
ARYZTA AG
Cobas: Propuesta Alternativa

c o b a s
—
a s s e t m a n a g e m e n t

Octubre 2018

¿Quiénes somos?

Más de 25 años de experiencia en gestión de inversiones “value”

c o b a s
asset management

-
- Una de las gestoras líderes en Europa con un enfoque “value”
 - Un equipo gestor con experiencia demostrada durante más de 25 años, con rendimientos cercanos a los mejores de los rankings
 - Filosofía de Inversión
 - Somos fieles a la doctrina “value”, no somos activistas. De media mantenemos una posición más de 4 años
 - Gestionamos fondos de inversores institucionales e inversores minoristas, siendo fieles a la doctrina y a los principios del “value investing”
 - Invertimos en compañías infravaloradas con una visión a largo plazo, esperando hasta que el mercado reconoce el verdadero valor
 - Dedicamos mucho tiempo y recursos a evaluar cada Compañía
 - Analizamos en profundidad cada empresa, hasta establecer su verdadero valor, seleccionando cuidadosamente el racional de nuestras inversiones

- Apoyamos fortalecer el Balance de Aryzta. Cobas AM siempre ha sido un accionista de apoyo de ARYZTA
- Este es un proceso rápido, que ignora alternativas, y con limitada consulta a los accionistas
- Existen problemas de gobierno corporativo relevantes y conflictos de interés
- Aryzta necesita ayuda, pero de una forma estructurada y cuidadosa
- EURM 800 (aprox. EUR 750MM neto de gastos) de ampliación de capital es ineficiente
- Existen alternativas atractivas que se pueden ejecutar antes de final de año. Cobas AM apoya una ampliación de capital de EUR 400MM y una venta adicional de activos por EUR 250MM (en total aprox. EUR 640MM neto de gastos)
- Si fuera necesario, Cobas dará apoyo adicional a una posterior ampliación de capital de hasta EUR 400MM en 12 meses



El plan de Cobas obtiene EUR 640MM y preserva el valor para el accionista
El plan de Aryzta obtiene EUR 750MM y destruye valor para el accionista

1. Propuesta de ampliación de capital sin consulta con los accionistas

- En Agosto de 2018 tratamos, sin éxito, de contactar con el Consejo de Administración para discutir la evolución del precio de la acción y ofrecer nuestro apoyo
- Después del anuncio de la ampliación de capital, nos hemos acercado al Consejo de Administración varias veces de una forma amigable y tratando de cooperar, para discutir el racional de la propuesta y las alternativas. El Consejo de Administración ha rechazado analizar otras opciones
- Hemos actuado de acuerdo a todas las normas legales y de gobierno corporativo y de acuerdo al mejor interés para todas las partes interesadas, incluyendo la Compañía y sus empleados
- Nosotros creemos que en los momentos de dificultad la participación de los accionistas debe ser una prioridad. Sin embargo los enfoques buscando una solución común han sido rechazados

2. Existen carencias de gobierno corporativo relevantes y conflictos de interés

- Los incentivos del equipo gestor no parecen alineados con los accionistas:
 1. El Consejo y el equipo de alta dirección solo tienen el 0,05% del capital total = 49.367 acciones
 2. La remuneración de la alta dirección incluye los siguientes parámetros (EBITDA, Deuda Neta, Flujo de caja libre, Retorno sobre capital invertido, etc.) que ignoran que el número de acciones más que doblará con la ampliación de capital, lo cual no es lo mejor para los accionistas
 3. La culminación de la ampliación de capital es un prerrequisito para la adjudicación de los planes de incentivos a largo plazo en 2018 y 2019
- Algunos prestamistas de la Compañía podrían tener cierto conflicto de interés porque actúan como coordinadores y aseguradores en la ampliación de capital, beneficiándose de los honorarios (EUR 50MM, como ha indicado el equipo gestor) y además, usando los fondos para reducir su exposición crediticia y su perfil de riesgo



- Uno de los tres miembros del Comité de Auditoría, quién supervisó la ampliación de capital, recibe honorarios como consultor (Jim Leighton). Esta importante decisión debería haber sido tomada por un comité independiente

3. Se necesita actuar de una forma estructurada y cuidadosa

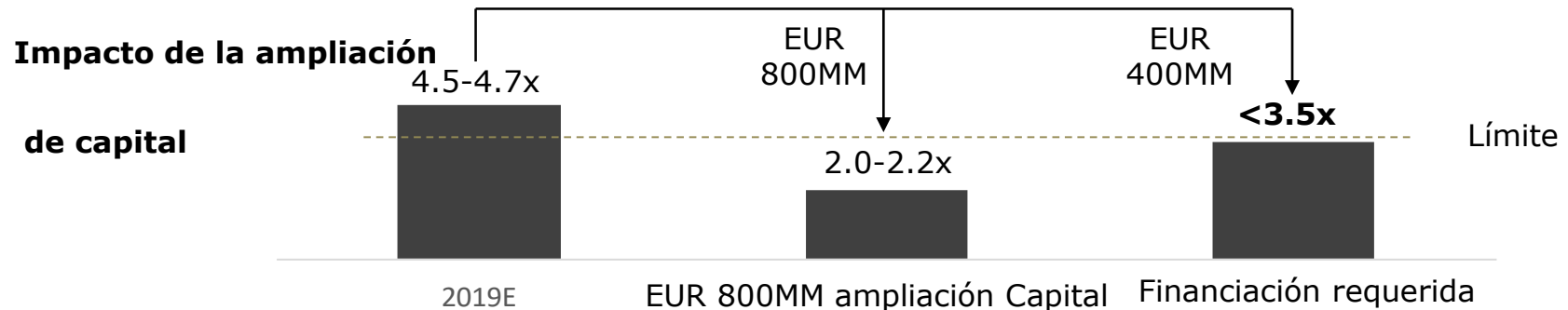
- Se necesita fortalecer la estructura de capital, sin embargo hay tiempo para explorar alternativas obvias. No es necesario adelantar la Junta General de Accionistas un mes comparado con otros años
- La ampliación de capital parece una sobrerreacción dirigida por los bancos prestamistas para proteger su propio interés
- El ratio de Deuda Neta/EBITDA a 31 de Julio de 2018 fue 3,83x¹
- Después de las enmiendas al Acuerdo de Préstamo en Septiembre de 2018, los *covenant* son :
 - 5,75x Deuda Neta/EBITDA – para el periodo que termina el *31 de Enero de 2019*
 - 5,25x Deuda Neta/EBITDA – para el periodo que termina el *31 de Julio de 2019*
 - 3,50x Deuda Neta/EBITDA – para periodos posteriores
- Nota: “Después de que se complete la ampliación de capital, las condiciones mencionadas arriba revertirán a las condiciones del Acuerdo de Préstamo. Si la propuesta de ampliación de capital no concluye exitosamente el 31 de Mayo de 2019, habrá un test adicional de los *covenant* el 31 de Octubre de 2019 a 3.50x Deuda Neta/EBITDA”



Una vez los problemas a corto plazo son tratados, hay un año para mejorar la estructura de capital

4. EURM 800 (aprox. EUR 750MM netos) de ampliación de capital es ineficiente

- La ampliación de capital propuesta de EUR 800MM no es necesaria desde una perspectiva operativa y financiera
- El núcleo del negocio genera flujo de caja positivo y tiene potencial alcista significativo
- Es una solución simple a expensas de los accionistas únicamente
- Para mantener el ratio de Deuda senior/EBITDA por debajo de 3,5x en Octubre de 2019, EUR 400MM son suficientes
- La Compañía no ha demostrado el racional subyacente para los EUR 800MM (aprox. EUR 750MM netos de gastos), no ha explorado otras alternativas



La mitad de lo propuesto sería suficiente

5. Existen alternativas atractivas que se pueden ejecutar creando mayor valor para el accionista, proponiendo una solución más equilibrada

- Apoyamos fortalecer el Balance de Aryzta, por encima de la cifra mínima requerida
- Creemos que existen alternativas diferentes a la propuesta actual, que proporcionan la requerida flexibilidad financiera, permitiendo crear valor de forma significativa en el medio largo plazo. Estas alternativas incluyen, entre otras, las siguientes:
 - Una ampliación de capital significativa, pero menor
 - Ventas de activos selectivas, regiones/líneas de negocio, además de las desinversiones ya comunicadas
 - Refinanciar la deuda existente, por ejemplo, a través de bonos subordinados, deuda privada, o bonos senior



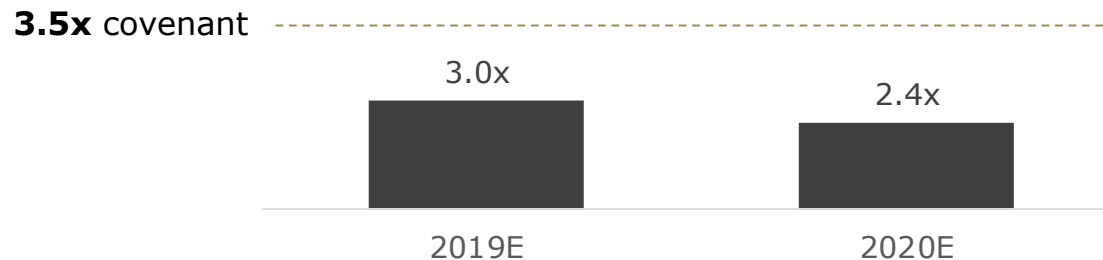
Una parte significativa de los accionistas de Aryzta han expresado su interés en nuestra propuesta

5. Existen alternativas atractivas que se pueden ejecutar creando mayor valor para el accionista, proponiendo una solución más equilibrada (continuación)

5.1 Propuestas a corto plazo: Obtener EUR 650MM

- (1) Ampliación de Capital EUR 400MM, más
- (2) Venta de activos identificados, no fundamentales, a un comprador preparado: EUR 250MM
- (3) Si fuera necesario, Cobas dará apoyo adicional a una posterior ampliación de capital de hasta EUR 400MM en 12 meses

Impacto de la propuesta de EUR 650MM en los covenant de Deuda Neta Senior / EBITDA (x)



- Esta propuesta rápidamente fortalece el balance, cumpliendo con los covenant financieros, mientras invierten para ejecutar el proyecto "Renew", permitiendo al equipo gestor estar focalizado en las mejoras operativas

Esta es una solución más equilibrada que proporciona flexibilidad estratégica y seguridad financiera para implementar la estrategia de negocio

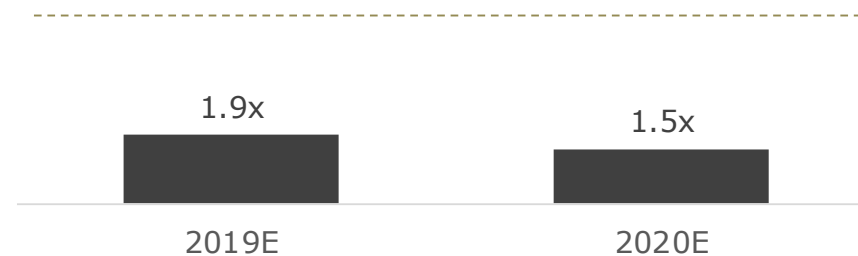
5. Existen alternativas atractivas que se pueden ejecutar creando mayor valor para el accionista, proponiendo una solución más equilibrada (continuación)

5.2 Propuestas a medio plazo (próximos 12 meses)

(1) Venta de Picard¹

Venta de Picard Impacto en los covenant , Deuda Neta Senior/EBITDA (x)

3.5x covenant



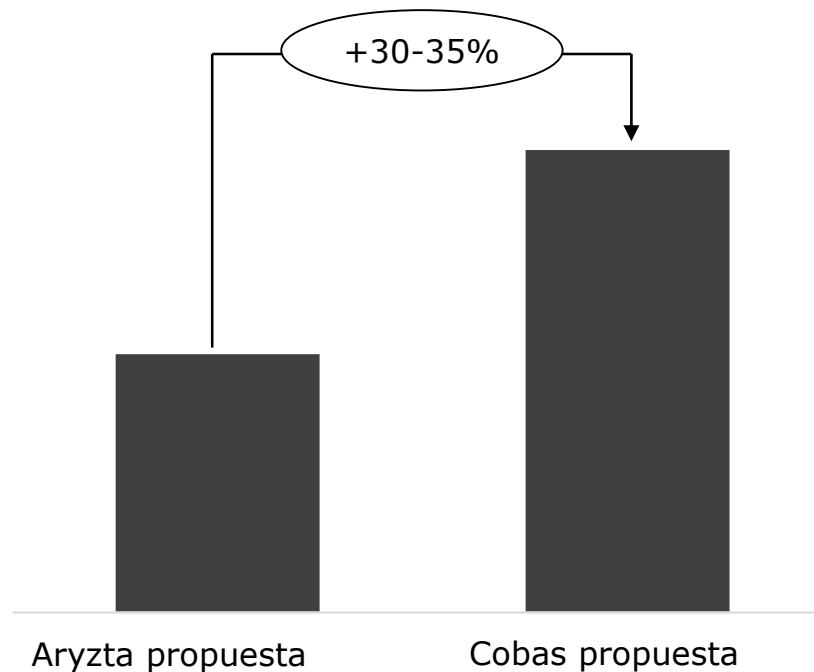
(2) Alternativas de Financiación: Obtener calificación crediticia (rating). EUR 300MM de deuda Subordinada. EUR 1.2bn de deuda privada/publica a largo plazo. Estas alternativas han sido discutidas y recibidas positivamente por potenciales prestamistas/ colocadores fuera del actual sindicato bancario

(3) Flujo de caja Libre orgánico: EUR 550MM (EUR 1bn, menos EUR 450MM de desinversiones)²

(4) Si fuera necesario, Cobas dará apoyo adicional a una posterior ampliación de capital de hasta EUR 400MM en 12 meses, mientras habrá tiempo suficiente para evaluar la ejecución de la compañía (plan de inversiones, plan de reducción de costes, desinversiones)

5. Valor para el accionista: Comparación de las dos propuestas

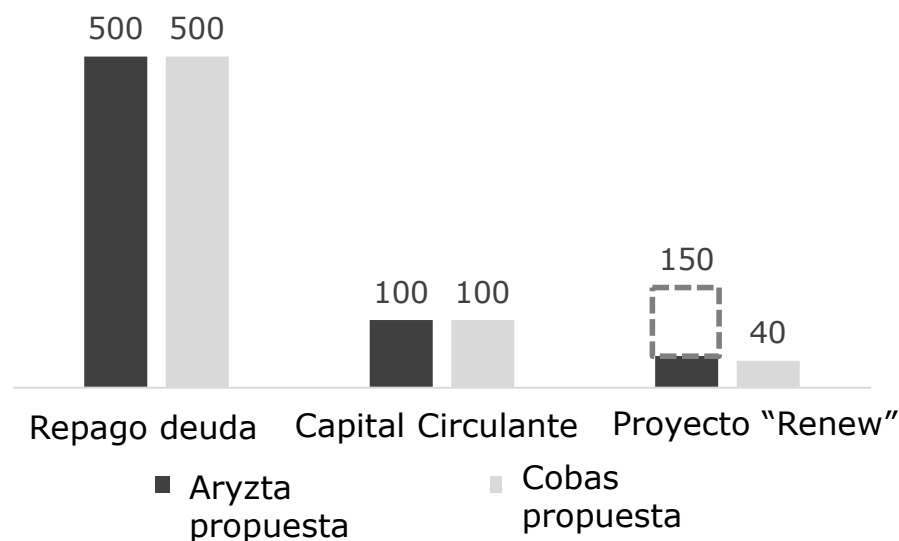
ARYZTA propuesta vs. Cobas propuesta



La propuesta de Cobas incrementa el valor para los accionistas en un 30-35%

5. La propuesta de Cobas permite implementar todas las necesidades del equipo gestor

- Proyecto "Renew" es un plan a 3 años, con un total de inversión de EUR 150MM, con el objetivo de alcanzar EUR 90MM de ahorro anual en 2021 (EUR 40MM en 2019, EUR 70MM en 2020 y EUR 90MM en 2021). Solo se necesita cubrir el primer año de inversión (~ EUR 50-60MM). Después el proyecto se autofinanciará.



Una ampliación de capital menor, unido a otras alternativas financieras, como la desinversión de activos, es suficiente para alcanzar los objetivos de la Compañía

Información de Contacto

- **Prensa:**

Contacto para los medios:

Miguel Portilla

portilla.comunicacion@gmail.com

tel 639243140

- **Inversores:**

DF King

proxy@dfkingltd.com

tel +44 207 920 9700

El único propósito de esta presentación (la "Presentación") es proporcionar información sobre el destinatario Ayzta AG (la "Compañía").

Esta presentación no pretende constituir la base de ninguna decisión de inversión ni de ninguna decisión de compraventa de acciones de la Compañía.

Esta Presentación no constituye una oferta o invitación para la compraventa de valores o activos, y ni este documento ni nada de lo contenido en él constituirán la base de ningún contrato o compromiso en relación con ninguno de ellos.

La información contenida en este documento se ha preparado para ayudar a realizar su propia evaluación inicial relacionada con el gobierno corporativo de la Compañía y de ninguna manera pretende contener toda la información que pueda ser necesaria. Cobas Asset Management ("Cobas") no efectúa ninguna representación o garantía, ni acepta ninguna obligación, ni se hace responsable en cuanto a la exactitud o integridad de esta Presentación o de cualquier otra información escrita u oral puesta a disposición y, por lo tanto, renuncia expresamente a cualquier responsabilidad.

Esta presentación le ha sido enviada únicamente con fines informativos y en el entendimiento de que la usará solo para el propósito establecido anteriormente.

Al proporcionar esta Presentación, Cobas no asume ninguna obligación de proporcionar al destinatario acceso a ninguna información adicional ni actualizar esta Presentación para obtener información adicional ni corregir cualquier inexactitud en la misma que pueda aparecer.