das expectativas iniciais de crescimento do negócio e da redução do cash, que inicialmente era de 1659 milhões de USD, para menos de 45% desse montante, a partir de 2008.

O passivo do grupo em 2007 aumentou relativamente a 2006 em 12 mil milhões de USD, devido essencialmente ao aumento da dívida de longo prazo de 6,5 mil milhões de USD para 21 mil milhões de USD que resultou diretamente do aumento da dívida assumida como resultado do LBO, tendo aumentado os passivos por impostos diferidos de 2 mil milhões para 7,5 mil milhões de USD, como resultado da reavaliação dos ativos da empresa, como as marcas, os ativos fixos e os intangíveis amortizáveis na sequência do LBO.

No que concerne à trajetória da dívida após o LBO, a mesma reflectiu o facto do mercado do *lodging* ter caído, o que, em combinação com a elevada carga financeira, impossibilitou a redução da dívida líquida em 2008 e 2009, o que levou a uma renegociação de passivo em 2010 que reduziu a dívida bruta para menos de 17 mil milhões de USD, tendo a posterior redução ocorrido por via da menor carga financeira e da melhoria do EBITDA.

10.8.4- Qual foi a principal razão que levou à necessidade de reestruturar dívida: o aumento da alavancagem, variações de performance no setor, na empresa, ou alterações nas taxas de juro associadas à dívida?

Analisando a variação do EBITDA da empresa entre 2007 e 2009, conclui-se (Andrade & Kaplan, 1998) que a empresa foi capaz de bater a performance que teria com a média da margem EBITDA dos concorrentes em 14,89% pelo que não foi esta a causa do distress, comparando o EBITDA obtido de 1211 milhões de USD, com o esperado de acordo com a média do setor de 976 milhões. Deste modo, verificou-se que a carga financeira ao passar de 22,3% do EBITDA para 154,89% em 2009 foi a grande responsável pela situação de distress, ao registar um aumento que correspondia a 1,32 x o EBITDA de 2009. Combinando os 3 efeitos a carga financeira (-154,89%), a cilicidade (-31,14%) e a performance face à indústria (+14,85%), verifica-se que, em 2009, o somatório dos 3 efeitos descritos correspondeu a 148% do EBITDA do ano em apreço, o que tornou a reestruturação quase inevitável, pois a carga financeira da Hilton em 2009 foi superior ao EBITDA em 395 milhões de USD. Apesar de ser possível argumentar que a empresa após 2010 voltou a ter um nível de EBITDA suficiente para cobrir o serviço

de dívida à luz dos dados disponíveis em 2010 e em face do elevado grau de alavancagem da empresa, a decisão tomada foi adequada por parte de ambas as partes envolvidas.

Receitas	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Variação Anualizada
Hilton	8665	8875	7576	8068	8783	9276	9735	1,96%
Variação Y-o-Y		2,42%	-14,64%	6,49%	8,86%	5,61%	4,95%	
Marriot inclui Vacations	12990	12879	10908	11691	12317	12674	13674	0,86%
Starwood	5999	5754	4756	5071	6624	6321	6115	0,32%
Choice	615	642	564	596	639	692	725	2,78%
Pares		-1,68%	-15,81%	6,96%	12,80%	0,55%	4,20%	1,32%
Ebitda	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Variação Anualizada
Hilton	1580	1703	1211	1564	1753	1956	2210	5,75%
Marriot	1580	1298	898	885	992	1262	1410	-1,88%
Starwood	1356	1157	793	879	1032	1220	1263	-1,18%
Choice	198	200	164	171	180	201	204	0,50%
Pares		-15,28%	-30,13%	4,31%	13,90%	21,73%	7,23%	-0,85%
Margem Ebitda Hilton	18,23%	19,19%	15,98%	19,39%	19,96%	21,09%	22,70%	3,72%
Margem Ebitda Setor	16,68%	15,48%	12,88%	13,76%	13,95%	16,02%	16,82%	0,14%
Ebitda Hilton C/ Margem Setor	1445	1374	976	1110	1225	1486	1637	
Diferença	135	329	235	454	528	470	573	
Variação Face Ano Anterior		123	-492	353	189	203	254	
Industria vs Empresa			14,89%					
Ciclicidade			-31,14%					
Juros Anteriores			22,30%					
Juros Atual			154,89%					
Diferença Carga Juros			1606					
Carga Juros 2009			132,60%					
% Sobre EBITDA Ceteris Paribus			-148,85%					

Ilustração 136: análise dos factores que levaram a Hilton a renegociar a dívida, fonte: HW SIPO SEC Filing, fonte: Annual Reports pares da HW

10.8.5-Teria mesmo sido necessário reestruturar dívida e converter créditos em capital? Deveriam as características deste setor ter sido tidas em conta pela Blackstone, aquando da estruturação da operação?

Os credores, aquando da aceitação da proposta de reestruturação de dívida, detinham dívida de uma empresa cuja dívida líquida era 17 vezes o seu EBITDA, sendo a carga financeira estimada superior ao mesmo em 395 milhões de USD, tendo estes dados financeiros na sua génese um contexto do setor complicado com quedas acentuadas do Revpar e da procura em 2008 e 2009. Deste modo, à luz dos dados existentes na altura a situação financeira da Hilton era extremamente complicada, devido ao elevado passivo resultante do LBO em 2007, pelo que essa carga conjugada com um mercado em queda acentuada faziam pairar um espectro de default sobre a empresa, pelo que, analisando à luz dos dados disponíveis em 2010, os credores fizeram bem em aceitar converter dívida em capital e fazer um desconto à Hilton na recompra de passivo de modo a que a estrutura

de capital da empresa com um nível de net debt /EBITDA a rondar as 10,5 vezes no final do referido ano já estaria mais equilibrada, podendo ainda os credores ganhar com a melhoria dos fundamentais do setor e, por consequência, com impacto positivo na HW como se veio, de facto, a verificar.

10.8.6-Terão os credores transferido riqueza para os fundos BCP V e BREP VI e, conseqüentemente, para os investidores dos mesmos? Qual foi o retorno dos credores nesta operação, caso tenham mantido as ações até setembro de 2014?

Credores	
Bloco Goldman valor em 2010	443
Valor Goldman em Fevereiro 2014	1474
Taxa de Retorno Anual	28,46%
Valor Ações Convertidas em 2010	2100
Valor do bloco a 29-10	5719
% do Bloco no Total	23,83%
Numero de Ações Vendidas no IPO (milhões)	65641024
% Vendida no Ipo	7,10%
Total Ações Convertidas (Milhões)	220294260,8
Valor IPO (Milhões USD)	1312820480
Valor Resto Bloco (19-2-2015) (Milhões USD)	3866330919
Total	5179
Dívida Restante antes do IPO e Refinancing	15000
Divida Paga desde 2007	2500
Total	22679
Montante Inicial	20600
Montante Atual se Reinvestido	35320

Ilustração 137: ações detidas pelos credores da HW, fonte: Bloomberg Businessweek

Taxas & Montantes	
Junior Debt	11536
Senior Debt	9264
Equity	5700
Tax Rate	34,10%
Libor inicio	5,07%
Junior Debt Margem	4,91%
Senior Debt Margem	2,75%
Junior Debt Term Taxa	9,98%
Senior Debt Taxa	7,82%
Taxa Ponderada até 2010	9,02%
Libor Abril 2010 3m	0,30%
Junior Debt taxa	5,21%
Senior Debt taxa	3,05%
Junior Debt	9436
Senior Debt	7464
Montante Dívida Inicial	3900
Montante Convertido	2100
Montante Comprado	819

Ilustração 138: taxas e montantes da dívida detida pelos credores, fonte: candidato

Juros	
Juros Cobrados Normalmente	6565
Juros Cobrados Nova Versão	2517
Ganho Capital mid term	2724
Montante Comprado mid term	907
Criação de Valor para Credores Mid Term	-417

Ilustração 139: juros cobrados após 2010 pelos credores da HW, fonte: candidato

Retorno Credores	
Retorno total Anual Credores	7,78%
Apreciação do Capital Anual	1,62%
Taxa Média de Juro	6,16%
Taxa até 2010	9,02%
Taxa após 2010	4%

Ilustração 140: retorno dos credores no LBO, fonte: candidato

Retorno % Até e Após 2010	3%	4%	5%	6%	7%
7%	6,29%	6,57%	7,28%	8,15%	9,10%
8%	6,70%	6,75%	7,35%	8,18%	9,11%
9%	7,12%	6,92%	7,42%	8,21%	9,12%
10%	7,54%	7,09%	7,49%	8,24%	9,14%
11%	7,95%	7,27%	7,56%	8,27%	9,15%

Retorno % Até e Após 2010	3%	4%	5%	6%	7%
7%	1295	1354	1499	1679	1874
8%	1381	1390	1514	1685	1877
9%	1467	1425	1528	1692	1880
10%	1553	1461	1543	1698	1882
11%	1638	1497	1558	1704	1885

Ilustração 141: retorno da dívida associada ao LBO da HW % de rentabilidade e em valor anual recebido, fonte: Bloomberg Businessweek, candidato

O retorno da operação em termos anualizados cifrou-se em 7,78% que derivam 6,16% dos juros diretamente recebidos e 1,62% que provêm da valorização total do capital inicialmente emprestado por via da valorização da tranche de dívida convertida em capital, em Abril de 2010.

Efetivamente, assumindo a capitalização dos valores recebidos para efeitos de atualização para o ponto médio temporal entre abril de 2010 e a data de 30 de outubro de 2014, verifica-se que os credores perderam relativamente à situação inicial, em termos da sua remuneração, 417 milhões de USD nesta segunda fase do LBO, tomando como referência o recebimento de juros até à data do SIPO, pois a dívida nesse momento terá sido renegociada. Deste modo, as perdas foram atenuadas pela revalorização da participação com que os credores ficaram na empresa desde 2010, assim tomando como referência a revalorização da participação da Goldman Sachs, verifica-se que o valor da participação na empresa mais que triplicou. No entanto, os credores obtiveram retornos manifestamente inferiores aos investidores dos fundos BCP V e BREP VI, ficando demonstrado pela análise de sensibilidade que, ao aceitarem renegociar num contexto de queda da *libor*, seriam sempre prejudicados face à situação inicial, verificando-se, através da análise de sensibilidade, que, mesmo que tivessem exigido uma taxa superior no início da operação, caso a renegociassem, obteriam sempre uma taxa de rentabilidade inferior à dos LP dos fundos BCP V e BREP VI em termos líquidos.

10.8.7-Foram o momento escolhido e a valorização da empresa no SIPO adequados? Como foi valorizada a HW face aos pares no SIPO? (múltiplo pares SIPO)

O SIPO decorreu em 2013, após 3 anos e meio de melhoria do ciclo da indústria nos EUA, traduzido em aumentos constantes do revpar em termos interanuais, num momento em que a valorização das empresas do setor hoteleiro em termos do rácio EV/EBITDA estava em crescendo; tendo adicionalmente em conta que o número e os montantes envolvidos em IPO's nos EUA mostravam uma recuperação substancial relativamente a mínimos de 2008, pelo que se pode considerar o momento adequado. Por outro lado, se atentarmos ao múltiplo a que a Hilton foi colocada no mercado e o compararmos com os dos concorrentes à data do SIPO, verifica-se que a Blackstone e os credores conseguiram colocar a empresa com um múltiplo superior ao dos demais concorrentes exceto a Choice Hotels International, que é uma empresa exclusivamente focada no segmento de Franchise and Managed, com uma valorização tendencialmente superior por parte do mercado, por oposição à Hilton onde o segmento de Owned and Leased tem um peso muito importante.

Por outro lado a Blackstone ao não vender no IPO conseguiu dar um preço de mercado a um ativo, para depois alienar a sua participação no mesmo a preços superiores dentro da fase positiva do ciclo do setor hoteleiro ao do IPO, tendo desta forma o IPO cumprido os objetivos da Blackstone, no que concerne a ter o ativo com visibilidade avaliado a valores de mercado, factores necessários para efetuar a saída de um investimento desta dimensão.

09/12/2013	2013 Net debt	2013 EBITDA	2013 Equity	2013 EV	2013 EV/EBITDA
Marriot	3027	1452	13927	16954	11,68
Starwood	1120	1220	13943	15063	12,35
Choice	610	204	2731	3341	16,38
Hyatt	1069	680	7437	8506	12,51
Média					13,23
Hilton IPO	13270	2210	19740	33010	14,94

Ilustração 142: EV/EBITDA das empresas do setor hoteleiro norte-americanas aquando do SIPO da Hilton, fonte: Bloomberg Professional Platform

10.8.8 - Quanto vale a empresa no final de 2014 e por consequência a posição da Blackstone na mesma?

Assumindo o reinvestimento ocorrido do montante proveniente da venda do Waldorf Astoria NY em hotéis de 5 estrelas a preço de mercado, um ciclo negativo em 2018/2019 e um programa de recompra de ações que se iniciará em 2016 condicionado ao facto da dívida líquida não exceder o EBITDA esperado para 2020 em mais de 3,24 vezes, a HW vale 33,09 USD por ação ou 34,90 USD, se forem tidas em conta as mais-valias potenciais associadas ao *portfolio* imobiliárias, através do método de Discounted Cash Flows, incluindo as mais-valias provenientes da venda do hotel Waldorf Astoria NY. Assim, assumindo um g de 3,75%, que deriva em 1,08% do crescimento da oferta hoteleira e em 2,77% do crescimento do revpar de acordo com os pressupostos expressos nas imagens. Este valor que inclui no cálculo da dívida líquida a non recourse debt corresponde para o ano de 2014 a um nível de Free Cash Flow Yield de 5,85%.

Custo do Capital	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020 Perpetuidade	
WACC	6,00%	6,32%	6,57%	6,65%	6,72%	6,69%	6,70%	6,77%	6,84%
KE	8,56%	8,56%	8,56%	8,56%	8,56%	8,56%	8,56%	8,56%	8,56%
β	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05
Rm-rf Damodaran	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
Rf US 10 year Treasury	2,24%	2,24%	2,24%	2,24%	2,24%	2,24%	2,24%	2,24%	2,24%
Taxa de imposto	34,10%	34,10%	34,10%	34,10%	34,10%	34,10%	34,10%	34,10%	34,10%
KD Average	4,93%	4,93%	4,93%	4,93%	4,93%	4,93%	4,93%	4,93%	4,93%
Debt/EV	48,29%	42,13%	37,52%	36,02%	34,70%	35,30%	35,08%	33,77%	32,45%
Pension Deficit	138	204	204	204	204	204	204	204	204
Non Recourse Debt	920	752	752	752	752	752	752	752	752
Employee Compensation	147	103	103	103	103	103	103	103	103
H honours	314	383	383	383	383	383	383	383	383
Other Debt	1519	1442	1442	1442	1442	1442	1442	1442	1442
Dívida Longo Prazo	13270	11846	10819	10602	10355	10181	10081	9958	9776
Net debt/EBITDA	6,00	4,72	3,73	3,23	3,00	4,56	4,95	3,87	3,24

Ilustração 143: custo do capital prospetivo da HW, fonte: candidato

Hilton Worldwide	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Perpetuidade
Vendas	9735	10769	12044	12962	13278	11174	10760	12093	12881
Crescimento Vendas %	4,95%	10,62%	11,84%	7,63%	2,43%	-15,85%	-3,70%	12,38%	6,52%
Varição do Revpar Franchise and Managed	4,60%	7,25%	7,00%	6,00%	2,00%	-12,00%	-4,00%	11,00%	5,00%
EBITDA	2210	2488	2824	3085	3120	2011	1829	2358	2769
Margem EBITDA	22,70%	23,10%	23,45%	23,80%	23,50%	18,00%	17,00%	19,50%	21,50%
NOPLAT	726	1267	1496	1672	1697	968	848	1195	1464
CAPEX	380	399	443	492	516	542	569	598	627
Crescimento do CAPEX	4%	4%	10%	10%	4%	4%	4%	4%	4%
Varição Working Capital		37	46	33	11	-76	-15	48	29
Depreciações	603	565	554	545	540	537	536	536	538
Minoritários			16	16	17	17	17	18	18
Free Cash Flow to the Firm Adjusted	971	1385	1561	1737	1800	931	843	1189	1425
Custos Financeiros	640	526	513	462	452	439	431	426	420
FCFE		859	1073	1307	1382	525	446	798	1041
Recompra 80% do FCFE após 2016		0	0	1045	1105	420	357	638	832
Abate de Dívida		859	1073	261	276	105	89	160	208
FCF Atualizados		1385	1488	1555	1508	744	634	826	31399
Nº Ações Início Período	987	987	987	987	952	919	905	892	870
Preço Recompra Assumindo G Cíclico de 8%	24	26	28	30	33	30	28	30	32
Nº Ações Recomproudas		0	0	35	34	14	13	21	26
Nº Ações Final Período	987	987	987	952	919	905	892	870	844
FCF / Acção Atualizados		1,40	1,51	1,63	1,64	0,82	0,71	0,95	37,18
Período		0	1	2	3	4	5	6	7
Free Cash Flow Yield 24-10-2014		5,85%							

Ilustração 144: free cash flow analysis da HW, fonte: candidato

Value	
Crescimento Oferta	1,08%
G	3,75%
Net debt	11214
Firm value	48617
Equity value	36694
Numero Ações Atual	987
FCF por Acção	44,45
Dívida por Acção	11,36
Valor por Acção Incluindo Venda dos Ativos Imobiliários NAV	34,90
Valor por Acção	33,09

Ilustração 145: avaliação da HW através do método de Discounted Cash Flows, fonte: candidato

Analisando a Hilton através da soma das partes, tomando como empresas comparáveis para o segmento de *franchising* a Choice Hotels e para o segmento de Timeshare a Marriot Vacations Worldwide, verifica-se que o valor da Hilton é de 40,78 USD, incluindo as mais-valias latentes no imobiliário hoteleiro que a empresa detém ou 34,63 USD excluindo as mesmas, cifrando-se o unlocked value do imobiliário em 5,66 USD por ação, assumindo uma avaliação a um múltiplo de mercado de 13,5x o EBITDA gerado por este segmento.

Sum of the Parts	EBITDA	Peer Valuation	Value Per Key	Choice Hotels	Marriot Vacations Worldwide
Owned and leased	1111	Market Cap 30/10	N.D.	3165	2571
Franchise and Managed	1723	Net Debt	0	534	388
Timeshare	365	EV	21153,10	3699,00	2959,00
Corporate EBITDA	-302,29	EBITDA	1111,27	217,30	190,00
		EV (X)	19,04	17,02	15,57
		EV	21153	29335	5682

Ilustração 146: avaliação Sum-of-the-Parts da HW, fonte: candidato

EV Hilton	56171
Corporate	-4708
Net Debt	11214
Equity Value	40249
Nº acções	987,00
Valor por acção 2015 E	40,78
Desconto sem VPK	6,15
VPA sem VPK com EV O&L Peer	34,63

Ilustração 147: avaliação sum-of-the-parts com e sem a mais valia do imobiliário, fonte: candidato

A análise de sensibilidade associada à avaliação por DCF prova que o valor da empresa tende a subir significativamente, caso o crescimento seja 1 a 2% superior numa proporção superior à queda que teria em face de um menor crescimento da mesma amplitude, tendo uma menor importância o *cost of debt*.

	Terminal G					
	1,75%	2,75%	3,75%	4,75%	5,75%	
Cost of Debt	3,93%	20,3	26,56	37,13	58,84	128,76
	4,43%	19,34	29,6	35,06	54,75	114,17
	4,93%	18,42	23,96	33,09	51	101,86
	5,43%	17,53	22,75	31,24	47,53	91,44
	5,93%	16,68	21,6	29,49	44,33	82,44

Ilustração 148: análise de sensibilidade da avaliação por DCF da HW, fonte: candidato

Relativamente à análise aos múltiplos da empresa derivada dos fundamentais da mesma, verifica-se que o valor médio atribuído é de 22,66 USD, com os rácios associados ao Enterprise Value a compensarem a média obtida através o *per* e o *price-to-book* de 14,27 USD. A diferença de valorização entre os métodos Sum-of-the-Parts, DCF e os múltiplos

fundamentais deriva do facto dos rácios incorporarem um crescimento e número de ações constante, um nível de *capex* igual às depreciações e amortizações, e um ROIC 2015 E inferior ao de perpetuidade, não capturando a continuação previsível do atual ciclo, no que concerne à diferença entre rácios deriva do facto dos PER e P/B apenas se basearem no ROE, G e COE no seu cálculo, enquanto os Enterprise Value multiples incorporam o custo ponderado de capital, o que permite capturar a arbitragem eficazmente efetuada pela Blackstone ao alavancar a empresa entre os mercados de Debt e de Equity, capturando ainda a vantagem fiscal da dívida, sendo que adicionalmente nalguns rácios associados ao EV é incorporada a geração de cash flow por parte da HW, o que aumenta a valorização da empresa ao refletir a sua capacidade de geração de free cash flow.

Fundamental Multiples	Valor		Equity Value 2015 E	% Face à Avaliação por DCF	Preço por Ação USD
	Múltiplo 2015	Atribuído à Empresa (EV)			
PER	15,43	24299	14081	38%	12,70
Price to Book	2,25	24299	14081	38%	12,70
EV/ NOPLAT	24,12	33896	23678	65%	21,35
EV/Sales	2,81	33896	23678	65%	21,35
EV/EBITDA 2015 E	10,25	29703	19485	53%	17,57
EV/IC	1,98	33896	23678	65%	21,35
EV/OPFCF	15,89	42645	32427	88%	29,24
EV/FCF	35,41	38001	27783	76%	25,05
Average versus DCF		37106	22361	61%	20,16
G	3,75%				
Maintenance Capex 2015	60%				

Ilustração 149: avaliação da HW através dos múltiplos intrínsecos, fonte: candidato

EV/EBITDA Peer Group x Setembro 2014	14,60
EV	42299
Equity	33600
VPA EV/EBITDA Peer Group	34,04
Nº shares	987,00
VPA Average Fundamental Multiples	22,66
VPA Averte EBITDA Fundamental Multiples	25,45
VPA Average PER +P/B	14,27

Ilustração 150: comparação do valor atribuído através dos múltiplos com o obtido através do múltiplo EV/EBITDA associado aos pares 2015 E, fonte: candidato

Deste modo, se atentarmos ao equity value médio obtido através dos *fundamental multiples*, o mesmo é inferior em 10,43 USD por ação, do *fair value* derivado da análise

por *discounted cash flows*, podendo ser explicado o menor preço por ação devido à não implementação neste caso de uma política de share buybacks, usada na análise de DCF de modo a capturar a maximização de valor que a mesma aportava conjugada com níveis de dívida controlados, situação que a presente análise pretende realçar. Os múltiplos que apresentam valores mais elevados são os que incorporam a geração de cash flow operacional e livre por parte da HW, dado a mesma que é superior aos resultados operacional e líquido respetivamente.

No que concerne à análise do valor dos ativos imobiliários da empresa, a mesma foi efetuada tendo em conta o tipo de propriedades que a empresa possui e o valor por quarto das mesmas. Desta forma, as propriedades da empresa foram distinguidas entre *premium* (as 8 maiores) e não *premium* as demais, tendo sido atribuídos preços por quarto em linha com as estimativas da consultora HVS e os preços por quarto nas principais cidades dos EUA. Desta forma, foi comparado o múltiplo atual atribuído pelo mercado à empresa ao segmento de Owned and Leased com o somatório do valor dos hotéis detidos incluindo a venda do Waldorf Astoria NY, com as *operating e capital leases*, mais as *fees* que adviriam dos hotéis que passariam a ser geridos sob contrato. Após comparar o valor de mercado atribuído ao segmento com o valor intrínseco, conclui-se que existia um desconto de 6151 milhões de USD por parte do mercado, considerando um múltiplo de avaliação dos ativos referidos de 13,5 vezes o EBITDA gerado pelos mesmos ou de 1787 milhões de USD, tendo por base a análise de Discounted Cash Flows efetuada pelo candidato.

Principais Hotéis	
Waldorf NY (valor da venda em milhões USD)	1950
Novos Quartos	2761
Prime	Nº Quartos
Hilton Hawaiian Village	2680
Hilton New York	1981
Hilton San Francisco	1908
Hilton Chicago	1544
Hilton New Orleans Riverside	1622
Hilton Chicago O'Hare	1241
Hilton Wakiloa Village	860
Total	11836
Capacidade Regular	13387
Valor Total Segmento Propriedade	13223

Ilustração 151: valor do Waldorf Astoria NY e portfolio de quartos nas principais propriedades da HW

Leasing & Valor	
Capacidade Leasing	22658
Valor por Quarto Leasing	350000
EV Leased	7930
EV Capturado pela Hilton	4496
Operating Leases a Valor de Balanço	3286
Capital Leases a Valor de Balanço	148
EV Owned and Leased VPK	21153
EV Owned and Leased % of Firm Value DCF	19366
EV Owned and Leased Multiplo peer 13,5 x	15002
Média Desconto Peer	6151
Média Desconto DCF	1787
Preço Pago em 2007	26300
Hoteis a Valores Atuais em % Preço 2007	80,43%

Ilustração 152: segmento de leasing & valor do segmento de Owned and leased em termos do valor imobiliário das propriedades comparativamente ao seu valor de mercado, fonte: candidato

Joint Venture & Fees Globalidade	
Joint Venture Rooms	11839
% of Control	37,5%
EV JV	1776
Revpar Premium	200
Revpar Regular	145
Non Revpar Revenue	85%
Premium Revenue	1598
Revenue Regular	1311
Fee Premium Taxa	3%
Fee Regular Taxa	3%
Fees Premium	48
Fees Regular	39
Total	87
EV Fees	1269

Ilustração 153: quartos detidos em joint venture pela HW e fees geradas pela totalidade dos hotéis a alienar, fonte: candidato

Tendo em conta o exposto anteriormente a posição remanescente que os fundos BCPV e BREP VI detêm na empresa está avaliada entre os 12,2 mil milhões de USD derivados da avaliação por múltiplos fundamentais e os 22,2 mil milhões de USD obtidos através da avaliação da empresa pelo método sum-of-the-parts.

Posição Blackstone	544632363	Ações
DCF	18021884892	usd
Sum-of-the-parts	22209541599	usd
Fundamental Multiples	12205931148	usd
EV/EBITDA Peer	13447118315	usd
REIT	20583694382	usd

Ilustração 154: valor da posição remanescente dos fundos da Blackstone na empresa

10.8.9-Qual foi o retorno dos Limited Partners que investiram nos fundos BCP V e BREP VI, atribuível a esta operação, ? Comente a oferta de ações efetuada pela Blackstone em novembro à luz do fair value da empresa. E o dos credores ? qual foi assumindo que mantiveram as suas posições até 19 de fevereiro de 2015? E a Blackstone quanto ganhou?

Analisando as possibilidades de saída dos fundos da Blackstone, verifica-se que, excluindo as operações de colocação pública de junho e novembro de 2014, os fundos BCP V e BREP VI, além dos 207 milhões de ações que alienaram em 2014, poderiam ter alienado a sua posição a preços de SIPO, atendendo à sua justa valorização pelo método dos múltiplos intrínsecos, de discounted cash flows (DCF), ao valor dos quartos que detém, associando o valor de mercado das restantes fatias da empresa aos comparáveis Marriot Vacations Worldwide e Choice Hotels, ou ao preço de mercado a 19 de fevereiro. Em todos os cenários, são tomadas como adquiridas as ofertas públicas efetuadas em junho e novembro de 2014, aplicando-se apenas para a tranche que a Blackstone retém da empresa os cenários de valorização em estudo.

Desta forma, verificou-se que as ações vendidas no SIPO, além do desconto imediato do primeiro dia de negociação, como comprova o facto de terem ficado “left on the table” 1,50 USD por ação, foram alienadas a um preço inferior ao seu valor intrínseco. Assim, mesmo atendendo ao facto de terem passado 12 meses desde o SIPO, o valor da participação dos fundos da Blackstone, excetuando as parcelas alienadas em junho e novembro de 2014 em todos os cenários na empresa por qualquer canon de avaliação empregue, é superior relativamente aquele que teria correspondido a uma venda no SIPO.

	Entry 2007	Exit IPO	Exit Market Values	Exit DCF	Exit VPK	Exit Múltiplos
Equity Blackstone	5,7	16,0	20,7	23,07	34,21	17,38
EV	26,3	33,01	39,83	44,51	46,06	34,21
Ebitda	1,603	2,21	2,508			
Vendas	8,08	9,735	10,773			
Ebitda % vendas	19,84%	22,70%	23,28%			
EV/EBITDA	16,41	14,94	15,88			
Ganho Bruto		10,3	15,0			
Debt % EV	78,33%	40,20%	29,85%	26,72%	25,82%	34,75%

Ilustração 155: valores de entrada do LBO e valores possíveis de saída, fonte: candidato

Retorno Limited Partners	
Carried Intrest	20,0%
S&P500 Growth Rate	2,85%
S&P500 JUL 2007	1525
S&P500 DEC 2013	1805
Lodging Index Return JUL 07 DEC13	1,7%
IRR simples no IPO	13,79%
IRR Simples DCF Hoje	18,28%
IRR Múltiplos Interinsecos Hoje	13,62%
IRR Value Per Key	21,04%
Benchmark Prequin RE Máximo	19,60%
Benchmark Prequin Large Buyout Máximo	18,60%
Média S&P500	2,85%
Benchmark Prequin Large Buyout Média	8,70%
Benchmark Prequin RE Média	0,60%

Ilustração 156: retorno do investimento em termos de IRR nesta operação, fonte: candidato

Exit	IRR Efectiva	IRR Efetiva net of PME	IRR Net of SP 500	Excess of Average S&P 500 PME
IRR simples no IPO	9,17%	7,46%	6,32%	4,77%
IRR Simples DCF Hoje	14,13%	12,43%	11,28%	9,73%
IRR Múltiplos Interinsecos Hoje	9,46%	7,75%	6,61%	5,06%
IRR Value Per Key	16,89%	15,18%	14,04%	12,49%
IRR Exit Market Values	12,36%	10,65%	9,51%	7,96%

Ilustração 157: retorno em termos líquidos para os Limited Partners, fonte: candidato

Desta forma, procurou avaliar-se o retorno que os investidores dos fundos da Blackstone obteriam em cada um dos cenários propostos, em termos líquidos, descontando o *carried intrest* e as *management fees*, segundo a apresentação de resultados da empresa em 2013 que indicava valores de 20% e 1,29% para o tempo da operação e anualmente,

respetivamente. Deste modo, foi calculada a taxa interna de rentabilidade simples, focando apenas o retorno obtido pelos fundos, sendo a IRR efetiva já descontada do carried interest e das fees de gestão, tendo em conta os diferentes métodos de avaliação e assumindo que a Blackstone apenas efetuou a oferta pública de junho de 2014, detendo o resto da sua posição.

No entanto, o principal objetivo era comparar a rentabilidade obtida, com a performance do mercado, visando saber se foi compensador para os Limited Partners dos fundos da Blackstone este investimento enquanto gerador de valor em termos diferenciais, verificando-se que, no cenário otimizador de valor, no qual a Hilton venderia o imobiliário hoteleiro todo que detém, este investimento geraria mais 15,18% que o *logdging index* no mesmo período e mais 12,49 % que a performance média dos LBO relativamente ao S&P500, (Harris et al., 2013), revelando-se claramente criador de valor.

O cenário que mais valor cria, aquele que consiste na alienação do portfolio imobiliário e alienação do resto da posição ao justo valor da análise, apesar de ficar longe da IRR média dos LBO em real estate ao ter uma IRR efetiva de 16,89 %, que é ligeiramente mais de metade da média histórica deste segmento no valor de 29,2% e ligeiramente acima com a média da generalidade dos LBO de 15,7%, (Harris et al., 2013), relativamente a dados atuais da base de dados da Prequin, este LBO fica claramente acima das médias de IRR das classes Large LBO e Real estate com 8,7 e 0,6% ficando perto dos valores máximos de 18,6 e 19,6%, comparando desta forma positivamente com os 7,3% do fundo BCP V e 6,3% do fundo BREP VI, revelando-se, assim, uma mais-valia para o portfolio destes 2 fundos.

Relativamente à Blackstone, esta conseguiu capturar anualmente entre 4,72% e 4,15% do investimento efetuado pelos LP na Hilton Hotels Corporation dependendo do cenário de avaliação na saída do investimento por parte da empresa, o que, comparando com o retorno dos credores de 7,78%, implica que a Blackstone tenha obtido uma remuneração anual média entre os 53,3% e 60,6% daquela que os credores obtiveram. O que, tendo em conta que não arriscou de modo significativo capital na operação, se consubstancia num valor claramente positivo, se comparado com o retorno dos credores ponderado pelo riscos envolvidos, mesmo incluindo o risco reputacional que foi importante na pior fase desta operação.

Relativamente a Christopher Nassetta, este recebeu ações valorizadas à data do IPO em 149 milhões de USD, representando a sua posição acionista cerca de 0,785 % do capital da empresa, sendo claramente um vencedor desta operação, dado que o seu ordenado de 2,262 milhões de USD em 2013 consistiu num salário base de 850000 USD e num cash bônus de 1,290 milhões em 2013, sendo o restante despesas de representação.

Desta forma, Nassetta recebeu desde o início da operação até 2014 ações cujo valor de mercado de 220 milhões de USD equivale a 257 vezes à data de 19 de fevereiro de 2015 a sua remuneração base em 2013, podendo mesmo ser considerado em termos relativos um dos grandes vencedores desta operação, não só pelo impressionante múltiplo pela remuneração base anual que os prémios que obteve no passado em ações apresentam, mas também pela performance superior aos pares da indústria que a Hilton obteve sob a sua gestão.

10.8.10-Que factores criaram mais valor, crescimento das vendas, margem EBITDA, a alavancagem, ou o múltiplo de avaliação do mercado? O impacto dos *tax shields* associados à dívida foi relevante?

Verifica-se que o factor que mais criou valor neste LBO até ao momento do IPO com 2,09x, foi o recurso à alavancagem, pois, devido ao baixo montante investido em *equity* o crescimento do valor da empresa levou a que o valor final dos investidores relativamente ao valor investido fosse significativamente superior, apesar do múltiplo EV/EBITDA ter caído ligeiramente à data de 30 de outubro de 2014 o que se traduz num múltiplo de apenas 0,91x sobre o inicial. Verifica-se que o crescimento das vendas gerou 20% de valor adicional e a expansão da margem EBITDA em 14,42%, sendo estes 2 factores eminentemente operacionais os responsáveis conjuntamente com a alavancagem pelo MOIC de 2,63x do investimento efetuado pela Blackstone na empresa em 2007 e aquando da reestruturação de dívida, obtido ao multiplicar os 4 factores.

Dentro das 2,09 vezes associadas ao leverage importa realçar que a empresa obteve até 19 de fevereiro de 2015 e assumindo já a renegociação de dívida ocorrida em 2010, um múltiplo de 0,35 vezes relativo apenas ao valor obtido em poupança de imposto derivada dos custos financeiros adicionais incorridos pela empresa devido à alavancagem extra incorrida na sequência do LBO.

Efeitos	Leverage	Vendas	Margem EBITDA	Multiplo EV/EBITDA	Entry/ Valor Saída
Equity Entry/ Valor Saída	2,09	1,20	1,14	0,91	2,63

Ilustração 158: breakdown do MOIC da operação, fonte: candidato

10.8.11-A via escolhida para a saída do investimento poderia ter sido diferente?

A saída do investimento poderia ter sido feita por via de um Secondary Buyout, uma Dividend Recapitalization ou Trade Sale. No entanto, atendendo à dimensão e exposição pública deste ativo, a Blackstone, numa fase positiva do ciclo da indústria, com o mercado norte-americano em modo Bull Market e com a economia a recuperar, teve todo o interesse em colocar o ativo em bolsa, através de vendas de posições detidas por terceiros, alienando a sua posição maioritária após o mercado reconhecer o valor do mesmo com a consequente valorização das ações em bolsa. Esta opção por princípio gerou um retorno superior a uma venda em privado de um ativo que não teria preço de mercado atribuído, os únicos pontos positivos em face da solução executada seriam o evitar o dispêndio de tempo aliado a partilha de informação pública associada ao SIPO.

Relativamente às demais opções, a Dividend Recapitalization não se colocaria, pois, normalmente, a opção pela à mesma traduz-se como uma solução de recurso, quando as demais não são possíveis, como forma de obter algum rendimento do investimento efetuado; no que concerne ao *secondary buyout*, poucas empresas de Private Equity poderiam sequer possuir tal veleidade, tal o montante necessário para recomprar aquele que em 2007 tinha já sido um dos maiores investimentos em PE jamais efetuados, sendo duvidoso que a Blackstone aceitasse vender um dos seus investimentos cartaz aos seus concorrentes diretos, os únicos com capacidade para levantar capital para uma operação desse género. No que concerne à *trade sale*, seria necessário que o comprador tivesse uma forte estrutura financeira, atendendo a que a valorização do SIPO atribuída à Hilton um Enterprise Value a rondar os 33 mil milhões de USD, não sendo líquido que a Blackstone pretendesse alienar a sua posição maioritária por esse valor dado que no SIPO não vendeu, pelo que uma saída deste tipo parece ser dificilmente exequível.

10.8.12 -Fará sentido a Hilton fazer um *spin-off* do segmento Owned and Leased sob a forma de um REIT?

Atendendo ao facto da avaliação Sum-of-the-parts da HW atribuir um valor superior à empresa relativamente ao preço de mercado e ao valor resultante da análise dos Discounted Cash Flows da empresa devido ao unlocked value do imobiliário, é interessante estudar a hipótese de efetuar um *spin-off* das áreas de timeshare, que seria transformada numa empresa autónoma cotada em bolsa e do segmento de Owned and Leased que se tornaria num Real Estate Investment Trust, o que traria vantagens aos atuais acionistas ao atribuir valor ao segmento da empresa atualmente subvalorizado pelo mercado. Seria apelativa nomeadamente a possibilidade de receberem dividendos livres de carga fiscal, que, no caso desta estrutura isenta de impostos, têm de ser iguais ou superiores a 90% do lucro obtido.

Assim, caso a HW se focasse no segmento de Franchise and Managed e autonomizasse os restantes ativos, valeria a preços de mercado 37,79 USD, considerando um peso igual dos métodos de avaliação : NAV, DDM, EV/EBITDA dos pares e FFO dos pares, ou seja, mais 7,55 USD que a média dos métodos e mais 3,70 USD que a avaliação da empresa por DCF.

Hilton REIT	2015	2016	2017	2018	2019	2020 Perpetuidade	
Receitas	4858	5206	5367	4463	4282	4638	4788
EBITDA Bruto	1111	1209	1230	784	710	882	1004
Numero Quartos	62699	62699	62699	62699	62699	62699	62699
% FEE	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
FEE	145,7	156,2	161,0	133,9	128,5	139,1	143,6
EBITDA Líquido	965,5	1052,4	1069,2	649,7	581,6	743,0	860,5
D&A	415,3	409,0	405,3	402,8	401,7	401,9	403,3
EBIT	550,3	643,4	663,9	246,9	179,8	341,1	457,2
Intrest	177,7	174,4	171,9	169,9	166,7	163,5	161,1
EBT	372,6	469,1	492,0	76,9	13,2	177,6	296,1
Tax	0	0	0	0	0	0	0
RL	372,6	469,1	492,0	76,9	13,2	177,6	296,1
Non Controlling Intrests	21,4	21,9	22,3	22,8	23,2	23,7	24,1
Inflação	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Resultado Atribuível aos Acionistas	351,18	447,21	469,70	54,17	-10,05	153,96	271,92

Ilustração 159: performance prospectiva de um REIT com os ativos imobiliários da HW, fonte: candidato

Hilton REIT	2015	2016	2017	2018	2019	2020 Perpetuidade	
Net Debt Início	4544	4459	4397	4346	4263	4180	4121
EBITDA Líquido	965,5	1052,4	1069,2	649,7	581,6	743,0	860,5
Capex	294	300	306	312	318	324	331
Intrest	177,7	174,4	171,9	169,9	166,7	163,5	161,1
Tax	0	0	0	0	0	0	0
Income Distributed	409,9	516,0	541,2	84,6	14,5	195,4	325,7
Dívida líquida Fim do Período	4459	4397	4346	4263	4180	4121	4078
FFO	787,9	878,0	897,3	479,8	414,9	579,5	699,4
AFFO	494,2	578,5	591,7	168,1	97,0	255,3	368,6
Dividendo	409,9	516,0	541,2	84,6	14,5	195,4	325,7
Dividendos atualizados	409,9	445,7	434,5	63,1	10,0	126,0	5076,8
AFFO Payout	82,9%	89,2%	91,5%	50,3%	14,9%	76,5%	88,3%
Cash Build up	84,28	62,49	50,48	83,47	82,51	59,87	42,95
Cash Build up Atualizado	78,34	53,98	40,53	62,29	57,22	38,59	1865,42
Inflação	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%

Ilustração 160: cash flow e avaliação do REIT com os ativos imobiliários da HW, fonte: candidato

Métricas Hilton REIT	
Capex % total empresa	70%
D&A % total	75%
NAV	16609
Pares NAV	17240
Dividend Yield	3,00%
Crescimento Dividendos Após 2020	3,75%
Wacc REIT	7,59%
Ke	8,56%
Kd	3,91%
Tax	0%
D/EV	20,86%
Avaliação	
Equity Dividendos 0,25	8762,4
NAV/ Dividendos x	1,967
Rendimento Distribuido	110%
EV Fee	2481
EV/ EBITDA Multiplo	14,8
Equity EBITDA Multiplo	9114
EV/EBITDA Valor 0,25	13972
Equity NAV pares 0,25	17240
Equity FFO 0,25	9612
Equity Blended Fee + Reit	13663
EV Blended	18207
Equity Conglomerado H W	37302
Preço por Ação USD	37,79

Ilustração 161: métricas e valuation do Hilton REIT e conglomerado Hilton, 20% DDM, 20% EV/EBITDA, 40% NAV pares, 20% FFO pares, fonte: candidato

10.8.13-Cotará a Meliá Hotels International a um preço justo?

A avaliação da MHI parte do pressuposto de que a empresa nos próximos anos terá que fazer alguns investimentos de Capex adicionais, especialmente nas unidades alocadas à marca Sol Hotels and Resorts que poderão eventualmente ser financiados pela venda de participação em algumas unidades que, após os investimentos, veriam os seus níveis de revpar revalorizados, tendo-se estimado um rácio de capex/vendas de 5% e partido do pressuposto de que quaisquer investimentos adicionais aos estimados seriam complementados por alienações que, teriam um efeito neutro no cash flow e conta de resultados em termos incrementais, por via do aumento da performance das unidades intervencionadas. O crescimento acentuado do NOPLAT e o facto de, ao contrário de na MHI não se ter incorporado uma fase baixa do ciclo, deve-se ao facto do mercado europeu

estar ainda numa fase mais incipiente do ciclo de crescimento relativamente ao norte-americano, tendo-se optado por incluir uma estimativa mais conservadora em perpetuidade.

O cálculo do Working Capital reflete o aumento moderado dos receivables relativamente ao payables, sendo que os custos financeiros mais elevados em 2016 refletem um gasto que irá ocorrer de 70,86 milhões de euros com o cancelamento de uma emissão de obrigações convertíveis em ações a um preço de conversão de 7,13 euros, sendo esse montante 30% de 250 milhões de euros, precisamente o prémio a pagar para efetuar o cancelamento, dado que é provável que a condição necessária ao mesmo se verifique, pois o valor intrínseco das ações e o valor de mercado a 19 de fevereiro de 2015 superam ambos os 9,51 euros. A partir de 2015, foi incorporada no modelo a distribuição de dividendos começando em 60 milhões, anualmente, valor que permite ter um nível de fluxo financeiro libertado próximo do *breakeven* e crescendo 10% anualmente.

Cash Flow	2013R	2014 R	2015	2016	2017	2018	2019
NOPLAT	81,4	111,9	139,5	172,2	208,3	245,5	232,2
CAPEX+ Divestments	105,0	73,2	79,4	86,2	93,5	100,5	104,3
Depreciations	90,0	90,0	90,9	89,8	89,2	89,1	89,3
Working Capital	0,0	5,1	5,7	6,2	6,7	6,4	3,5
FCFF	66,4	123,6	145,3	169,7	197,4	227,7	213,8
Custos Financeiros + Emissão	-77,0	-87,0	-74,0	-156,5	-75,6	-72,6	-68,1
Dividendos	0,0	0,0	60,0	66,0	72,6	79,9	87,8
Fluxo Libertado	-10,6	36,6	11,3	-52,8	49,2	75,3	57,8

Ilustração 162: cash flow statement prospetivo da MHI, fonte: candidato

Working Capital	2013R	2014 R	2015	2016	2017	2018	2019
Receivables+ Inventories	343,4	371,8	403,5	437,7	475,0	510,6	529,7
Payables	281,5	304,8	330,7	358,8	389,3	418,5	434,2
Working Capital	61,9	67,0	72,7	78,9	85,6	92,0	95,5
Increase in WC		5,1	5,7	6,2	6,7	6,4	3,5

Ilustração 163: variação do working capital da MHI, fonte: candidato

Value	2014	2015	2016	2017	2018	Perpetuidade
FCFF	123,6	145,3	170	197	228	214
WACC		7,92%	7,99%	7,96%	8,09%	8,26%
Fator Desconto		1,08	1,17	1,26	1,37	1,49
Período	0	1	2	3	4	5
Net Debt Mark to Market	1238,3	1201,7	1190,4	1243,2	1194,0	1118,7
EV Market Value	3236	3478	3567	3673	3796	3921
Net Debt% EV	38,26%	34,55%	33,37%	33,85%	31,46%	28,54%
EV	3795					
Equity	2557					
Nº Shares	184					
Converted	22,89					
Total Shares	206,89					
Price/Share	12,36					

Ilustração 164: discounted cash flow analysis da MHI fonte: candidato

Foi efetuada uma análise similar ao Value Per Key na Hilton, com a diferença de que o NAV dos ativos da MHI é fornecido pela empresa na sua mais recente apresentação aos investidores, datada de Agosto de 2014. Desta forma, ao valor dos hotéis detidos, que passam a ser geridos pela MHI, recebendo a Meliá 5,5% do Revpar dos mesmos, são somadas as parcelas de franchise e leased associadas a múltiplos de acordo com os pares europeus, sendo incluídos ainda os custos associados ao cancelamento da emissão de convertíveis anteriormente descrita, considerando-se ainda que o segmento de timeshare equivale aos custos corporativos. Esta análise concluiu que, se o imobiliário da empresa fosse alienado ao seu justo valor com acordo de manutenção no sistema de marcas da MHI, a empresa valeria mais 8,12 euros que a avaliação derivada da cotação dos pares através do múltiplo EV/EBITDA, atribuindo à empresa o valor de 19,92 euros por ação, valor mais alto resultante de todos os métodos de avaliação empregues na análise da MHI.

Fracnhise Fee Quartos Vendidos	5,5%
NAV	3151
Nº Quartos	26028
Net debt 11-2014	1097
Convertible (deduz)	200
Franchise EBITDA	63,06
Franchise EBITDA Múltiplo	12,00
Franchise EV	756,71
Leased EBITDA	75,54
Leased EBITDA Multiplo	10,00
Leased EV	755,38
Equity Global	4193,09
Number of Shares	206,89
Fee Quartos Vendidos	35,58
Fracnshise Vendidos Multiplo x	12,00
EV Vendidos	427,00
Custo Cancelamento Atualizado	71,65
Share Price	19,92
Extra value of Real Estate / share vs EV/EBITDA	8,12

Ilustração 165: unlocked value dos ativos imobiliários da MHI e valor dos mesmos em regime de franchising, fonte: candidato

Peer Group	Accor	Millenium Hotels	IHG	NH Hotels	Whitebread
EV/EBITDA 15 E	11,03	12,24	12,49	15,86	12,59
Average	12,8				
EV	3406,6				
Equity	2437,9				
Price/Share	11,8				
P/B	3,1	0,8	negativo	1,49	5,15
Average	2,6				
Equity	3612,3				
Price/Share	17,5				
Average of Methods	15,38				
Premium Over Price	44,42%				

Ilustração 166: análise por via dos comparáveis do peer group da MHI, fonte: candidato

A avaliação por intermédio dos múltiplos *price-to-book* e EV/EBITDA atribui à Meliá um valor de 11,8 e 17,5 euros, respetivamente, o que atribui um valor à empresa médio ponderado, conjuntamente com a avaliação por DCF e incluindo a metodologia que o valor extra do imobiliário de 15,38 euros, valor esse que representa um prémio de 44,42% sobre a cotação do dia 19 de fevereiro de 2015.

10.8.14-É replicável no futuro uma operação deste tipo, LBO, neste setor, no caso da MHI? Estarão reunidas as condições? Qual o retorno de uma operação desse tipo no caso da Meliá?

No estudo do Leveraged Buyout, foram incluídos 2 cenários, nos quais se considerou que era pago um prémio de 41,9% pelas ações da MHI, replicando em termos similares o prémio que a Blackstone pagou aos acionistas da então Hilton Hotels Corporation.

Relativamente à dívida cotada, é considerado um prémio de 145% sobre o seu valor facial devido ao facto da mesma cotar aos valores anteriormente apresentados no caso, pelo que terá que ser oferecido um prémio de modo a que os credores aceitem vender a dívida existente. No que concerne à avaliação à saída do investimento, é incluído o extra value dos ativos imobiliários da MHI, relativamente à avaliação da empresa por parte do mercado.

Cenário	1	2
Preço Face ao Book Value da Debt	145%	145%
Buyout Montante	4071	4071
EV/EBITDA	15,8	15,8
Equity 25%	1018	1018
Preço Equity	3127	3127
Prémio	141,9%	142%
Preço Dívida	944	944
Euribor6m	0,18%	0,18%
Prémio Risco	5,00%	5,00%

Ilustração 167: os 3 cenários estudados para um eventual LBO da MHI, fonte: candidato

Relativamente à estrutura de financiamento, esta operação seguiria o padrão tradicional dos LBO em que 25% é Equity e 75% Debt, sendo o custo associado a essa dívida, a Euribor a 6 meses mais 500 pontos base.

A DR abaixo pretende simular a carga de juros em que a empresa incorreria com esta operação no cenário 1, provando que a rentabilidade nunca seria posta em causa, mesmo no cenário mais exigente, sendo a geração de resultados líquidos crescente, e a dívida consistentemente reduzida, sendo criado valor para os investidores nos potenciais fundos compradores da empresa.

DR	2015	2016	2017	2018	2019
Vendas	1588,4	1723,5	1870,0	2010,2	2085,6
Hotel Revenues	1198,3	1274,2	1354,8	1427,3	1451,2
Das quais Management Fees & Other	390,1	449,3	515,1	582,9	634,4
EBITDA	265,3	305,1	349,7	396,0	379,6
Depreciações	90,9	89,8	89,2	89,1	89,3
EBIT	174,4	215,2	260,4	306,9	290,2
Custos Financeiros	158,2	158,5	157,6	155,1	151,0
EBT	16,2	56,7	102,9	151,9	139,3
Tax	3,2	11,3	20,6	30,4	27,9
RL	13,0	45,4	82,3	121,5	111,4

Ilustração 168: demonstração de resultados prospectiva simulando a carga financeira do LBO (cenário 1), fonte: candidato

Debt	2015	2016	2017	2018	2019
Net Debt at Start	3053	3059	3041	2993	2914
NOPLAT	140	172	208	246	232
Depreciações	91	90	89	89	89
WC	5,1	5,7	6,2	6,7	6,4
CAPEX	73,2	79,4	86,2	93,5	100,5
Intrest	158,2	158,5	157,6	155,1	151,0
Net Debt at End	3059	3041	2993	2914	2850

Ilustração 169: cash flow e evolução da dívida da MHI após o LBO, fonte: candidato

Assim, na saída desta operação foi testado um múltiplo conservador, similar à cotação atual da empresa no que concerne ao rácio EV/EBITDA de 12,8 vezes cotava a 20 de novembro de 2014, sendo gerada uma taxa de rentabilidade interna líquida pressupondo que todo o imobiliário hoteleiro seria alienado aquando da saída do investimento, com a mesma estrutura de custos em termos de *carried intrest e management fees* do LBO da HW, superior em 288 pontos base relativamente ao melhor cenário de saída no caso da HW. No que concerne ao cenário 2, que incorpora um múltiplo EV/EBITDA de saída do investimento igual ao do IPO da HW, a rentabilidade seria em termos líquidos de 27,28%, valor que remete para as melhores operações feitas nos anos 80 e que significaria 1039 pontos base de remuneração adicional relativamente ao melhor cenário de saída na HW e 1811 pontos base extra relativamente a uma venda da totalidade da posição da Blackstone no SIPO da HW.

Extra value of Real Estate 2019	Cenário 1	Cenário 2
Franchise EBITDA	90	90
Franchise EBITDA Múltiplo	12	17
Franchise EV	1083	1534
Leased EBITDA	108	108
Leased EBITDA Múltiplo	8	12
Leased EV	865	1297
Equity Global	4859	5670
Fee Quartos Vendidos	46	46
Franchise Vendidos Múltiplo x	12	17
EV Fees	555	786
Valor futuro do Real Estate (g=2,5%)	3565	3565
Extra Value Real Estate	1209	1513

Ilustração 170: impacto do imobiliário valorizado a justo valor nos 2 cenários de avaliação

Cenário	1	2
EV/EBITDA Saída	12,80	14,94
EV	4859	5670
Equity Exit	2008	2819
IRR Gross	14,56%	22,60%
IRR Net	8,6%	16,6%
Carried Intrest	4,00%	4,00%
Management Fee	1,29%	1,29%
Eurostoxx 600 Last 5Y	6,57%	6,57%
Excess Return	2,08%	9,99%
EV Exit After Real Estate Gain	6068	7182
Equity Exit After Real Estate Gain	3217	4332
IRR Gross	25,88%	33,60%
IRR Net	19,77%	27,28%
Excess Return	13,20%	20,71%
Excess return vs Hilton Best Exit	2,88%	10,39%
Excess return vs Hilton worst Exit	10,60%	18,11%

Ilustração 171: retorno dos 3 cenários estudados para o LBO, fonte: candidato

10.9-Ilações a Tirar Para a Gestão

O LBO da Hilton Hotels Corporation efetuado pelo The Blackstone Group, que teve como principal motivação o facto dos ativos imobiliários da empresa estarem subavaliados pelo mercado em 2007, provou ser uma operação criadora de valor à data de hoje, devendo-se, no entanto, questionar o modo como a operação foi estruturada concretamente no que concerne ao grau de alavancagem usado na mesma, dado o rácio net debt/EBITDA que inicialmente era de 13,1 vezes, atingiu as 17 vezes em 2010 antes da reestruturação de dívida acordada com os credores da HW em abril do referido ano, na sequência da crise do sub-prime.

É possível argumentar que a crise do *subprime*, a maior após 1929, provocou uma queda abrupta do consumo na economia dos EUA, o principal mercado da empresa, colocando-a sob stress financeiro, não sendo o EBITDA-CAPEX gerado suficiente para cobrir os custos financeiros. Não obstante este facto uma carga financeira de 1606 milhões de USD, ou seja, similar ao EBITDA de 2007, num setor marcadamente pró-cíclico, era indiciadora de um risco significativo, em termos latentes, no que concerne a um possível *distress*, caso o desempenho da economia fosse inferior ao esperado. Assim, esta situação foi evitada por via da recuperação do mercado hoteleiro e da redução da carga financeira associada ao financiamento do LBO por via de menores juros e da redução dos níveis de dívida através da conversão de créditos em capital, no montante de 2,1 mil milhões de USD e da recompra de dívida por parte da Blackstone, no montante de 1800 milhões de USD com um desconto de 54%.

Em termos de criação de valor, o foco da gestão passou pela eficiência interna e corte de custos caracterizado entre outras medidas, pela mudança de sede da empresa com consequente redução de efetivos e pela expansão da mesma através do franchising, que permitiu crescer a base de quartos em 42% até 2014 com despesas de CAPEX de expansão de 97 milhões de USD. Esta expansão foi direcionada para fora dos EUA, onde se encontram 60% dos quartos em construção da empresa atualmente, valor que compara com os 20% que se registavam quando a atual equipa liderada por Christopher Nassetta entrou em funções no ano de 2007.

O SIPO da empresa em Dezembro de 2013 surgiu com naturalidade, numa altura em que o mercado hoteleiro, apresentava um crescimento do Revpar há três anos e meio consecutivos nos EUA, tendo a Blackstone mantido a sua posição intacta, que começou

a alienar em junho de 2014 numa *tranche* que totalizava 10,5% das ações da empresa, tendo replicado esta operação em novembro de 2014.

Esta estratégia por parte da Blackstone pode ser explicada pelo facto da empresa, sob qualquer das metodologias de avaliação empregues neste trabalho, valer mais que o preço do SIPO, o que complementado pelo momento positivo do setor em bolsa sustentado no crescimento de indicadores como as receitas e o Revpar nos EUA, assim como o valor de vários hotéis icónicos da empresa como o Waldorf Astoria que foi vendido por 1950 milhões de USD cujo valor não se encontrava à data do SIPO totalmente refletido na cotação da empresa. Desta forma à data de 19 de fevereiro de 2015, atendendo à potencial criação de um REIT com os ativos imobiliários da HW, verifica-se que a mesma se encontra claramente subavaliada ao valer 37,79 USD, valor que compara com a cotação de 28,35 USD à data referida.

Com objetivo de verificar a replicabilidade de uma operação com os mesmos pressupostos em termos de prémio de aquisição, grau de alavancagem, estrutura de remuneração dos fundos de Private Equity, múltiplo EV/EBITDA de saída, período temporal de 5 anos e assumindo a venda do imobiliário da empresa no final desse período, foi escolhida a Meliá Hotels International para testar esta hipótese, devido ao valor do seu portfolio de ativos imobiliários, que equivale à quase totalidade do EV da MHI a valores de mercado. Assim, concluiu-se que, caso a saída ocorresse ao múltiplo de colocação da Hilton no SIPO de Dezembro de 2013, e assumindo a venda do imobiliário que uma operação de LBO teria uma IRR líquida de 27,28% ou 19,77% no caso do múltiplo EV/EBITDA de saída ser similar ao de entrada, valores que comparam com o retorno máximo de 16,89% que corresponderia à venda das restantes ações da Hilton Worldwide, tendo em conta o seu valor por via do método *sum-of-the-parts* e assumindo a venda dos ativos imobiliários detidos pela empresa.

Deste modo, é possível afirmar que, se forem devidamente estruturados, os LBO na indústria hoteleira possuem viabilidade em termos de criação de valor para os Limited Partners que coloquem fundos à disposição das empresas de Private Equity com esta finalidade de investimento, independentemente do tamanho da empresa em análise. Assim, os Leveraged Buyouts, desde que em termos de leverage atendam à ciclicidade do setor hoteleiro, são uma opção interessante de criação de valor com viabilidade de aplicação no setor hoteleiro, devido à maior eficiência da gestão associada a este tipo de

operações, à subavaliação crónica por parte do mercado dos ativos imobiliários associados a esta atividade e à vantagem fiscal da dívida, cujo custo presentemente está em níveis historicamente muito reduzidos, o que favorece este tipo de operações com recurso a níveis elevados de alavancagem ao aumentar o valor apropriado pelos *Limited Partners* e reduzir simultaneamente o risco de *distress*, dado que a carga financeira será mais reduzida relativamente a níveis históricos.

11-Bibliografia

Andrade, Gregor and Kaplan, Steven N. (1998), *How Costly is Financial (Not Economic) Distress? Evidence from Highly Leveraged Transactions that Became Distressed*, The Journal of Finance, Volume III, N° 5

Axelson, U. L. F., Strömberg, Per., & Weisbach, M. S. (2013). *Why are Buyouts Levered? The Financial Structure of Private Equity Funds*. Journal of Finance

Axelson Ulf; Jenkinson Tim; Weisbach S. Michael (2012); *Borrow Cheap, Buy High?*; Journal of Finance

Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2010). *Principles of Corporate Finance*. McGraw-Hill International.

Borrough Bryan, Helyar Jonh (1989), "*Barbarians at the Gate, the Fall of RJR Nabisco*", Harper Business Essentials

Cao, J. X., & Cumming, D. (2010). *Law , Investor Protection and LBOs Law , Investor Protection and LBOs*, 1–37.

Damodaran, Aswath, (2008), *Growth and Value: Past growth, predicted growth and fundamental growth*, Stern School of Business

Guo, S., E. Hotchkiss, and W. Song, (2007), *Do Buyouts (Still) Create Value?* Working paper, Boston College

Harris, R. S., Jenkinson, T., & Kaplan, S. N. (2013). *Private Equity Performance : What Do We Know ?* Journal of Finance forthcoming.

Heath Thomas; "*Christopher Nassetta, The man who turned around Hilton*", The Washigton Post, 6 de julho de 2014

Jenkinson, T., & Weisbach, M. S. (2013). *Borrow Cheap , Buy High ? The Determinants of Leverage and Pricing in Buyouts Forthcoming* , Journal of Finance.

Kaplan, S. N., & Stro, P. (2008). *Leveraged Buyouts and Private Equity* ; Journal of Economic Perspectives, volume 23, number 1 pages 121-146

Kaplan N. Steven; Schoar Antoinette (2005); *Private Equity, Performance: Returns, Persistence, and Capital Flows*; Journal of Finance,

Kaplan S. and Schoar, Antoinette, (2003), *Private Equity Performance: Returns, Persistence and Capital Flows* Working Paper 4446-03, MIT Sloan School of Management

Kaplan, S., 1989, *The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value*, Journal of Financial Economics

Kaplan, Steven N. and Stromberg Per (2005), *Valuation for Mergers, Buyouts and Restructuring* ,John Wiley & Sons, New York,

Kaplan Steven N., Jenkinson Tim, Harris S. Robert, (2013), *Private Equity Performance: What Do We Know*, Journal of Finance Forthcoming

Loos, N. (2005). *Value Creation in Leveraged Buyouts*, Dissertation n° 3052, University of St Gallen, Graduate School of Business Administration, Economics, Law and Social Sciences

Levis, Mario (2010), *The Performance of Private Equity Backed SIPOs*, City University, Cass Business School, London

Phalippou, L. (2014). *Hilton Hotels, Real Estate and Private Equity*, Said Business School, University of Oxford

Peter Suozzo; Stephen Cooper; Gillian Sutherland; Zhen Deng. (2001), *Valuation Multiples: A Premier*. UBS AG.

Ritter, J. R. (2014). *Money Left on the Table in IPOs by Firm*, University of Florida.

Ritter Jay R., Kim Moonchul, *Valuing IPOs*, Journal of Financial Economics, pag. 409-437, The Journal of Finance ,Vol, LX, N°4, Agosto 2005

Van der Goot T., 1997, *Valuing New Issues*, Thesis Publishers, Amsterdam

CASE STUDY: BLACKSTONE AT THE GATES? HILTON LBO

Guilherme Manuel Domingos Neves

**Junho de
2015**

