

Valor liquidativo: cálculo

- En este caso, y en base a la información proporcionada por la Compañía, de la aplicación de este método resultarían valores significativamente inferiores a los obtenidos a partir de los demás métodos, por lo que no es preciso su cálculo

Valor liquidativo: consideraciones y aplicabilidad

- Aunque el valor liquidativo constituye uno de los métodos de valoración contemplados en el artículo 10 (punto 5) del Real Decreto 1066/2007 de 27 de Julio, sobre el régimen de ofertas públicas de adquisición de valores, no constituye un método adecuado de valoración para el caso que nos ocupa, por los motivos que se exponen a continuación
- El valor liquidativo es el valor que se obtendría de una empresa bajo la hipótesis de que se proceda a su liquidación o disolución, es decir, es el valor que se obtendría en el supuesto de que se realicen todos sus activos, se liquiden todos sus pasivos y se paguen todos los costes derivados del proceso de liquidación como indemnizaciones al personal, gastos de desinstalación, honorarios de profesionales independientes, etc.
- Las ventas que se realizan en el proceso de liquidación de una sociedad, corresponden en la mayoría de las ocasiones a transacciones que no se realizan en condiciones normales de mercado, sino que corresponden a transacciones forzadas condicionadas por la urgencia que tenga la sociedad en realizar sus activos
- La especificidad y características de las inmovilizaciones materiales de Exide, supone que éstas tendrían escaso valor sino es para un eventual comprador cuya actividad fuese similar a la de la sociedad y que adquiriese el negocio en marcha. Por tanto, el valor liquidativo a considerar para estos inmovilizados resultaría muy inferior a los valores de coste por los que están registrados en contabilidad. Además, al valor resultante habría que deducirle los costes de desinstalación, adecuación de terrenos para otros usos y transporte
- De acuerdo a la información proporcionada por la compañía, en lo que respecta al personal, atendiendo al número medio de empleados, a la antigüedad y nivel salarial medio de la plantilla, los costes laborales de indemnización serían muy elevados
- Las circunstancias en las que se realiza este informe, hacen que el valor de liquidación como criterio de valoración no sea aplicable ya que, no estamos en un escenario de liquidación de las empresas afectadas ni de cierre de los correspondientes negocios, sino que la valoración de las acciones se realiza en un contexto de empresa en funcionamiento
- En este caso, y en base a la información proporcionada por la Compañía, de la aplicación de este método resultarían valores significativamente inferiores a los obtenidos a partir de los demás métodos, por lo que no es preciso su cálculo

Índice

**Proyecto
Cobena**
Informe de Valoración

Sección I

Resumen ejecutivo

Sección II

Metodología de la valoración

Sección III

Breve descripción de Exide Technologies, S.A.

Sección IV

Valor teórico contable

Sección V

Valor liquidativo

Sección VI

Cotización media ponderada

Sección VII

Valor de la contraprestación ofrecida con anterioridad

Sección VIII

Otros métodos de valoración

Sección IX

Conclusiones de la valoración

Anexos

I Plan de Negocio y Posición Financiera Neta

II Análisis del Coste Medio Ponderado de Capital (WACC)

Cotización media del último semestre: metodología y cálculo

- El periodo de cálculo de la cotización media ponderada comprende los últimos seis meses de cotización de la Compañía



Para un correcto entendimiento de la valoración se debe tener en cuenta todo el Informe de Valoración, incluyendo la Sección II y las Notas Importantes de las páginas 12, 13 y 14 del presente documento
Fuente: Factset y Bloomberg

Cotización media del último semestre: consideraciones y aplicabilidad

- En términos generales, el valor de cotización en Bolsa refleja los precios a los que el mercado intercambia títulos por unidades monetarias y, por lo tanto, constituye en sí mismo una referencia de valor, siempre que dicho valor de cotización venga reflejado por un volumen de contratación y unos niveles de liquidez representativos
- En el caso de Exide, la totalidad de sus acciones se encuentran admitidas a negociación a través del Sistema de Interconexión Bursátil Español en el Mercado Continuo bajo la modalidad de Fixing, sistema de contratación bursátil destinado a valores con poca liquidez
- De acuerdo a la composición del capital social cabe reseñar que el 91,31% está controlado directa o indirectamente por el mismo accionista, el 4,68% es autocartera y, por lo tanto, su “free-float” sería de 4,01%
- Atendiendo a los limitados volúmenes de contratación realizados durante el periodo analizado, tanto por lo que se refiere al total de acciones de Exide como respecto a su free-float y su escasa contratación en efectivo (1.000 EUR/día), consideramos que el precio medio de cotización no es un método determinante para estimar el valor de las acciones de Exide

Índice

**Proyecto
Cobena**
Informe de Valoración

Sección I

Resumen ejecutivo

Sección II

Metodología de la valoración

Sección III

Breve descripción de Exide Technologies, S.A.

Sección IV

Valor teórico contable

Sección V

Valor liquidativo

Sección VI

Cotización media ponderada

Sección VII

Valor de la contraprestación ofrecida con anterioridad

Sección VIII

Otros métodos de valoración

Sección IX

Conclusiones de la valoración

Anexos

I Plan de Negocio y Posición Financiera Neta

II Análisis del Coste Medio Ponderado de Capital (WACC)

Valor de la contraprestación ofrecida con anterioridad: consideraciones y aplicabilidad

- Este criterio aplicaría en el supuesto de que se hubiese formulado alguna OPA sobre Exide en el último año, en cuyo caso habría de considerarse dicho precio como base y referencia para valorar de manera objetiva la compañía y a términos de mercado
- Al no haberse formulado ninguna oferta pública de adquisición sobre las acciones de Exide en el último año, este criterio no resulta aplicable a la valoración de las acciones de la Compañía

Índice

**Proyecto
Cobena**
Informe de Valoración

Sección I

Resumen ejecutivo

Sección II

Metodología de la valoración

Sección III

Breve descripción de Exide Technologies, S.A.

Sección IV

Valor teórico contable

Sección V

Valor liquidativo

Sección VI

Cotización media ponderada

Sección VII

Valor de la contraprestación ofrecida con anterioridad

Sección VIII

Otros métodos de valoración

Sección IX

Conclusiones de la valoración

Anexos

I Plan de Negocio y Posición Financiera Neta

II Análisis del Coste Medio Ponderado de Capital (WACC)

Introducción

- BBVA, conforme a lo establecido en el Artículo 10 del Real Decreto 1066/2007 en relación a la aplicación de “Otros métodos de valoración generalmente aceptados por la comunidad financiera internacional”, ha considerado relevantes, para la valoración de Exide:
 - Descuento de flujos de caja
 - Múltiplos de compañías cotizadas comparables
 - Múltiplos de transacciones comparables

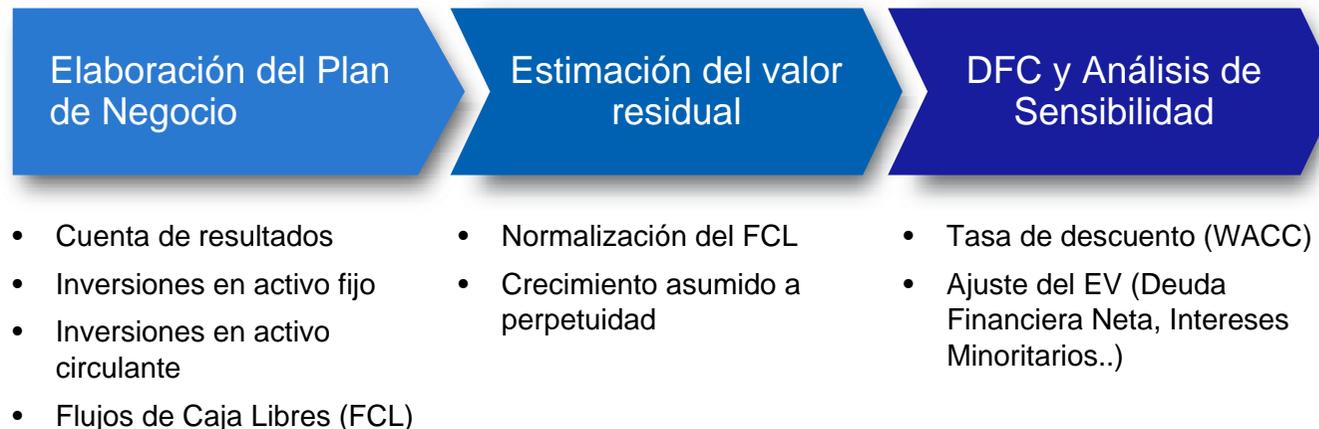
Metodología aplicada: consideraciones y aplicabilidad

Método	Descripción	Fortalezas / Debilidades
Descuento de Flujos de Caja	<ul style="list-style-type: none"> • Considera que el valor de un negocio depende de los flujos de caja futuros que pueda generar • Considera la empresa objeto de valoración como un auténtico proyecto de inversión, permitiendo incorporar al análisis sensibilidades a las variables críticas del negocio 	<ul style="list-style-type: none"> • Considera la capacidad de generar valor en el futuro • Tiene en cuenta el valor del dinero en el tiempo • Prestigio en la comunidad financiera • Sensible a las hipótesis utilizadas • Dificultad para estimar el valor residual
Múltiplos de Compañías Comparables	<ul style="list-style-type: none"> • Consiste en la estimación del valor de una compañía a través de unos factores multiplicadores que se deducen de magnitudes financieras tales como ventas, EBITDA, o EBIT de compañías cotizadas comparables. La aplicación de los factores multiplicadores a las magnitudes de la compañía objeto de valoración da lugar a unos rangos de valoración 	<ul style="list-style-type: none"> • Método de contraste de aplicación sencilla • Diferencias en las compañías comparables • Al tener en cuenta valores bursátiles, se pueden producir distorsiones en momentos puntuales
Múltiplos de Transacciones Comparables	<ul style="list-style-type: none"> • La valoración a través de transacciones comparables consiste en la aplicación de factores multiplicadores derivados de transacciones ya acontecidas y de las cuales se dispone de información adecuada y suficiente 	<ul style="list-style-type: none"> • Método de contraste de aplicación sencilla • Diferencias en las transacciones comparables • Transacciones en momentos de tiempo distintos, con diferentes situaciones de mercado • Las motivaciones – y por lo tanto el precio – pueden depender de muy diversos factores

Descuento de Flujos de Caja: metodología

Método generalmente aceptado por la comunidad financiera que se basa en el principio de empresa en funcionamiento

- Se trata de un método de valoración dinámico, que tiene en cuenta el desarrollo del negocio al proyectar la actividad de la compañía bajo una serie de hipótesis y a lo largo de un determinado horizonte temporal
- Tiene en cuenta el valor del dinero en el tiempo, dado que se basa en el descuento de los flujos de caja generados por el negocio. Para la estimación de la tasa de descuento, se ha considerado el modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*)
- La principal debilidad de esta metodología estriba en la sensibilidad de la valoración a algunas de las hipótesis utilizadas en el modelo, como la tasa de descuento o las estimaciones en las que se basa la proyección del Plan de Negocio de la compañía
- Otra limitación adicional es el cálculo del valor residual (el valor de la compañía al concluir el horizonte temporal considerado en las proyecciones), donde se deben hacer hipótesis acerca del crecimiento de la compañía a perpetuidad



Descuento de Flujos de Caja: cálculo

Descuento de flujos de caja Exide Technologies S.A. (000 EUR)

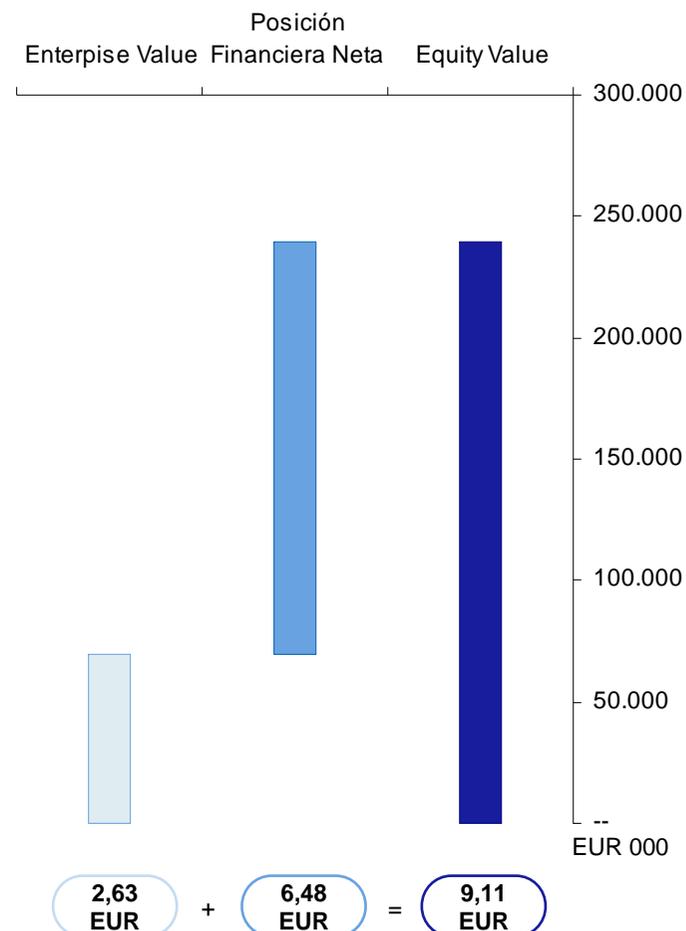
	9m- Marzo 2010e	Marzo 2011e	Marzo 2012e	Marzo 2013e	Marzo 2014e	Normalizado
Ingresos Ordinarios	219.711	310.405	313.927	320.292	327.208	
Aprovisionamientos	(111.330)	(173.391)	(176.315)	(180.281)	(184.588)	
Márgen bruto	108.381	137.014	137.612	140.011	142.621	
Gastos de explotación + personal	(100.613)	(123.802)	(123.900)	(124.156)	(124.495)	
EBITDA	7.769	13.211	13.712	15.855	18.126	18.126
Amortizaciones	(8.026)	(10.372)	(9.946)	(9.520)	(9.094)	(9.094)
EBIT	(257)	2.839	3.766	6.335	9.032	9.032
Impuestos ⁽¹⁾	954	(852)	(1.130)	(1.900)	(2.709)	(2.709)
EBIT después de impuestos	697	1.987	2.636	4.434	6.322	6.322
Amortizaciones	8.026	10.372	9.946	9.520	9.094	9.094
Capital circulante	3.133	4.823	2.897	2.371	2.695	346
Inversiones en inmovilizado	(8.001)	(12.000)	(12.000)	(12.000)	(12.000)	(9.094)
Flujo de caja libre	3.854	5.182	3.480	4.326	6.111	6.668
Valor terminal descontado (WACC - g)						51.882
WACC utilizado	11,1%	11,1%	9,7%	9,7%	9,7%	
Factor de descuento	0,92	0,83	0,76	0,69	0,63	
Flujo de caja descontado	3.561	4.310	2.638	2.989	3.848	51.882

Hipótesis asumidas DFC

Crecimiento a perpetuidad (g)	1,5%
WACC 1 ⁽²⁾	9,7%
WACC 2 ⁽²⁾	11,1%

Enterprise Value	69.229
EV/EBITDA Marzo 09	4,0x
Posición Financiera Neta	(170.169)
Equity Value	239.398
Número de acciones (000)	26.273
Precio por acción	9,11 EUR

Estructura del Enterprise Value



Descuento de Flujos de Caja a 1 Julio 2009

(1) Impuestos de 9m-Marzo2010e calculados en base anual

(2) Para más detalle acerca de la metodología y cálculo del WACC utilizado ver Anexo II

Fuente: Compañía

Para un correcto entendimiento de la valoración se debe tener en cuenta todo el Informe de Valoración, incluyendo la Sección II y las Notas Importantes de las páginas 12, 13 y 14 del presente documento

Descuento de Flujos de Caja: análisis de sensibilidad

Sensibilidad Enterprise Value (000 EUR)

		WACC 1				
		9,0%	9,5%	9,7%	10,5%	11,0%
g	0,5%	66.365	62.927	61.561	57.088	54.589
	1,0%	70.613	66.713	65.171	60.151	57.366
	1,5%	75.438	70.981	69.229	63.563	60.443
	2,0%	80.962	75.829	73.823	67.384	63.870
	2,5%	87.347	81.379	79.064	71.691	67.708

Sensibilidad Equity Value (000 EUR)

		WACC 1				
		9,0%	9,5%	9,7%	10,5%	11,0%
g	0,5%	236.534	233.095	231.729	227.256	224.757
	1,0%	240.782	236.881	235.339	230.320	227.534
	1,5%	245.606	241.150	239.398	233.731	230.611
	2,0%	251.131	245.997	243.992	237.552	234.038
	2,5%	257.516	251.548	249.232	241.860	237.876

Sensibilidad precio por acción (EUR)

		WACC 1				
		9,0%	9,5%	9,7%	10,5%	11,0%
g	0,5%	9,00 €	8,87 €	8,82 €	8,65 €	8,55 €
	1,0%	9,16 €	9,02 €	8,96 €	8,77 €	8,66 €
	1,5%	9,35 €	9,18 €	9,11 €	8,90 €	8,78 €
	2,0%	9,56 €	9,36 €	9,29 €	9,04 €	8,91 €
	2,5%	9,80 €	9,57 €	9,49 €	9,21 €	9,05 €

Sensibilidad múltiplo EV/EBITDA marzo 2009

		WACC 1				
		9,0%	9,5%	9,7%	10,5%	11,0%
g	0,5%	3,9x	3,7x	3,6x	3,3x	3,2x
	1,0%	4,1x	3,9x	3,8x	3,5x	3,4x
	1,5%	4,4x	4,2x	4,0x	3,7x	3,5x
	2,0%	4,7x	4,4x	4,3x	3,9x	3,7x
	2,5%	5,1x	4,8x	4,6x	4,2x	4,0x

Descuento de Flujos de Caja a 1 Julio 2009

Para un correcto entendimiento de la valoración se debe tener en cuenta todo el Informe de Valoración, incluyendo la Sección II y las Notas Importantes de las páginas 12, 13 y 14 del presente documento

Múltiplos de Compañías Comparables: metodología

El método de múltiplos comparables es una medida de contraste

- La metodología de valoración mediante la utilización de múltiplos se fundamenta en la comparabilidad de la empresa a valorar y las empresas de referencia de las que se obtienen dichos múltiplos, y ha sido utilizado en el presente informe con el objetivo de complementar y contrastar la valoración desarrollada vía descuento de flujos de caja
- La comparación se lleva a cabo mediante el cálculo de unos múltiplos que relacionan el valor de la compañía con distintas partidas de la Cuenta de Resultados. Posteriormente, estos ratios se aplican a las cifras estimadas de la compañía objeto de valoración, obteniendo así su valor implícito estimado



- Selección en base a las características del negocio (tipo de negocio, mercados...)
- Comparabilidad de variables económico-financieras (capitalización, márgenes, endeudamiento..)

- Se utiliza el EV/EBITDA por su teórica mayor representatividad sobre la capacidad para medir la generación de FCL
- EV/Ventas, EV/EBIT y PER como múltiplos de contraste

- Se considera un rango apropiado de múltiplos

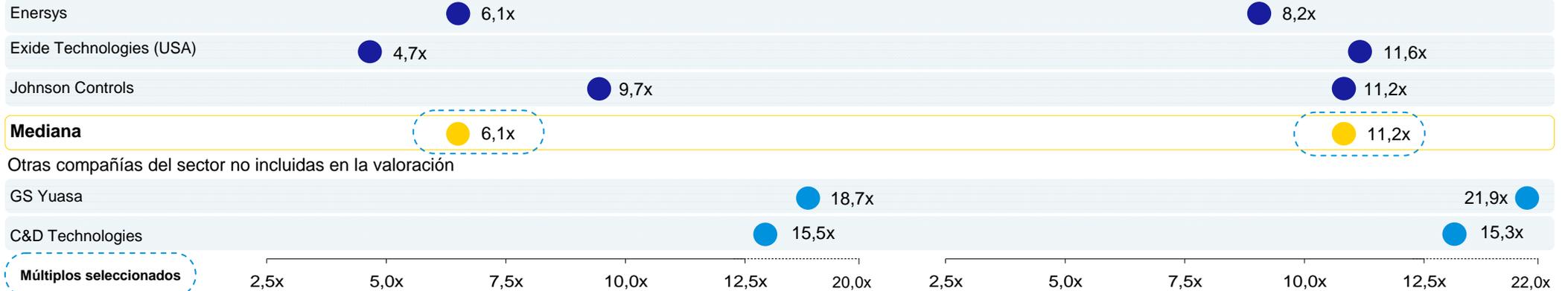
Múltiplos de compañías comparables: cálculo

- La muestra escogida representa las compañías consideradas más comparables a Exide, por tipología de negocio, márgenes, crecimientos etc.
- A la hora de considerar un múltiplo para la valoración, se ha escogido el EV/EBITDA, considerado en este caso como el más apropiado ya que es el que mejor refleja la generación caja de la empresa

Fuente: Bloomberg y Facset
Fecha (25/08/2009)

EV / EBITDA Marzo 09

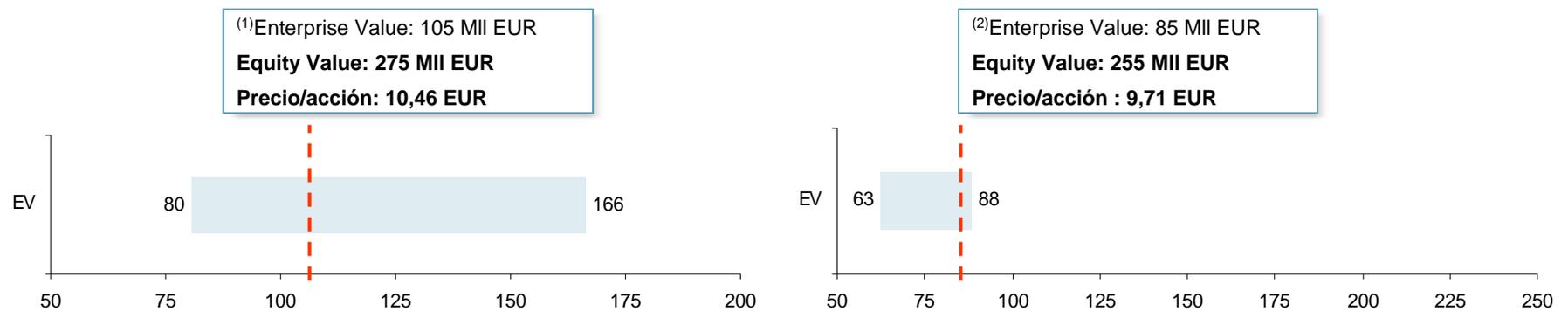
EV / EBITDA Marzo 10E



Múltiplos seleccionados

Posición de Exide Technologies S.A.

DFN + Minoritarios	39,1 MII EUR
Provisiones	5,1 MII EUR
Créditos a empresas del grupo	214,3 MII EUR
Posición Financiera Neta	-170,2 MII EUR



⁽¹⁾ Calculado a partir de la mediana del múltiplo EV/EBITDA de la muestra seleccionada aplicado al EBITDA de Marzo 2009 y para ⁽²⁾ EBITDA Marzo 2010

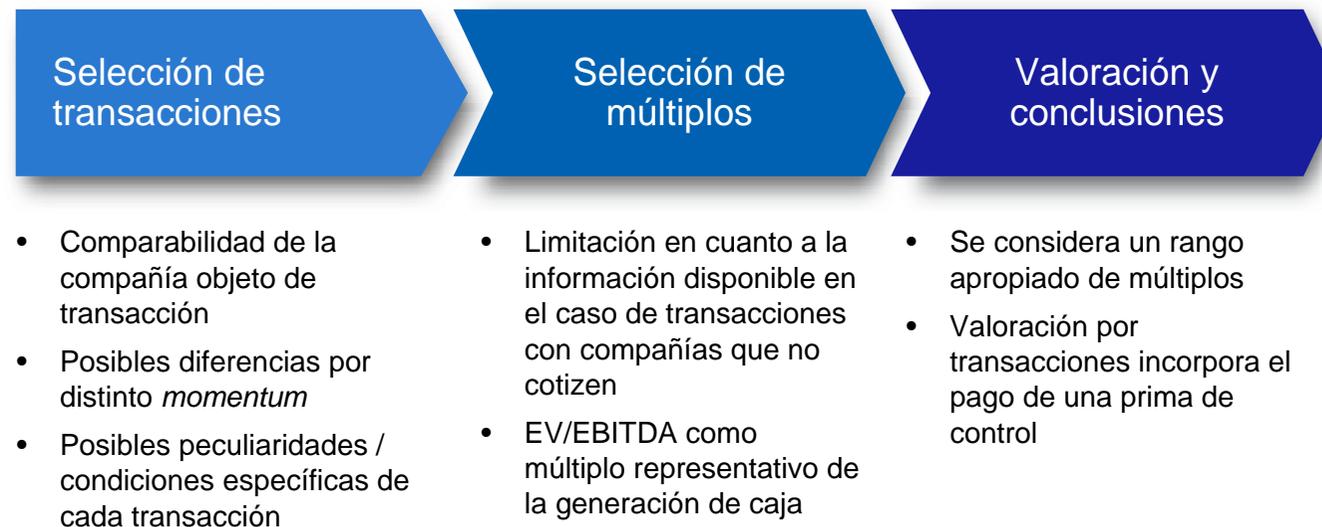
Equity Value, calculado como: Enterprise Value – Posición Financiera Neta a Junio 2009

Para un correcto entendimiento de la valoración se debe tener en cuenta todo el Informe de Valoración, incluyendo la Sección II y las Notas Importantes de las páginas 12, 13 y 14 del presente documento

Transacciones de compañías comparables: metodología

Es un método de contraste limitado al igual que el de múltiplos de compañías cotizadas

- La valoración por transacciones comparables es, junto con la valoración por múltiplos bursátiles, un complemento a la valoración por Descuento de Flujos de Caja. En definitiva, una referencia de valor adicional
- La metodología de valoración mediante transacciones comparables consiste en calcular los múltiplos pagados en transacciones similares y aplicarlos a las partidas correspondientes del negocio objeto de valoración
- De forma análoga al método de múltiplos bursátiles, su limitación estriba en la comparabilidad de las transacciones a incluir en la muestra, así como en la aplicabilidad de los múltiplos más relevantes

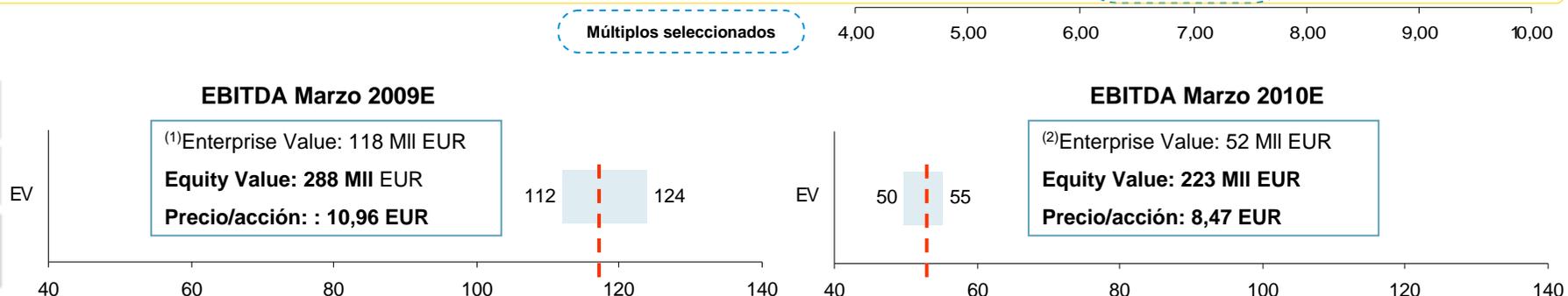


Múltiplos de transacciones comparables: cálculo

Compañía Objetivo	Fecha	Comprador	EV / EBITDA
Fuente: Mergermarket, Thomson One, Bloomberg y Facset Fecha (25/08/2009)			
Tai Kwong Yokohama Bhd	23-nov-07	Hup Soon Global Corp Ltd	n.a.
Nova Pb	17-oct-07	Newalta Income Fund	4,22x
Leclanche S.A.- Lead Acid Battery	31-ene-07	EnerSys Inc	n.a.
Leclanché SA	3-ene-07	EnergyGroup Holding AG	8,16x
Delphi Global Battery	1-jul-05	Johnson Controls Inc	n.a.
FIAMM	19-may-05	Energys	n.a.
IMSA – Battery Unit	10-ago-04	Johnson Controls Inc	9,62x
Saft	14-ene-04	Doughty Hanson	5,50x
Varta AG	1-oct-02	Spectrum Brands	6,89x
Varta Automotive	6-ago-02	Johnson Controls Inc	6,94x
Hoppecke Automotive GmbH & Co	02-oct-01	Johnson Controls Inc	n.a.
Media			6,9x
Mediana			6,9x

Posición de Exide Technologies S.A.

DFN + Minoritarios	39,1 MII EUR
Provisiones	5,1 MII EUR
Créditos a empresas del grupo	214,3 MII EUR
Posición Financiera Neta	-170,2 MII EUR

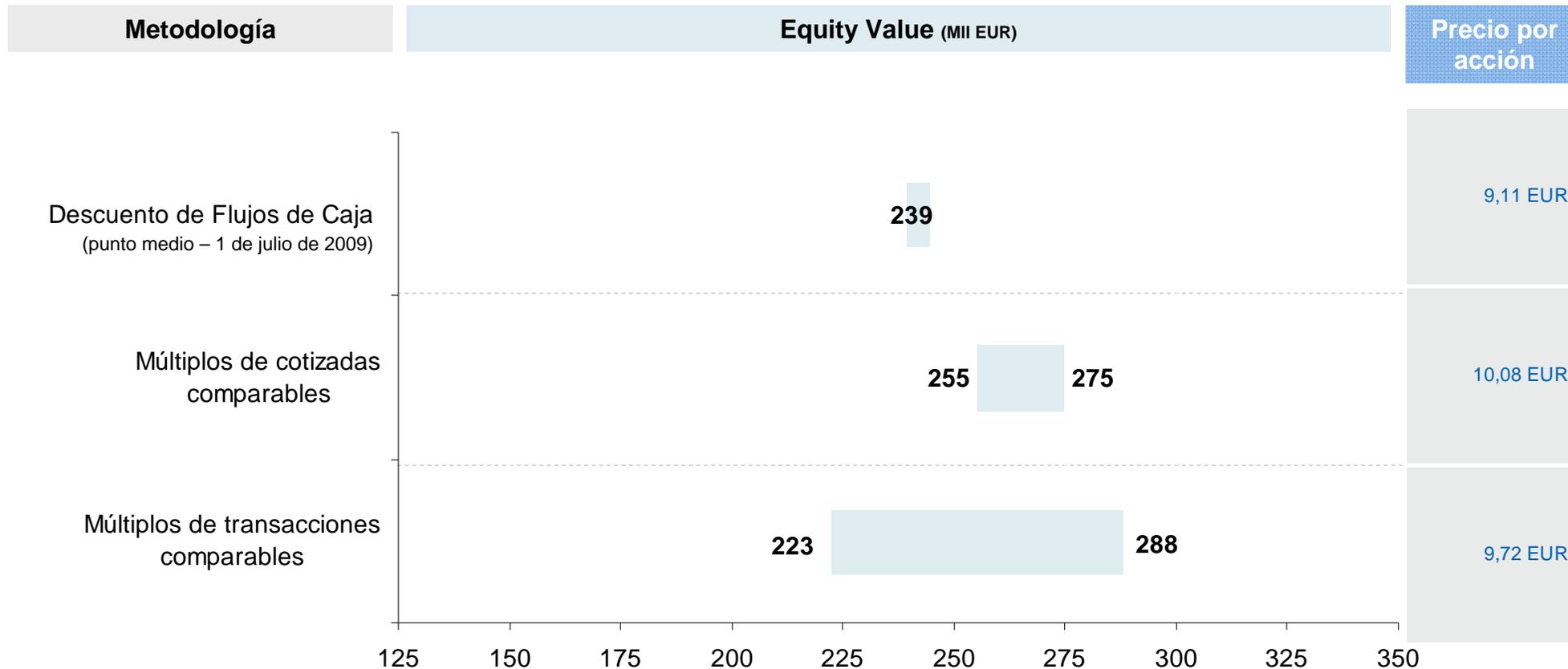


(1) Calculado a partir de la mediana del múltiplo EV/EBITDA de la muestra seleccionada aplicado al EBITDA de Marzo 2009 y para (2) EBITDA Marzo 2010

Equity Value, calculado como: Enterprise Value – Posición Financiera Neta a Junio 2009

Para un correcto entendimiento de la valoración se debe tener en cuenta todo el Informe de Valoración, incluyendo la Sección II y las Notas Importantes de las páginas 12, 13 y 14 del presente documento

Otros métodos: Mapa de valoración



Para más detalles acerca de la valoración ver secciones IV a la VIII

Para un correcto entendimiento de la valoración se debe tener en cuenta todo el Informe de Valoración, incluyendo la Sección II y las Notas Importantes de las páginas 12, 13 y 14 del presente documento

Índice

**Proyecto
Cobena**
Informe de Valoración

Sección I

Resumen ejecutivo

Sección II

Metodología de la valoración

Sección III

Breve descripción de Exide Technologies, S.A.

Sección IV

Valor teórico contable

Sección V

Valor liquidativo

Sección VI

Cotización media ponderada

Sección VII

Valor de la contraprestación ofrecida con anterioridad

Sección VIII

Otros métodos de valoración

Sección IX

Conclusiones de la valoración

Anexos

I Plan de Negocio y Posición Financiera Neta

II Análisis del Coste Medio Ponderado de Capital (WACC)

Conclusiones de la valoración

Métodos contemplados en el Real Decreto 1066/2007, del 27 de julio, sobre el régimen de OPAs

Metodología
Valor teórico contable (1 de julio de 2009)
Valor liquidativo ⁽²⁾
Cotización media ponderada (últimos 6 meses)
Valor de la contraprestación ofrecida con anterioridad ⁽³⁾
Otros métodos de valoración (DFC, múltiplos de compañías y transacciones comparables)

Rango de valoración	
(EUR/acción)	Equity Value (MII EUR)
9,88	260
--	--
6,59	173
--	--
9,11 – 10,08	239 – 265

Aplicabilidad ⁽¹⁾

BBVA considera que el método de valoración que mejor refleja el valor de Exide es el DFC, cuyo valor implícito es de 9,11 EUR por acción (punto medio)

Para más detalles acerca de la valoración ver secciones IV a la VIII

Para un correcto entendimiento de la valoración se debe tener en cuenta todo el Informe de Valoración, incluyendo la Sección II y las Notas Importantes de las páginas 12, 13 y 14 del presente documento

(1) Para más detalle de la razonabilidad de la aplicabilidad de los métodos aplicados ver secciones IV a la VIII

(2) Para mayor detalle sobre la razonabilidad de la aplicabilidad y cálculo del valor liquidativo ver sección V

(3) Para mayor detalle sobre la razonabilidad de la aplicabilidad y cálculo del valor de la contraprestación ofrecida con anterioridad ver sección VII

Considerando los métodos de valoración aplicables, el rango de valoración de Exide, desde un punto de vista financiero, es de 9,11 – 10,08 EUR por acción. El método de valoración que mejor refleja el valor de la Compañía es el DFC (9,11 EUR por acción – punto medio)

Índice

**Proyecto
Cobena**
Informe de Valoración

Sección I

Resumen ejecutivo

Sección II

Metodología de la valoración

Sección III

Breve descripción de Exide Technologies, S.A.

Sección IV

Valor teórico contable

Sección V

Valor liquidativo

Sección VI

Cotización media ponderada

Sección VII

Valor de la contraprestación ofrecida con anterioridad

Sección VIII

Otros métodos de valoración

Sección IX

Conclusiones de la valoración

Anexos

I Plan de Negocio y Posición Financiera Neta

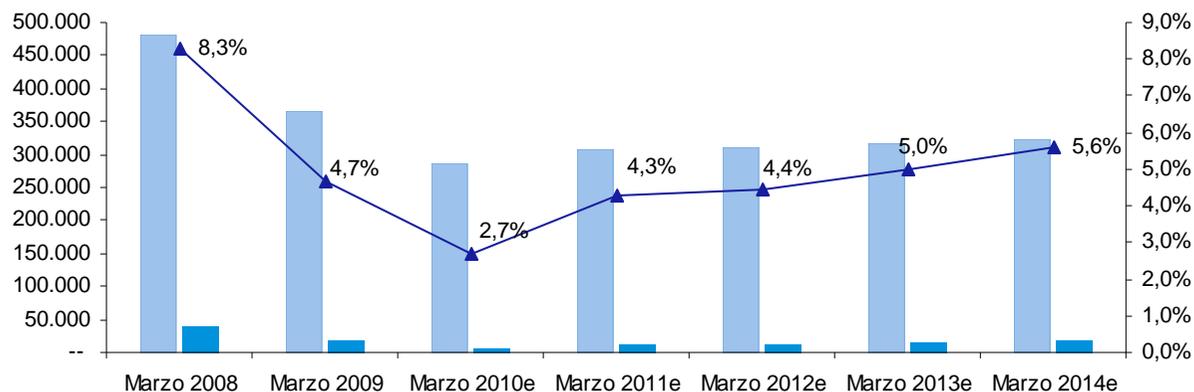
II Análisis del Coste Medio Ponderado de Capital (WACC)

Plan de negocio de Exide

El plan de negocio que será aprobado por el consejo de Exide refleja la implementación de un plan de recorte de gastos operativos (gastos de personal y de explotación), búsqueda de sinergias (departamento de compras, etc.) y control de los gastos de aprovisionamiento (el precio del plomo se ha mantenido estable para el periodo del plan de negocio). No obstante lo anterior, el incremento de los aprovisionamientos es consecuencia del incremento de otras materias primas (excluyendo el plomo)

Pérdidas & Ganancias Exide Technologies S.A. (000 EUR)								
	Marzo 2008	Marzo 2009	1Q-2010	Marzo 2010e	Marzo 2011e	Marzo 2012e	Marzo 2013e	Marzo 2014e
Cifra de negocios	481,425	364,917	69,767	285,954	306,796	310,265	316,483	323,370
Otros ingresos de explotación	614	4,284	--	3,524	3,609	3,662	3,808	3,839
Total ventas	482,039	369,201	69,767	289,478	310,405	313,927	320,292	327,208
Aprovisionamientos	(300,057)	(217,673)	(41,137)	(152,467)	(173,391)	(176,315)	(180,281)	(184,588)
Margen bruto	181,982	151,528	28,630	137,011	137,014	137,612	140,011	142,621
Gastos de personal	(74,957)	(74,904)	(17,486)	(72,211)	(68,011)	(69,031)	(70,066)	(71,117)
Gastos de explotación	(67,238)	(59,521)	(11,295)	(57,183)	(55,792)	(54,869)	(54,089)	(53,378)
EBITDA	39,787	17,103	(151)	7,618	13,211	13,712	15,855	18,126
Amortizaciones	(11,741)	(10,947)	(2,773)	(10,799)	(10,372)	(9,946)	(9,520)	(9,094)
EBIT	28,046	6,156	(2,924)	(3,181)	2,839	3,766	6,335	9,032

Proyección de Ventas y EBITDA (000 EUR)



Fuente: Compañía

■ Cifra de negocios ■ EBITDA ▲ EBITDA Margin

Para un correcto entendimiento de la valoración se debe tener en cuenta todo el Informe de Valoración, incluyendo la Sección II y las Notas Importantes de las páginas 12, 13 y 14 del presente documento

Proyección de Capital Circulante e Inversiones en Inmovilizado

De acuerdo a la información suministrada por la Compañía, el plan de negocio recoge para los próximos años llevar a cabo inversiones en inmovilizado, con el fin de adquirir y renovar maquinaria, instalaciones etc. superiores a las realizadas históricamente

En este sentido, y tras el cierre de alguna de las instalaciones productivas del grupo en Europa, Exide deberá incrementar la capacidad productiva de sus instalaciones de cara a proveer de existencias (baterías) al resto de sociedades europeas del grupo, lo que se refleja en el nivel de Capex proyectado

Proyecciones de la inversión en inmovilizado (2010-2014) (000 EUR)						
	9m- Marzo 2010e	Marzo 2010e	Marzo 2011e	Marzo 2012e	Marzo 2013e	Marzo 2014e
Total Inversión	8.001	10.000	12.000	12.000	12.000	12.000
Total amortización	(8.026)	(10.799)	(10.372)	(9.946)	(9.520)	(9.094)
Amortización pre-inversión		(10.132)	(8.906)	(7.680)	(6.454)	(5.227)
España		(6.528)	(5.400)	(4.272)	(3.144)	(2.016)
Portugal		(3.604)	(3.506)	(3.408)	(3.310)	(3.211)
Amortización de la inversión realizada		(667)	(1.467)	(2.267)	(3.067)	(3.867)
Proyecciones del fondo de maniobra (2010-2014) (000 EUR)						
	Marzo 2010e	Marzo 2011e	Marzo 2012e	Marzo 2013e	Marzo 2014e	
Activos corrientes	91.162	93.933	92.096	91.164	90.033	
Clientes	60.802	60.850	59.926	59.773	59.429	
Clientes por ventas a terceros	41.962	39.236	39.349	40.308	40.952	
Días de cobro	100 días	100 días	100 días	100 días	100 días	
Clientes por ventas inter-compañía	18.840	21.614	20.577	19.465	18.478	
Días de cobro	49 días	46 días	43 días	40 días	37 días	
Existencias	30.360	33.082	32.171	31.392	30.604	
Días de inventario	72 días	69 días	66 días	63 días	60 días	
Current liabilities	55.329	62.922	63.983	65.422	66.985	
Accounts payables	55.329	62.922	63.983	65.422	66.985	
Days Payable Outstanding (DPO)	113 días	113 días	113 días	113 días	113 días	

Fuente: Compañía

Para un correcto entendimiento de la valoración se debe tener en cuenta todo el Informe de Valoración, incluyendo la Sección II y las Notas Importantes de las páginas 12, 13 y 14 del presente documento

Posición Financiera Neta

Posición Financiera Neta de Exide Technologies S.A. (000 EUR)					
	Marzo 2006	Marzo 2007	Marzo 2008	Marzo 2009	Junio 2009
Caja y equivalentes	(3,017)	(3,098)	(2,035)	(1,233)	(830)
Deuda financiera ⁽¹⁾	14,191	9,723	11,121	13,545	22,075
Pasivos/activos por impuestos netos ⁽²⁾	2,480	4,286	5,303	(1,940)	(7,482)
Ajuste por subvenciones recibidas ⁽³⁾	-	-	-	-	(3,142)
Deuda Financiera Neta	13,654	10,911	14,389	10,372	10,620
Intereses Minoritarios	21,407	23,699	27,034	28,530	28,476
Corto plazo	(4,366)	(4,841)	(5,235)	(5,592)	(5,646)
Largo plazo	(130,238)	(147,687)	(202,264)	(196,488)	(208,678)
Créditos a empresas del grupo	(134,604)	(152,528)	(207,499)	(202,079)	(214,324)
Provisiones⁽⁴⁾	2,476	2,299	5,153	6,918	5,060
Subvenciones	0	0	0	(610)	0
Posición Financiera Neta ("PFN")	(97,067)	(115,619)	(160,923)	(156,869)	(170,169)

Fuente: Compañía

- (1) **Deuda financiera:** incluye deudas con entidades de crédito a largo y corto plazo, las obligaciones con el personal y otros pasivos no corrientes
- (2) **Pasivos/activos por impuestos netos:** impuestos diferidos netos, los activos por impuestos diferidos incluyen las deducciones pendientes de aplicar
- (3) **Ajustes por subvenciones recibidas:** para calcular el ajuste en la subvención se ha descontado el préstamo, bajo las condiciones de carencia, vencimiento y tipo de interés, referidas en el segundo párrafo de la página 18 del presente Informe, a un coste de la deuda de 5,79%, obteniéndose un valor en términos de mercado de dicho préstamo de 4.016 miles de EUR. De la diferencia entre el préstamo obtenido (7.158 miles de EUR) y el valor de mercado (4.016 miles de EUR), aflora el ajuste realizado en la posición financiera neta de 3.142 miles de EUR como "Ajuste por subvenciones recibidas"
- (4) **Provisiones:** incluyen provisiones de orden impositiva, litigios laborales, garantías de reestructuración de personal como causa del Expediente de Regulación de Empleo ya aprobado y provisiones medioambientales que la Compañía entiende que existen dudas razonables sobre su recuperación

Para un correcto entendimiento de la valoración se debe tener en cuenta todo el Informe de Valoración, incluyendo la Sección II y las Notas Importantes de las páginas 12, 13 y 14 del presente documento

Índice

**Proyecto
Cobena**
Informe de Valoración

Sección I

Resumen ejecutivo

Sección II

Metodología de la valoración

Sección III

Breve descripción de Exide Technologies, S.A.

Sección IV

Valor teórico contable

Sección V

Valor liquidativo

Sección VI

Cotización media ponderada

Sección VII

Valor de la contraprestación ofrecida con anterioridad

Sección VIII

Otros métodos de valoración

Sección IX

Conclusiones de la valoración

Anexos

I Plan de Negocio y Posición Financiera Neta

II Análisis del Coste Medio Ponderado de Capital (WACC)

Coste Medio Ponderado de Capital (WACC)

Para el cálculo del DFC, se ha considerado apropiado la utilización de dos WACC:

1. El WACC 1: aplicado a partir del tercer año de las proyecciones. Correspondiente a una tasa libre de riesgo histórica (media de los dos últimos años)

2. El WACC 2: con una mayor prima de riesgo implícita (media del último año) dada la actual situación de los mercados financieros.

En nuestra opinión, esta situación de carácter coyuntural revertirá a la media histórica en el futuro, por lo que dicha WACC ha sido aplicado a los dos primeros años de proyecciones

Abreviatura

Ke

Rfr

ERP(1)

ERP(2)

β

KD

Kd

T

WACC

Coste de Capital: $Rfr + (\beta \times ERP)$

Ke (1): **13,2%** Calculada en base a ERP(1)

Ke (2): **15,5%** Calculada en base a ERP(2)

- Tasa libre de riesgo ⁽¹⁾ 3,76%
- Prima de riesgo⁽²⁾ 6,33%
- Prima de riesgo⁽²⁾ 7,83%
- Beta apalancada ⁽³⁾ 1,50

Coste Neto de la Deuda $(Kd) \times (1-T)$
4,1%

- Coste de la deuda ⁽⁴⁾ 5,79%
- Tipo impositivo ⁽⁵⁾ 30%

Estructura financiera⁽⁶⁾

Equity (E): $[E/(D+E)]$: 62%

Deuda (D): $[D/(D+E)]$: 38%



Coste Medio Ponderado de Capital

$[Ke \times E/(D+E)] + [KD \times D/(D+E)]$

WACC 1 **9,72%**

Calculada en base a Ke(1)

WACC 2 **11,10%**

Calculada en base a Ke(2)

(1) Bono español a 10 años (Fuente: Bloomberg 25 de agosto de 2009)

(2) Prima de riesgo (1): Modelo EYG de BBVA Servicio de Estudios, promedio para los últimos 2 años. Prima de Riesgo (2): Modelo EYG de BBVA Servicio de Estudios, promedio para el último año

(3) Beta apalancada del sector (Fuente: Bloomberg 25 de agosto de 2009)

(4) Bono español a 5 años (Fuente: Bloomberg 25 de agosto de 2009) + 300 puntos básicos de spread

(5) Tasa marginal de 30%

(6) Estructura sectorial de apalancamiento