

COMUNICACIÓN DE HECHO RELEVANTE

MECALUX, S.A.

26 de marzo de 2010

En virtud de lo dispuesto en el artículo 82 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y como continuación al Hecho Relevante publicado el 24 de marzo de 2010, Mecalux, S.A. informa de las modificaciones incorporadas por Atlas Capital Close Brothers, S.L.U. en su informe de valoración de fecha 23 de marzo de 2010. Se adjunta al presente Hecho Relevante el Informe de Valoración de Atlas Capital Close Brothers, S.L.U. con las modificaciones introducidas.

Se hace constar que dichas modificaciones no alteran las conclusiones del Informe del Consejo de Administración de la Sociedad de fecha 24 de marzo de 2010, justificativo, de conformidad con el artículo 34.5 de la Ley del Mercado de Valores, de la propuesta de exclusión de negociación bursátil de las acciones de Mecalux, S.A., la correspondiente formulación de una Oferta Pública de Adquisición por exclusión y del precio ofrecido en la misma.

Lo que se comunica para público y general conocimiento, a 26 de marzo de 2010.

Mecalux, S.A.

D. Javier Carrillo Lostao

Our ref: cover letter Mecalux, S.A.

David García Cervero
Direct Tel: +34 91 524 11 23
Mobile: +699 44 58 61
dgarcia@atlascapital.es

26 de marzo de 2010

STRICTLY PRIVATE & CONFIDENTIAL

Sres. Consejeros de Mecalux, S.A.

Silici 1-5

08940 Cornellà de Llobregat - Barcelona

España

Estimados Sres.

Informe de Experto Independiente

En relación con el Informe de Valoración de Mecalux con fecha 25 de noviembre de 2009 (en adelante, "Fecha de Valoración") que fue emitido con fecha 23 de Marzo de 2010 (en adelante, "Fecha de Emisión"), queremos poner en su conocimiento que hemos detectado la necesidad de realizar determinadas aclaraciones y modificaciones.

En este sentido, el nuevo Informe de Valoración modifica el anterior en las siguientes páginas: 8, 31, 39, 45, 48, 51, 53, 54, 55, 58, 60, 63, 71, 73 y 75.

Por los efectos de las modificaciones anteriormente mencionadas, nuestras conclusiones con respecto al rango de valoración de Mecalux se modifican ligeramente desde los 12,89-13,47€/acción del anterior Informe hasta los 13,00-13,58€/acción del nuevo Informe.

Método de Valoración	Rango de Valoración (€/Acción)	Precio medio (€/Acción)
Valor teórico contable (VTC)		
A 31 de diciembre de 2008	11,58	10,54
A 30 de junio de 2009	9,95	
A 31 de octubre de 2009	9,49	
A 31 de diciembre de 2009	9,37	
Valor liquidativo de la Sociedad	De la aplicación de este método resultarían valores que, en ningún caso, serían superiores a los valores obtenidos a partir de los demás métodos utilizados	
Cotización media ponderada		
Del último semestre	10,60	10,82
Del último trimestre	11,03	
Del último mes	10,91	
Valor de la contraprestación ofrecida en el caso de OPAs formuladas en el año precedente	No ha tenido lugar ninguna Oferta Pública de Adquisición durante los doce meses anteriores	
Otros métodos de valoración		
Múltiplos de compañías cotizadas comparables	4,67 - 7,71	6,19
Múltiplos de transacciones comparables	4,73 - 7,90	6,31
Descuento de flujos de caja (DCF)	13,00 - 13,58	13,18

Atlas Capital Close Brothers

C/Montalbán, 9 Madrid 28014

Telephone: +34 915 24 11 23 Fax: +34 915 23 51 60 www.atlascapital.es

Subsidiary of Close Brothers Corporate Finance

Quedamos a su disposición para aclarar cualquier duda que pudieran tener.

Sin otro particular, les saluda atentamente

David García Cervero
Managing Director

Informe de Valoración de Mecalux, S.A.

Presentación al Consejo de Administración de Mecalux, S.A.

Marzo, 2010

Nota Importante – Fecha de Valoración

- Atlas Capital ha realizado el presente Informe de Valoración de Mecalux con fecha 25 de noviembre de 2009 (en adelante, “Fecha de Valoración”).
- El Informe de Valoración ha sido emitido con fecha 23 de Marzo de 2010 (en adelante, “Fecha de Emisión”).
- Atlas Capital considera que, en términos generales, las conclusiones de valoración correspondientes de la Fecha de Valoración se mantienen válidas y están vigentes a la Fecha de Emisión del presente Informe de Valoración, por los siguientes motivos:
 - De acuerdo con la evolución del mercado, entre la Fecha de Valoración y la Fecha de Emisión del Informe de Valoración, no se han detectado alteraciones en los agregados macroeconómicos (ya que algunos de ellos como la rentabilidad del bono español a 10 años han sido actualizados a una fecha más próxima a la de emisión de este informe), ni en los mercados en los que opera Mecalux, que pudieran incidir de forma significativa en las conclusiones de valoración;
 - De acuerdo con la evolución de los mercados financieros, entre la Fecha de Valoración y la Fecha de Emisión del Informe de Valoración, no se han producido alteraciones significativas en los múltiplos de cotización de las compañías comparables que pudieran afectar de forma significativa a las conclusiones de valoración.
 - De acuerdo con la evolución del negocio de Mecalux, entre la Fecha de Valoración y la Fecha de Emisión del Informe de Valoración, no se han detectado variaciones importantes en los niveles de ventas, márgenes y resultados, que pudieran afectar significativamente a las conclusiones de valoración; en este sentido, se han incorporado los datos de cierre de 2009 (todavía pendientes de auditoría), y se ha revisado el plan de negocio conforme a los mismos. Asimismo, no se han detectado variaciones significativas en el negocio de Mecalux durante el tiempo transcurrido del ejercicio 2010.
 - De acuerdo con nuestras conversaciones con la Dirección de la Compañía, entre la Fecha de Valoración y la Fecha de Emisión del Informe de Valoración, no se han conocido otros hechos o circunstancias que pudieran afectar de forma significativa a las conclusiones de valoración.
- En consecuencia, Atlas Capital considera que el Rango de Precios obtenido por Atlas Capital a la Fecha de Valoración sigue siendo razonable y válido a los efectos descritos en el presente Informe.

Nota Importante

- Atlas Capital Close Brothers S.L.U. (en adelante, “Atlas Capital Close Brothers”, “Atlas Capital” o el “Experto Independiente”), ha realizado el presente análisis de valor de Mecalux, S.A. (en adelante, también, “Mecalux” o la “Compañía”), bajo el ámbito del contrato de servicios profesionales firmado entre Atlas Capital y Mecalux.
- Este documento ha sido preparado por Atlas Capital en el marco del procedimiento de exclusión de cotización de las acciones de Mecalux de las Bolsas de Valores de Madrid y Barcelona y del SIBE (la “Transacción”), y en cumplimiento con el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el Régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores.
- Atlas Capital no ha trabajado previamente para Mecalux y en la elaboración del presente Informe de Valoración de Mecalux no se ve afectado por ningún conflicto de interés. En relación con lo anterior, se deja constancia de que Atlas Capital ha asumido y continuará asumiendo expresamente la obligación de establecer las medidas necesarias para impedir el flujo de información privilegiada entre sus distintas áreas de actividad, de forma que se garantice que cada una de éstas tome de manera autónoma sus decisiones referentes al ámbito de los mercados de valores, evitando la existencia de conflictos de interés. Asimismo, se hace constar que Atlas ha emitido el presente informe con absoluta independencia respecto del análisis de valor de Mecalux efectuado por el segundo experto independiente: PricewaterhouseCoopers.
- Atlas Capital, en el desarrollo de sus servicios profesionales, no ha llevado a cabo, y no se le ha solicitado que llevase a cabo, la auditoría de la información utilizada para la prestación de dichos servicios profesionales, no asumiendo, ni Atlas Capital, ni sus socios, ni sus empleados, responsabilidad alguna acerca de la veracidad y exactitud de los datos y de la información utilizada, la cual ha sido proporcionada a Atlas Capital por la Compañía.
- Ni Atlas Capital ni ninguno de sus accionistas, administradores y/o empleados garantizan la precisión o exactitud de cualquier dato, manifestación o proyección facilitada por la Compañía y contenida en el presente Informe, quedando exonerados de cualquier tipo de responsabilidad, incluso de la derivada de culpa leve, tanto por la información y/o datos y/o proyecciones de la Compañía que en el mismo se contienen, como por los que hayan podido omitirse, aún cuando los mismos difieran de los que pudiera emitir otro tercero independiente.

Nota Importante

- La valoración de la Compañía está basada, en parte, en estimaciones a futuro sobre los estados financieros de Mecalux, preparadas por la Compañía y por Atlas Capital, conforme a las hipótesis determinadas y proporcionadas por la Dirección de la Compañía y/o sus asesores y que recogen su mejor estimación acerca de los resultados futuros y de los cambios estimados en la posición financiera, basándose en las presentes circunstancias y en su esperado desarrollo. Atlas Capital ha dispuesto de la información necesaria para llevar a cabo este análisis de valor de Mecalux. Según la información proporcionada por la Compañía, Atlas Capital considera que estas estimaciones pueden reflejar un escenario razonable de evolución futura de Mecalux. Dadas las incertidumbres inherentes a cualquier información concerniente al futuro, alguna de estas hipótesis podrían no materializarse tal y como se ha definido y podrían ocurrir acontecimientos no previstos. En consecuencia, esta valoración está basada exclusivamente en los criterios, manifestaciones y exposiciones expresados en este documento.
- Rango de Valoración se define como el rango de precios que podría ser acordado entre partes bien informadas en un mercado abierto y transparente, con libre capacidad de actuación, expresado en unidades monetarias.
- Este documento no constituye una recomendación al Consejo de Mecalux ni a sus accionistas sobre la Transacción y no evalúa ninguna de las posibles opciones que Mecalux y/o sus accionistas pudieran tomar en relación con la Transacción .
- Dadas las especiales características de las materias contenidas en este documento, el mismo deberá considerarse como confidencial y de uso exclusivo del Consejo de Administración de la Compañía, y su uso o distribución a terceras partes está restringido a lo dispuesto en nuestra Carta de Encargo. No obstante, el presente Informe podrá ser hecho público si fuese necesario a petición de la Comisión Nacional del Mercado de Valores como Anexo al Folleto Explicativo de la OPA.
 - Ninguna parte de este documento debe utilizarse separada del resto.
 - Atlas Capital no acepta ninguna responsabilidad sobre la exactitud y consecuencias de este Informe derivadas de las limitaciones aquí expuestas o del incumplimiento de las proyecciones financieras proporcionadas por la Compañía.
 - Atlas Capital no responderá, en ningún caso, por la pérdida, daño, coste o gastos que pudieran surgir de cualquier acto fraudulento, omisión de información, falsa representación, fallo o negligencia o cualquier otro error cometido en relación con la información que se nos ha facilitado y con cualquier otra relevante para nuestro trabajo, por Mecalux, por su personal directivo, empleados o asesores.

INDICE

	Página
Resumen Ejecutivo	6
Descripción de la Compañía	9
Metodologías de Valoración Consideradas	16
Valor Teórico Contable	18
Valor Liquidativo	20
Cotización Media Ponderada del Último Semestre	22
Múltiplos de Compañías Cotizadas Comparables	24
Múltiplos de Transacciones Comparables	29
Descuento de Flujos de Caja	36
Conclusiones	59

ANEXOS

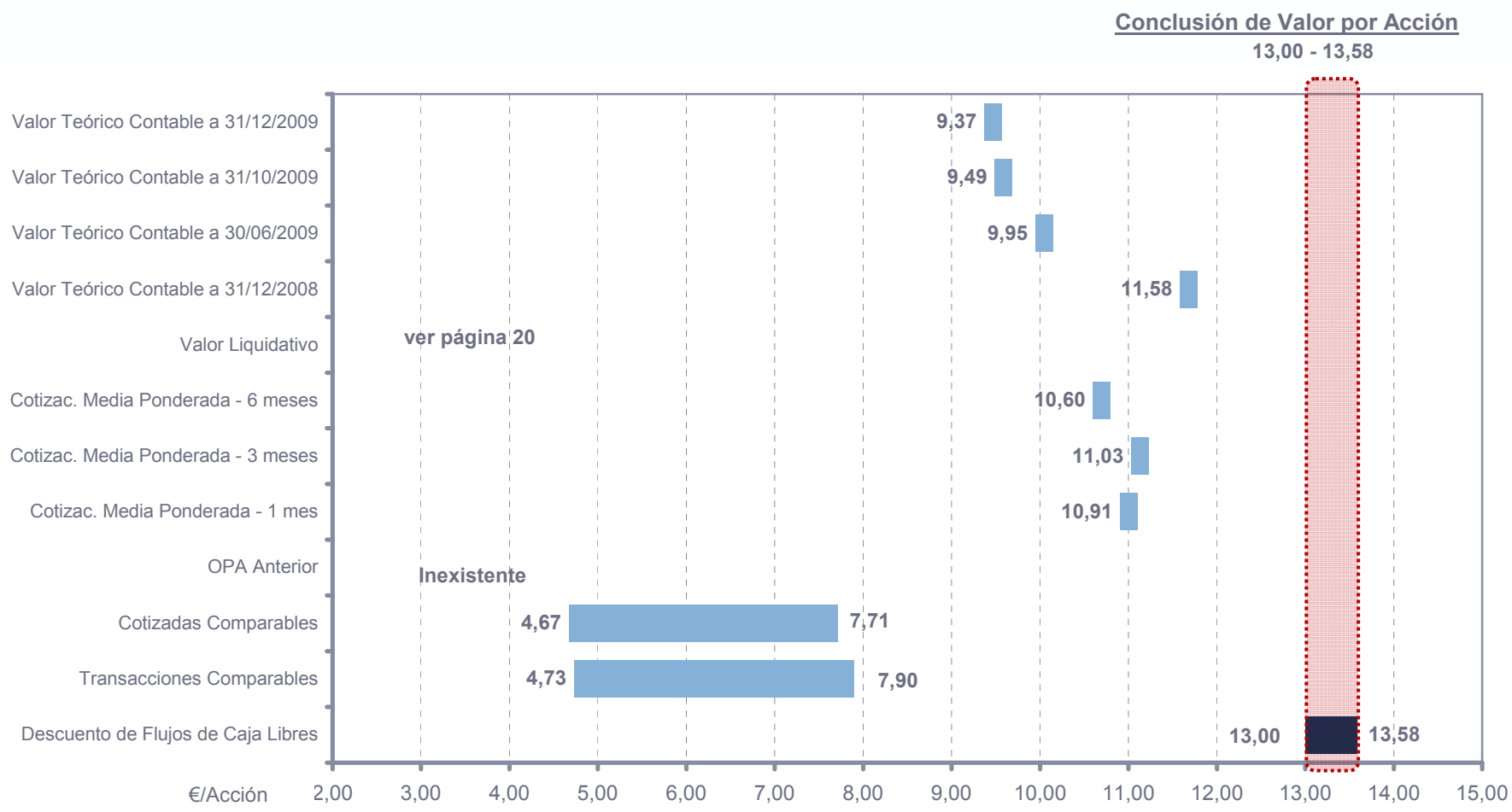
Descripción de las Compañías Cotizadas Comparables	A1
Detalle de las Magnitudes Financieras	A2
Líneas de Productos de Mecalux	A3

1 Resumen Ejecutivo

1.1 Antecedentes y Consideraciones

- El Consejo de Administración de Mecalux ha solicitado que Atlas Capital realice un Informe de Valoración de la Compañía, en el marco del procedimiento de una eventual exclusión de cotización de las Bolsas de Valores de Madrid y Barcelona y del SIBE.
- La determinación del precio de la oferta por parte de los Administradores debe basarse en el contenido del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el Régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores, por lo que el trabajo de Atlas Capital se ha basado en la adecuación del precio fijado en base a las indicaciones del Real Decreto.
- Para emitir el presente Informe de Valoración, Atlas Capital se ha basado, entre otros aspectos relevantes, en información proporcionada por Mecalux, entre la que cabe destacar, el Plan de Negocio de la Compañía para el periodo 2010-2014 y el cierre del ejercicio 2009 pendiente de auditoría. Adicionalmente, se ha utilizado información pública sobre Mecalux (cuentas anuales, informes de analistas, etc.), así como datos públicos sobre compañías comparables: estados financieros históricos, información bursátil relativa a las cotizaciones, informes de analistas bursátiles, etc. Atlas Capital ha dispuesto de la información necesaria para llevar a cabo este análisis de valor de Mecalux.
- Asimismo, se han mantenido reuniones con la Compañía para aclarar cuestiones de la operativa del negocio, el plan estratégico, la situación financiera actual y esperada, la situación fiscal, contrastar hipótesis asumidas y demás aspectos que se han considerado relevantes o necesarios para llevar a cabo el análisis de valor, sin ningún tipo de limitación.
- Tanto las cotizaciones como el descuento de flujos de caja utilizadas en nuestro trabajo tienen como fecha de referencia el 25 de noviembre de 2009.
- Las previsiones financieras utilizadas en nuestro análisis han sido elaboradas sobre la base de la información proporcionada por Mecalux, y constituyen su mejor estimación a futuro de la evolución del negocio. No obstante, aunque estando por lo tanto sujetas a incertidumbre, y podrían no materializarse como ha sido previsto, Atlas Capital ha prestado cuidado y atención razonable a la coherencia y razonabilidad global de dichas proyecciones desde un punto de vista financiero en su conjunto.
- Atlas Capital considera que las proyecciones en este Informe reflejan razonablemente la posible evolución futura de la Compañía. Sin embargo, estas proyecciones están sujetas a incertidumbres, cambios en las circunstancias y acontecimientos no previstos, por lo que la evolución financiera futura de la Compañía podría resultar materialmente distinta a las proyecciones presentadas.
- Para llevar a cabo el análisis de valor de Mecalux, Atlas Capital ha tenido en cuenta los criterios de valoración establecidos en el Real Decreto 1066/2007, incluyendo métodos habitualmente utilizados en la comunidad financiera, tales como el Descuento de Flujos de Caja, Múltiplos de Compañías Cotizadas Comparables y Múltiplos de Transacciones Comparables.

1.2 Resumen de la Valoración de Mecalux



De acuerdo con los criterios de valoración establecidos en el RD 1066/2007 concluimos que el rango de valor de Mecalux se sitúa entre 13,00 y 13,58 Euros por Acción

2 Descripción de la Compañía

2.1 Visión General de Mecalux

Descripción General

- Mecalux es uno de los líderes mundiales en el sector de sistemas de almacenaje, realizando la práctica totalidad de las tareas necesarias en el proceso de desarrollo de un almacén.
 - Estas tareas van desde la ingeniería, diseño, fabricación y comercialización hasta su instalación. Mecalux, adicionalmente, desarrolla software para almacenes y suministra servicios de consultoría.
- Mecalux es líder de su sector en España y se sitúa entre las cinco compañías con mayor volumen de ventas a nivel mundial junto a Schafer, Daifuku, FKI, y Demantic. Mecalux realiza ventas en más de 70 países.
- La empresa cuenta con una extensa red de distribución, con presencia en España, Francia, Portugal, Italia, Alemania, Bélgica, Reino Unido, Polonia, Argentina, Chile, México y Estados Unidos.

Centros Productivos

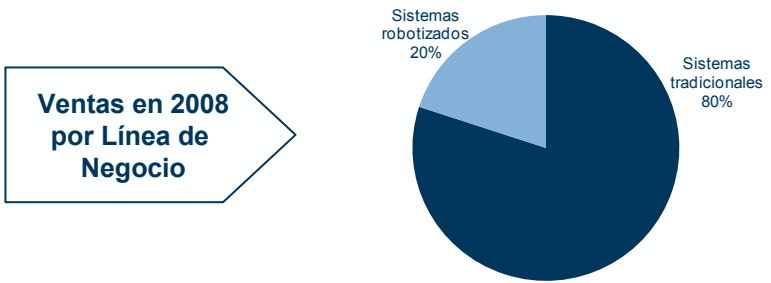
- El Grupo dispone de doce centros productivos ubicados estratégicamente para ofrecer un servicio rápido y ágil a sus mercados actuales y potenciales.



Fuente: Mecalux

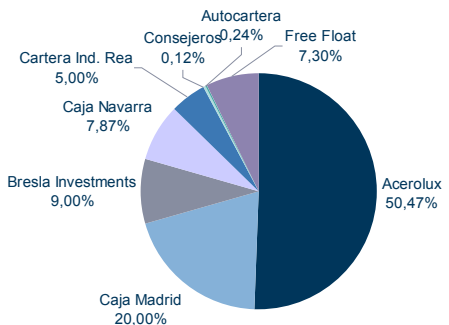
Líneas de Negocio

- Mecalux ofrece tres familias de productos; Sistemas de Almacenamiento Tradicional, Sistemas de Almacenamiento Automatizado y Otros Productos y Servicios.



Accionariado a Noviembre 2009

- Acerolux tiene una participación mayoritaria con un 50,47% del capital, seguida de Caja Madrid, que suscribió en su totalidad una ampliación de capital por el 20,00% de la Compañía en Julio de 2008. Bresla Investments ostenta un 8,86%, Caja Navarra 7,87% y Cartera Industrial Rea un 5,00%.
- El Free Float, excluida las posiciones de determinados Consejeros (0,12%) y la autocartera (0,24%) asciende actualmente a c. 7,30% del capital.



Fuente: CNMV

2.2 Visión General de los Productos de Mecalux

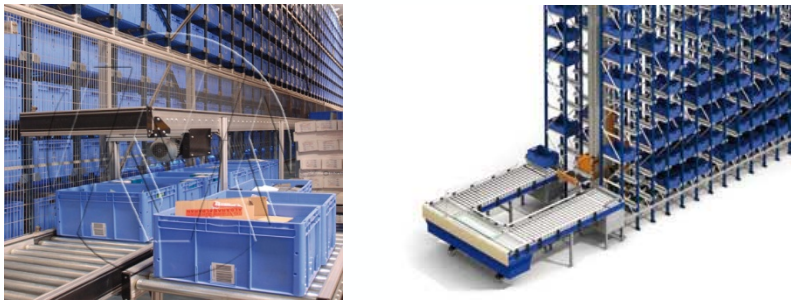
Sistemas Tradicionales

- Sistemas de almacenamiento de pallets
- Sistemas de picking
- Otros sistemas, tales como entreplanta o taquillas metálicas



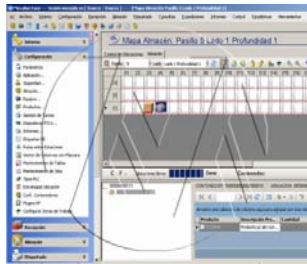
Sistemas Robotizados

- Plataformas elevadoras de cajas y pallets
- Parkings automatizados
- Cintas transportadoras

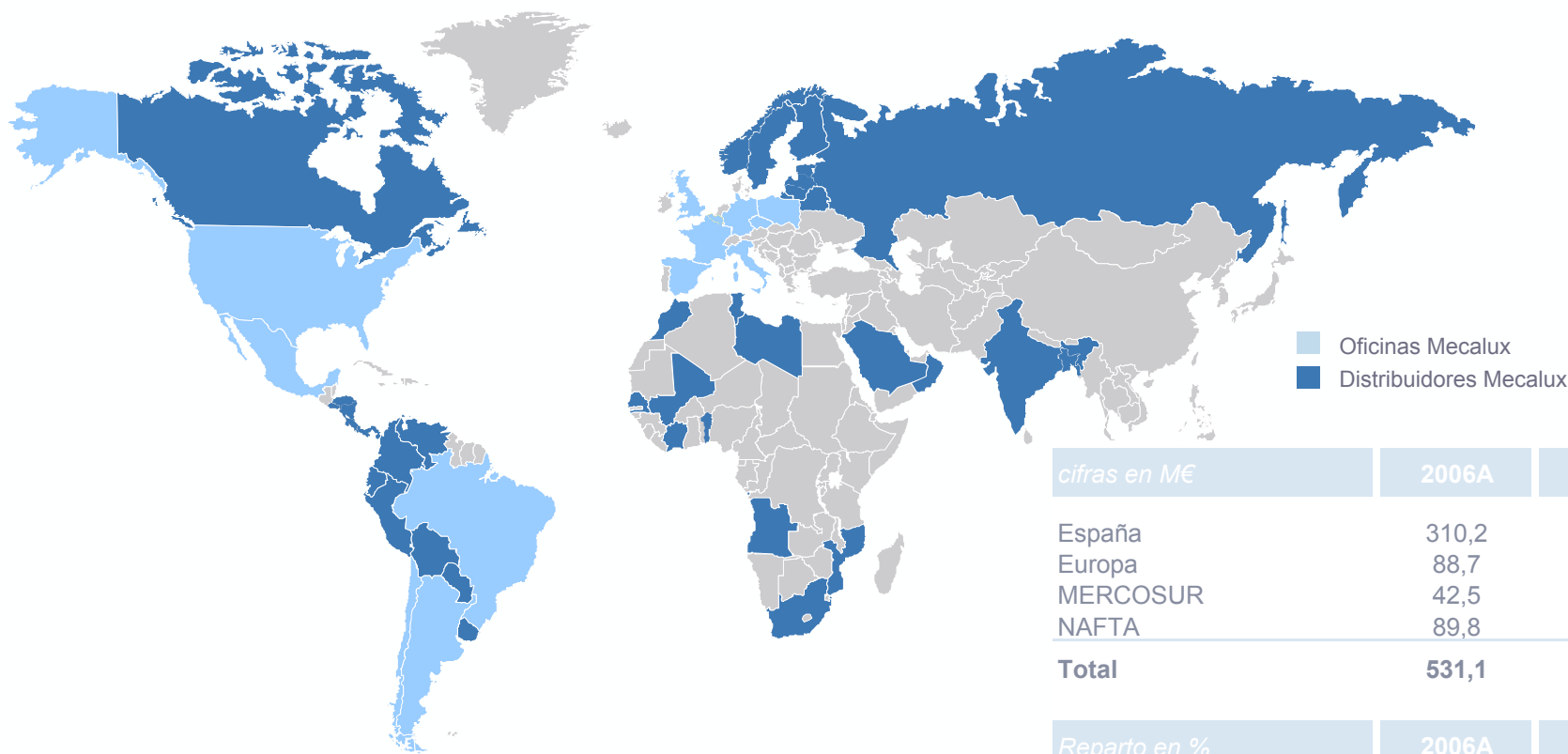


Otros Servicios

- Consultoría
- Software (aplicaciones de gestión de almacenes)



2.3 Presencia Geográfica de Mecalux



<i>cifras en M€</i>	2006A	2007A	2008A
España	310,2	346,5	339,7
Europa	88,7	109,7	129,7
MERCOSUR	42,5	51,4	78,8
NAFTA	89,8	90,6	87,6
Total	531,1	598,1	635,8

<i>Reparto en %</i>	2006A	2007A	2008A
España	58%	58%	54%
Europa	17%	18%	20%
MERCOSUR	8%	9%	12%
NAFTA	17%	15%	14%

Mecalux incrementó en el periodo 2005-2008 sus ventas en sus principales mercados, definidos como España, Europa (excl. España), NAFTA (principalmente Estados Unidos y México) y Mercosur (principalmente Argentina y Brasil)

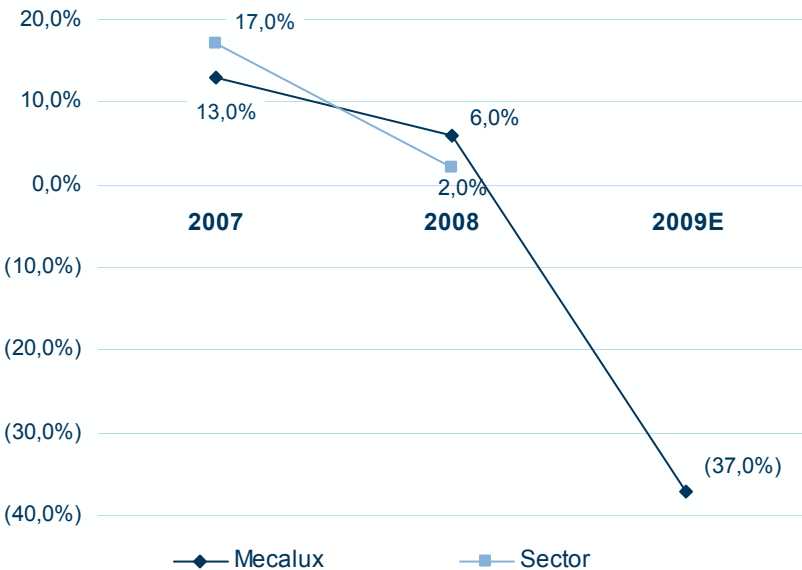
Descripción de la Compañía

2.4 Posición Competitiva

Descripción General

- Mecalux es una compañía destacada fabricante de estanterías y sistemas de almacenaje con unas ventas en 2008 de 635,8 M€. Mecalux experimentó un mayor crecimiento que la media del sector debido en parte a ciertas adquisiciones, y en parte a los resultados obtenidos en Brasil, Europa Central y Europa del Este.
- Las ventas por línea de negocio se mantuvieron en línea en 2008 con respecto a 2007, repartidas entre sistemas tradicionales, sistemas automatizados y software.
- La disminución de la facturación esperada en 2009, se explica principalmente por la falta de crédito y por la reducción de actividad económica global. Esto repercute en una menor inversión, tanto en el desarrollo de nuevas infraestructuras de parques logísticos como en la modernización de las infraestructuras existentes.
- Los mercados emergentes son la principal alternativa actual de crecimiento, haciendo especial hincapié en Europa del Este, NAFTA y MERCOSUR.
- La capacidad productiva de Mecalux en el año 2009 se repartía de la siguiente forma: las plantas españolas sirven principalmente el mercado doméstico; desde Polonia se sirve tanto a los mercados europeos como a los países emergentes del Este de Europa; el área NAFTA dispone de dos plantas en México (cerca de la frontera, para poder apoyar la demanda americana) y tres en USA (dos procedentes de Interlake); finalmente, el área MERCOSUR consta de dos plantas productivas, repartidas una en Argentina y otra en Brasil.

Evolución del Mercado vs. Mecalux *Mercado: Sector de estanterías de almacenaje en España*



Mecalux es una compañía destacada en el sector de soluciones de almacenaje

2.5 Principales Magnitudes Financieras Históricas (1/2)

- A continuación se presenta un resumen de las principales magnitudes financieras de los ejercicios 2006, 2007 y 2008, según las Cuentas Auditadas de la Compañía, depositadas en el Registro Mercantil y disponibles en la web de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).
- Asimismo, incorporamos las cuentas correspondientes al cierre de 2009 proporcionadas por la Compañía.

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

cifras en M€	2006A	2007A	2008A	2009
Importe neto cifra de negocios	531	598	636	402
Aprovisionamientos	(239)	(265)	(287)	(191)
Margen Bruto	292	333	348	211
Otros ingresos	3	4	4	11
Gastos de personal	(91)	(105)	(115)	(107)
Variación neta de provisiones	(3)	(2)	(1)	(2)
Otros gastos de explotación	(131)	(148)	(159)	(115)
EBITDA	70	83	78	(12)
Amortizaciones	(20)	(19)	(21)	(22)
EBIT	50	64	57	(34)
Ingresos netos por venta de inmovilizado	0	0	(0)	-
Ingresos financieros	4	7	19	-
Gastos financieros	(19)	(21)	(27)	(4)
Deterioro y pérdidas de activos financieros	-	-	(8)	8
BAI	36	49	40	(30)
Impuesto sobre beneficios	13	(14)	(4)	6
Bº Neto de operaciones continuadas	48	35	36	(24)
Resultado atribuible a minoritarios	(0)	(0)	(0)	(0)
Bº Neto de la Sociedad Dominante	48	35	36	(24)

Balance de Situación

cifras en M€	2006A	2007A	2008A	2009
<u>Activo</u>				
Total Activo Fijo	231	259	274	302
Existencias	100	106	110	88
Deudores comerciales	115	128	135	102
Otros Deudores	13	23	17	17
Tesorería	41	46	94	47
Total Activo	500	563	629	557
<u>Pasivo y Patrimonio Neto</u>				
Patrimonio neto	202	222	388	346
Deuda largo plazo	166	148	86	38
Otros pasivos LP	13	28	28	40
Deuda corto plazo	49	67	35	58
Acreedores Comerciales	77	85	58	53
Otros acreedores	21	27	31	22
Total Pasivo y Patrimonio Neto	528	578	625	557

2.5 Principales Magnitudes Financieras Históricas (2/2)

Fondo de Maniobra				
cifras en M€	2006A	2007A	2008A	2009

<u>Fondo de Maniobra</u>				
Existencias	100	106	110	88
Deudores comerciales	115	128	135	102
Otros deudores	13	23	17	17
Acreedores comerciales	77	85	58	53
Otros acreedores	<u>21</u>	<u>27</u>	<u>31</u>	<u>22</u>
Total Fondo de Maniobra (=WC)	129	145	173	132
<u>Días de Cobro / Pago⁽¹⁾</u>				
Existencias	69d	65d	63d	80d
Deudores comerciales	79d	78d	78d	93d
Otros deudores	2%	4%	3%	4%
Acreedores comerciales	118d	118d	73d	102d
Otros acreedores	17%	19%	20%	21%

Inversiones de capital y Amortizaciones				
cifras en M€	2006A	2007A	2008A	2009

<u>Activo Fijo</u>				
Saldo inicial	231	259	274	270
+ Nuevas inversiones	37	25	26	34
Δ Variaciones Activo Fijo	8	8	(9)	20
- Amortizaciones del período	(17)	(19)	(21)	(22)
Saldo final	259	274	270	302
Inversiones de capital total (=Capex) ⁽²⁾	45	33	17	54
Capex % ventas	8%	6%	3%	13%

Gastos de Personal			
cifras en M€	2006A	2007A	2008A

<u>Número de Empleados</u>			
Ejecutivos	79	66	68
Directivos intermedios	178	196	209
Otros	837	976	1.055
Comerciales	241	269	284
Operarios	1.823	2.039	2.237
Total	3.158	3.546	3.853
Gastos de Personal (M€)	91	105	115
Gastos de Personal / Empleado (€000)	29	30	30

- Mecalux y sus filiales, Mecalux Servis y Esmena, presentaron sendos EREs que entraron en vigor en los meses de Junio y Julio de 2009 y que afectan a un total de 907 trabajadores.
- Dicha suspensión se extenderá hasta mediados de 2010.
- La decisión se tomó con objeto de ajustar las necesidades de producción a la reducción experimentada en las ventas, como consecuencia de la difícil situación económica general.

(1) Notas al Fondo de Maniobra: Existencias calculadas como días de ventas; Deudores comerciales calculados como días de ventas; Otros deudores calculados como porcentaje de ventas; Acreedores comerciales calculados como días de aprovisionamientos; Otros acreedores calculados como porcentaje de Opex.

(2) Notas al Capex: En 2006, 22M€ corresponden a la fábrica de Polonia, 4M€ a inversiones en América y 3M€ al proyecto de Esmena. En 2007, 4M€ corresponden a la fábrica de Polonia, 14M€ a inversiones en América, 5M€ al proyecto de Esmena. En 2008, 15M€ corresponden a inversiones en Esmena, 7M€ a Mecalux SA (4,4M€ para actualización de fábricas y 2,4M€ para robótica) y 4,3M€ en otras inversiones menores.

3 Metodologías de Valoración Consideradas

3.1 Metodologías de Valoración

- La presente valoración se realiza en el marco del proceso de la eventual exclusión de cotización de las acciones de Mecalux de las Bolsas de Valores de Madrid y Barcelona y del SIBE.
- La determinación del precio de la oferta por parte de los Administradores debe estar conforme con el Artículo 10.6 del Capítulo III del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores.
- El Artículo 10.5 establece que el Informe de Valoración a facilitar por los Administradores contendrá una justificación detallada sobre la propuesta y el precio ofrecido, basado en los resultados obtenidos a partir de los siguientes métodos:
 - **Valor teórico contable** de la sociedad y, en su caso, del grupo consolidado, calculado con base en las últimas cuentas anuales auditadas y, si son de fecha posterior a éstas, sobre la base de los últimos estados financieros.
 - **Valor liquidativo** de la sociedad y, en su caso, del grupo consolidado. Si de la aplicación de este método fueran a resultar valores significativamente inferiores a los obtenidos a partir de los demás métodos, no será preciso su cálculo siempre que en el informe se haga constar dicha circunstancia.
 - **Valor de la contraprestación ofrecida en una oferta pública de adquisición el año precedente.**
 - **Cotización media ponderada** de los valores durante el semestre inmediatamente anterior al anuncio de la propuesta de exclusión mediante la publicación de un hecho relevante, cualquiera que sea el número de sesiones en que se hubieran negociado.
 - **Valor de contraprestación ofrecido con anterioridad**, en el supuesto de que se hubiese formulado alguna oferta pública de adquisición en el año precedente a la fecha del acuerdo de solicitud de exclusión.
 - **Otros métodos de valoración** aplicables al caso concreto y aceptados comúnmente por la comunidad financiera internacional. En el caso de Mecalux, Atlas Capital ha aplicado el descuento de flujos de caja libres, múltiplos de compañías cotizadas comparables y múltiplos de transacciones comparables.

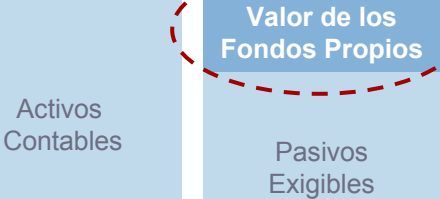
Para realizar su trabajo de valoración, Atlas Capital se ha basado en el art. 10 del Capítulo III del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores.

4 Valor Teórico Contable

4.1 Valor Teórico Contable

Resumen de la Metodología

- Este método de valoración es un método estático que se basa en valorar una compañía como diferencia entre sus activos contables y sus pasivos exigibles, registrados en balance a Valor Neto Contable.
- Por lo tanto, según este método, el valor de la Compañía es el Valor Neto Contable de sus Fondos Propios a una fecha determinada.
- Representa el Patrimonio Neto de la sociedad, es decir, el valor contable de los bienes atribuibles a los accionistas en un momento determinado, resultado de la gestión de la empresa desde su creación.



Resultados de la Aplicación de la Metodología a Mecalux

€000	31/12/2008 (1)	30/06/2009	31/10/2009 (2)	31/12/2009
Capital Social Suscrito	33.608,0	36.969,0	36.969,0	36.969,0
Acciones Propias	(845,0)	(861,0)	(862,0)	(862,0)
Prima de Emisión y Reservas	343.280,0	356.337,0	331.988,0	332.903,0
Ajustes de Valor	(1.887,0)	(1.087,0)	-	-
Diferencias de Conversión	(21.749,0)	(20.858,0)	-	-
Resultado del Ejercicio	35.768,0	(3.717,0)	(18.207,0)	(23.609,0)
Intereses Minoritarios	1,0	(1,0)	(1,0)	(1,0)
TOTAL FONDOS PROPIOS	388.176,0	366.782,0	349.887,0	345.400,0
Número de Acciones (3)	33.523.395	36.879.789	36.879.789	36.879.789
VALOR TEÓRICO CONTABLE POR ACCIÓN	11,58	9,95	9,49	9,37

- Notas:
- (1) Los datos a 31/12/2008, 30/06/2009 y a 31/12/09han sido obtenidos de las cuentas presentadas por Mecalux a la CNMV.
 - (2) Los datos a 31/10/2009 han sido proporcionados por Mecalux.
 - (3) El número de acciones excluye la autocartera.

La aplicación del método del Valor Teórico Contable al valor de los Fondos Propios de Mecalux a fecha 31 de diciembre de 2008, 30 de junio de 2009, 31 de octubre de 2009 y 31 de diciembre de 2009 arroja una valoración de 11,58 Euros por acción, 9,95 Euros por acción, 9,49 y 9,37 Euros por acción, respectivamente.

5 Valor Liquidativo

5.1 Valor Liquidativo

Resumen de la Metodología

- Este método de valoración estático trata de reflejar el valor de una empresa en una situación de disolución y cese definitivo de las actividades.
- Es el valor de la empresa en un proceso de venta de sus activos y repago de sus deudas, teniendo en consideración las plusvalías y/o minusvalías latentes, así como las contingencias que pudieran existir.

Resultados de la Aplicación de la Metodología a Mecalux

- De acuerdo a la información proporcionada por la Compañía, la práctica totalidad de los activos fijos que forman parte del balance de Mecalux son inherentes a la operativa de su negocio^(*), especialmente las instalaciones y la maquinaria, cuya liquidación supondría la recuperación de un valor igual o inferior a su Valor Neto Contable, y en cualquier caso inferior al valor de mercado de los rendimientos que podrían generar.
- El caso de los activos intangibles es similar, dado que se trata principalmente de aplicaciones informáticas para uso interno, así como I+D para los propios productos de la Compañía. Respecto a los activos circulantes, tanto las existencias, como la cartera de clientes, tendrían igualmente difícil materialización por su valor contable en un contexto de liquidación.
- En la mayor parte de los procesos de liquidación de una compañía, se incurre en una serie de costes (como, por ejemplo, los costes laborales derivados de los despidos). Adicionalmente, este proceso generalmente exige que la venta de los activos se efectúe de forma rápida, por lo que en pocas ocasiones se consigue obtener un precio superior al valor contable.
- Mecalux y su principal accionista, la familia Carrillo, han manifestado su voluntad de continuar con el negocio y las actividades de la Compañía.

(*) La Compañía considera que la totalidad de los activos son inherentes a la actividad propia de su negocio. Si bien la actual capacidad empleada es inferior a la instalada (existe, por tanto, exceso de capacidad productiva), la Dirección entiende que se trata de una situación coyuntural que desaparecerá cuando la Compañía regrese a sus niveles históricos de actividad, situación en la que todos sus activos se encontrarán plenamente operativos.

Atlas Capital considera que 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.

6 Cotización Media Ponderada del Último Semestre

6.1 Cotización Media Ponderada



La cotización media ponderada por volumen de la acción de Mecalux en los 6 meses, 3 meses y un mes previo a la comunicación del Hecho Relevante a la CNMV ha sido de 10,60 Euros, 11,03 Euros y 10,91 Euros por acción, respectivamente

7 Múltiplos de Compañías Cotizadas Comparables

7.1 Resumen de la Metodología

- Este método se basa en estimar el valor de la compañía mediante la aplicación de múltiplos de empresas comparables que cotizan en Bolsa.
- Para ello, se estima el múltiplo al que está cotizando un grupo de compañías comparables a la sociedad objeto de valoración, para después aplicárselo a las magnitudes de la Compañía objeto de valoración.
- El procedimiento queda definido en los siguientes pasos:
 - Búsqueda, análisis y selección de empresas comparables cotizadas en el sector de referencia. Se han seleccionado compañías que cumplieran con alguna de las siguientes condiciones, a pesar de que puedan presentar algunas diferencias (rentabilidad, presencia geográfica, etc.):
 - negocios centrados en el sector de soluciones de almacenaje;
 - compañías con divisiones o líneas de negocio vinculadas con este segmento de mercado;
 - empresas que comparten una exposición a las industrias a las cuales Mecalux dirige sus productos y servicios;
 - sociedades con un grado de internacionalización comparable al de Mecalux;
 - Cálculo del “*Enterprise Value*” (Valor Empresa) y del “*Equity Value*” (Capitalización Bursátil) de las compañías seleccionadas a la fecha de la valoración.
 - Cálculo de los múltiplos a los que cotizan estas compañías comparables seleccionadas (ver página siguiente).
 - Se han considerado las magnitudes financieras (Ventas, EBITDA, EBIT y BN) estimadas por el consenso de analistas para el periodo 2009 – 2011. Los múltiplos obtenidos de la muestra de compañías cotizadas comparables han sido aplicados a las magnitudes financieras proyectadas por Mecalux para el periodo 2009 – 2011.
 - Se adjunta en el Anexo 1 de este Informe un análisis de las compañías cotizadas que Atlas Capital considera más comparables en función de los criterios arriba indicados, así como un análisis comparativo de los márgenes de dichas compañías, tanto históricos como proyectados, y comparación con los márgenes de Mecalux, a los efectos de justificar la consistencia del presente análisis.
 - Atlas Capital considera que la aplicabilidad de este criterio, a los efectos de determinar el valor razonable de Mecalux, resulta limitada por los siguientes motivos:
 - existe dificultad para encontrar compañías plenamente comparables a Mecalux, en términos de negocio, rentabilidad y presencia en mercados internacionales en los que opera Mecalux; y
 - estamos aplicando los múltiplos obtenidos a unas magnitudes financieras de Mecalux en proceso de recuperación (2009-2011). La vuelta a la normalidad de Mecalux, en términos de márgenes, está prevista para después del ejercicio 2011, periodo del que a día de hoy no se dispone de un consenso de mercado suficientemente representativo de las magnitudes financieras de las compañías comparables.
 - Sin embargo, Atlas Capital considera que el método de los múltiplos de compañías cotizadas comparables constituye un método de contraste.

7.1 Resumen de la Metodología

Múltiplos seleccionados

Múltiplos más utilizados por la comunidad financiera

- Enterprise Value (EV) / Ventas
- Enterprise Value (EV) / EBITDA
- Enterprise Value (EV) / EBIT
- PER (= Equity Value / Beneficio Neto).

Múltiplos más representativos*

En atención a la mejor consideración de la rentabilidad de Mecalux

- Enterprise Value (EV) / EBITDA
- Enterprise Value (EV) / EBIT

En atención a la condición de empresa cotizada de Mecalux

- PER (= Equity Value / Beneficio Neto).

Valoración implícita de la Oferta

- Las relaciones entre precio de la acción y resultados de las compañías (múltiplos) pueden referirse a diferentes medidas del resultado. Los múltiplos que Atlas Capital considera más relevantes debido a su utilización por la comunidad financiera son los siguientes:

Múltiplos sobre magnitudes operativas			Múltiplos sobre magnitudes netas
Permiten determinar la valoración de los activos/negocio de la compañía sin influencia de aspectos ajenos como políticas contables y estructura financiera (Múltiplos de Ventas y EBITDA) o estructura financiera (Múltiplo de EBIT)			Permiten determinar la valoración de los fondos propios
Múltiplo de Ventas	Múltiplo de EBITDA	Múltiplo de EBIT	PER
$\frac{\text{Enterprise Value}}{\text{Ventas}}$	$\frac{\text{Enterprise Value}}{\text{EBITDA}}$	$\frac{\text{Enterprise Value}}{\text{EBIT}}$	$\frac{\text{Equity Value}}{\text{Beneficio Neto}}$

- El múltiplo EV/Ventas no es el más apropiado para valorar Mecalux debido a que no refleja la rentabilidad de los negocios que suelen ser el parámetro fundamental para determinar el valor de una compañía.
- La utilización del múltiplo EV/EBITDA se emplea recurrentemente porque considera la rentabilidad del negocio con independencia de las diferentes políticas y normativas contables de las compañías (por ejemplo, en materia de amortizaciones) y del efecto de la diferente estructura financiera de cada compañía.
- La utilización del múltiplo EV/EBIT recoge la rentabilidad operativa del negocio con independencia de la estructura financiera y la carga impositiva de cada compañía.
- En cuanto al múltiplo PER es un múltiplo muy utilizado para comparar compañías cotizadas.

(*) Consideraciones de Atlas Capital.

Atlas Capital considera que los múltiplos de Enterprise Value / EBITDA, Enterprise Value / EBIT y PER son los más adecuados a los efectos de la valoración de Mecalux al ser los que reflejan la rentabilidad del negocio

7.2 Resumen de los Múltiplos de las Compañías Seleccionadas

			EV / Ventas			EV / EBITDA			EV / EBIT			P/E		
Compañía	País	Capitalización Bursátil (M€) (a 27/11/2009)	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
Kardex		121,8	0,40x	0,40x	0,38x	6,8x	5,5x	4,29x	11,3x	8,5x	6,1x	26,8x	14,1x	8,8x
Interroll Holding		171,2	1,1x	1,0x	0,9x	11,9x	8,4x	6,75x	n.s.	16,4x	10,8x	n.s.	21,5x	16,2x
Swisslog Holding		143,5	0,2x	0,2x	0,2x	3,9x	4,2x	3,69x	5,1x	5,4x	4,6x	11,7x	12,0x	10,0x
Demag Cranes		491,4	0,5x	0,6x	0,5x	9,1x	6,2x	4,86x	12,4x	8,9x	6,6x	n.s.	14,4x	10,3x
Wincanton *		301,4	0,2x	0,2x	0,2x	4,8x	4,4x	5,03x	8,3x	7,5x	6,8x	29,3x	10,2x	9,2x
Rosss		14,6	0,7x	0,7x	0,6x	7,8x	6,6x	5,71x	17,1x	12,2x	9,5x	36,6x	20,9x	14,6x
Daifuku		432,4	0,4x	0,5x	0,4x	20,9x	24,5x	10,30x	n.s.	n.s.	16,5x	n.s.	n.s.	25,0x
Tsubakimoto Chain		474,6	0,8x	0,7x	0,6x	9,2x	6,5x	5,53x	47,0x	13,5x	10,1x	47,4x	19,3x	13,7x
Dexion Ltd.		36,9	0,3x	0,3x	0,3x	8,0x	5,2x	4,80x	16,0x	8,2x	7,2x	25,4x	9,4x	7,7x
<i>Nota: Algunos de los múltiplos resultan no significativos (n.s.) por arrojar cifras o bien negativas o bien excesivamente altas. Por tanto, no se computan a los</i>		Media	0,5x	0,5x	0,5x	9,2x	7,9x	5,7x	16,8x	10,1x	8,7x	29,5x	15,2x	12,8x
		Mediana	0,4x	0,5x	0,4x	8,0x	6,2x	5,0x	12,4x	8,7x	7,2x	28,0x	14,2x	10,3x

Se ha tomado la media de los múltiplos de compañías cotizadas comparables a Mecalux como base del análisis de valoración

7.3 Aplicación de los Múltiplos a la Valoración de Mecalux

Datos Generales	Valoración por Múltiplos de Ventas			Valoración por Múltiplos de EBITDA			Valoración por Múltiplos de EBIT			Valoración por Múltiplos de Beneficio Neto		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
Según el análisis realizado, Atlas Capital considera que el valor bajo este método se sitúa entre 4,67 y 7,71 Euros por Acción	<u>Múltiplos Medios de Comparables</u> 0,5x 0,5x 0,5x			<u>Múltiplos Medios de Comparables</u> 9,2x 7,9x 5,7x			<u>Múltiplos Medios de Comparables</u> 16,8x 10,1x 8,7x			<u>Múltiplos Medios de Comparables</u> 29,5x 15,2x 12,8x		
<i>Nota: Algunos de los múltiplos resultan no significativos (n.s.) por arrojar cifras o bien negativas o bien excesivamente altas. Por tanto, no se computan a los efectos del cálculo de las medias y medianas.</i>	<u>Ventas Estimadas de Mecalux (M€)</u> 402,0 480,0 600,0			<u>EBITDA Estimado de Mecalux (M€)</u> (12,4) 22,5 49,2			<u>EBIT Estimado de Mecalux (M€)</u> (33,9) (0,5) 25,2			<u>BN Estimado de Mecalux (M€)</u> (26,3) (4,4) 22,2		
Deuda Financiera Neta (a 31/10/2009) (M€) 47,05	<u>EV Estimado de Mecalux (M€)</u> 207,9 241,5 281,2			<u>EV Estimado de Mecalux (M€)</u> n.s. 178,8 278,8			<u>EV Estimado de Mecalux (M€)</u> n.s. n.s. 219,2					
	<u>Equity Value de Mecalux (M€)</u> 160,9 194,4 234,2			<u>Equity Value de Mecalux (M€)</u> n.s. 131,8 231,7			<u>Equity Value de Mecalux (M€)</u> n.s. n.s. 172,2			<u>Equity Value de Mecalux (M€)</u> n.s. n.s. 284,5		
Número de Acciones (a 25/11/2009) 36.879.789 *												
<i>Nota: * Número de acciones netas de autocartera</i>	<u>Euros por Acción</u> 4,36 5,27 6,35			<u>Euros por Acción</u> n.s. 3,57 6,28			<u>Euros por Acción</u> n.s. n.s. 4,67			<u>Euros por Acción</u> n.s. n.s. 7,71		

Nota: Hemos basado nuestro análisis de valoración en los rangos determinados en base a las magnitudes financieras de Mecalux estimadas para 2011, año que entendemos refleja una situación más normalizada de la Compañía. Si bien los cuatro múltiplos son comúnmente aceptados, Atlas Capital considera más adecuado utilizar aquellos que reflejan la rentabilidad del negocio.

8 Múltiplos de Transacciones Comparables

8.1 Resumen de la Metodología

- Este método consiste en estimar el valor de la Compañía en base al precio que se ha pagado en el sector en adquisiciones de compañías de características similares.
- Este método de valoración incluye con frecuencia una prima de control, ya que generalmente el precio refleja el valor estratégico que la compañía tiene para un comprador determinado.
- El procedimiento queda definido en los siguientes pasos:
 - Búsqueda, análisis y selección de transacciones recientes del sector de soluciones de almacenaje.
 - Análisis del precio pagado en la operación por la adquirente y de las principales magnitudes financieras de la compañía adquiridas.
 - Cálculo de los múltiplos implícitos al que han sido adquiridas cada una de estas compañías seleccionadas.
 - Aplicación de los múltiplos implícitos obtenidos a las magnitudes financieras correspondientes de Mecalux.
- De la búsqueda y análisis de transacciones comparables por parte de Atlas Capital, sólo se ha obtenido una transacción que pueda considerarse comparable y de la cual exista información financiera pública en el mercado: adquisición de FKI Plc por parte de Melrose Plc. Dicha transacción tuvo lugar en julio 2008.
- Como posible transacción comparable adicional, se ha analizado la adquisición por parte de la propia Mecalux de los activos de UFC Interlake Holding Co. por 30 millones de USD, firmada en diciembre 2008 y ejecutada en marzo 2009. Sin embargo, el hecho de haberse instrumentado como adquisición de activos y no de acciones, así como el hecho de que la compañía cuyos activos se adquirieron se encontraba en situación concursal (Chapter 11), hace que los parámetros de dicha operación no sean aplicables a los efectos del presente análisis de valor, por lo que ha sido descartada como transacción comparable.
- Atlas Capital considera que la aplicabilidad de este criterio, a los efectos de determinar el valor razonable de Mecalux, resulta limitada por los siguientes motivos:
 - sólo se ha logrado identificar una única transacción de compañías comparables a Mecalux, con información pública sobre los términos de las mismas; y
 - estamos aplicando los múltiplos obtenidos a unas magnitudes financieras de Mecalux afectadas por los resultados previstos en el periodo 2009-2011, no previéndose la vuelta a la normalidad del negocio de Mecalux, en términos de rentabilidad, hasta pasado el ejercicio 2011.
- Sin embargo, Atlas Capital considera que el método de los múltiplos de compañías cotizadas comparables constituye un método de contraste.

8.2 Transacciones Seleccionadas (1/2)

- Se ha obtenido una transacción que pueda considerarse comparable y de la cual existe información financiera pública en el mercado (adquisición de FKI Plc por parte de Melrose Plc).
- Asimismo, se ha considerado relevante la entrada de la Sociedad de Promoción y Participación Empresarial de Caja de Madrid en el capital de Mecalux SA, a través de una ampliación de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente (ver página siguiente).
- La adquisición por parte de la propia Mecalux de los activos de UFC Interlake Holding Co. por 30 millones de USD, firmada en diciembre 2008 y ejecutada en marzo 2009 se ha descartado por haberse instrumentado como adquisición de activos y no de acciones debido a la situación concursal de Interlake.
- El resto de transacciones encontradas y analizadas se han descartado, debido a que el negocio de las compañías adquiridas no era similar al de Mecalux, o bien no se publicó información financiera sobre la transacción.

Detalle de transacciones seleccionadas

Fecha	Compañía Adquirida	País	Descripción	Compañía Adquirente	Porcentaje Adquirido	Valor de la Transacción
01/07/2008	FKI PLC 	Reino Unido 	Desarrollo de maquinaria y equipos para soluciones de uso industrial	Melrose PLC 	100%	1.667,9 M€
03/06/2008	Mecalux 	España 	Fabricación y comercialización de sistemas de almacenaje	Caja Madrid 	20%	168,0 M€

Fuente transacción FKI-Melrose: Mergermarket.

Múltiplos implícitos resultantes

Transacción	EV / Ventas	EV / EBITDA	EV / EBIT	PER
Melrose - FKI	0,65x	6,85x	8,54x	10,31x
Caja Madrid - Mecalux	1,41x	10,15x	13,18x	19,16x

Nota: Si bien los cuatro múltiplos son comúnmente aceptados, Atlas Capital considera más adecuado utilizar aquellos que reflejan la rentabilidad del negocio.

8.2 Transacciones Seleccionadas (2/2)

Referencia a la ampliación de Capital para la entrada de Caja Madrid

- El día 3 de Junio de 2008, Mecalux comunicaba un Hecho Relevante a la Comisión Nacional del Mercado de Valores por la que Mecalux, S.A. y la Sociedad de Promoción y Participación Empresarial de Caja de Madrid, SA ("SPPE"), sociedad del Grupo Caja Madrid, habían suscrito un acuerdo para la entrada de SPPE en el capital de la Mecalux, a través de una ampliación de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente.
- A tal efecto, el Consejo de Administración de Mecalux acordó aumentar el capital social por un importe de 6.721.550 €, mediante la emisión y puesta en circulación de 6.721.550 nuevas acciones ordinarias de 1 € de valor nominal cada una de ellas, hasta la cifra de 33.607.750 € (lo que representaría un 20% del capital de la Compañía tras la ampliación de capital), con exclusión del derecho de suscripción preferente de los actuales accionistas, que serían suscritas íntegramente por SPPE.
- Las acciones, de 1 € de nominal, se emitirían a 25 € por acción, esto es, con una prima de emisión de 24 € por acción. En consecuencia, el importe total a desembolsar por SPPE ascendía a 168.038.750 €.
- De acuerdo con el Contrato de Inversión firmado entre Mecalux y SPPE, tras ejecutarse la ampliación de capital, la segunda propondría la designación de dos miembros en el Consejo de Administración de la Compañía.
- En el mismo comunicado, Mecalux señalaba que los fondos obtenidos a través de la citada ampliación de capital se destinarían a afrontar las inversiones que la Sociedad tenía previsto llevar a cabo, principalmente, durante el segundo semestre de 2008. En particular, dichos fondos serían utilizados para la financiación de la adquisición de UFC Interlake Holding Co., adquisición que la sociedad tenía previsto ejecutar a través del ejercicio de la opción de compra de la que era titular. No obstante, la entrada en suspensión de pagos de Interlake, determinó que esta adquisición fuera instrumentada, posteriormente, en 2009, a través de una compra de activos.
- Asimismo, se comunicaba en el Hecho Relevante que dichos fondos se destinarían también al desarrollo de la presencia del grupo en China y el Sudeste Asiático. Sin embargo, en la actualidad dicho desarrollo ha sido congelado debido a que la Compañía, en el contexto de la crisis económica actual, ha optado por consolidar sus mercados más estratégicos: España, Europa, NAFTA y MERCOSUR.

Valoración implícita de la Oferta

- La entrada de Caja Madrid se produjo a 25 € por acción, precio que representaba, en términos previos a la ampliación, una valoración implícita de los Fondos Propios (Equity Value) de Mecalux de 672 M€ y un Valor Empresa (Enterprise Value) de 842 M€.

Operación de Entrada de Caja de Madrid

<u>Ampliación de capital</u>	
Nº Acciones (post-dilución)	33,6m
Nº Acciones (ampliación)	6,7m
Nº Acciones (pre-dilución)	26,9m
Participación entrada Caja Madrid	20%

<u>Oferta de Caja Madrid</u>	
Precio por acción (€)	25,00 €
Valoración Fondos Propios (Equity Value) (M€)	672
Deuda Financiera Neta a 31/12/07 (M€)	170
Valoración Empresa (Enterprise Value) (M€)	842

<u>Magnitudes financieras</u>	<u>2007A</u>	<u>Múltiplo implícito</u>	<u>2007A</u>
Ventas	598	xVentas	1,41x
EBITDA	83	xEBITDA	10,15x
EBIT	64	xEBIT	13,18x
BN	35	PER	19,16x

8.3 Aplicación de los Múltiplos (compra de FKI por Melrose)

1

Magnitudes Financieras Proyectadas de Mecalux

M€	2009	2010	2011
Ventas	402,0	480,0	600,0
EBITDA	(12,4)	22,5	49,2
EBIT	(33,9)	(0,5)	25,2
Beneficio Neto	(26,3)	(4,4)	22,2

2

"Enterprise Value" Corrientes de Mecalux

M€	2009	2010	2011
Ventas	261	312	390
EBITDA	n.s.	154	337
EBIT	n.s.	n.s.	216
Beneficio Neto	n.s.	n.s.	27 ⁵

Nota: * Incluye Deuda Financiera Neta a 31/10/2009 de 47,1 M€.

3

"Enterprise Value" de Mecalux actualizado a 25 de noviembre de 2009

M€	2009	2010	2011
Ventas	259	279	315
EBITDA	n.s.	138	273
EBIT	n.s.	n.s.	174
Beneficio Neto	n.s.	n.s.	223

Nota: Asume una tasa de descuento igual al WACC.

4

Valor de los Fondos Propios de Mecalux a 25 de noviembre de 2009

M€	2009	2010	2011
Ventas	212	232	268
EBITDA	n.s.	91	226
EBIT	n.s.	n.s.	127
Beneficio Neto	n.s.	n.s.	176

Nota: Deuda Financiera Neta a 31/10/2009 considerada de 47,1 M€.

5

Precio por Acción de Mecalux

M€	2009	2010	2011
Ventas	5,74 €	6,29 €	7,27 €
EBITDA	n.s.	2,46 €	6,12 €
EBIT	n.s.	n.s.	3,45 €
Beneficio Neto	n.s.	n.s.	4,76 €

- Se han considerado 36.879.789 acciones (neto de autocartera) y se han tomado como referencia los múltiplos obtenidos de la valoración por Ventas, EBITDA, EBIT y por Beneficio Neto 2011.
- La ausencia de resultados positivos de la Compañía hasta 2011 hace necesario utilizar magnitudes futuras que Atlas Capital ha actualizado al momento presente aplicando el WACC correspondiente a España.
- Si bien los cuatro múltiplos son comúnmente aceptados, Atlas Capital considera más adecuado utilizar aquellos que reflejan la rentabilidad del negocio.
- Con esta metodología el rango de precio de la Acción de Mecalux se sitúa entre 3,45 y 6,12 Euros.

La aplicación de los múltiplos de la transacción de Melrose Plc – FKI Plc a las magnitudes financieras de Mecalux arrojaría una valoración de entre 3,45 y 6,12 Euros por Acción

Nota: Deuda Financiera Neta a 31/10/2009 considerada de 47,1 M€.

8.3 Aplicación de los Múltiplos (ampliación de Caja Madrid)

1

Magnitudes Financieras Proyectadas de Mecalux

M€	2009	2010	2011
Ventas	402,0	480,0	600,0
EBITDA	(12,4)	22,5	49,2
EBIT	(33,9)	(0,5)	25,2
Beneficio Neto	(26,3)	(4,4)	22,2

2

"Enterprise Value" Corrientes de Mecalux

M€	2009	2010	2011
Ventas	566	676	845
EBITDA	n.s.	228	500
EBIT	n.s.	n.s.	333
Beneficio Neto	n.s.	n.s.	474

Nota: * Incluye Deuda Financiera Neta a 31/10/2009 de 47,1 M€.

3

"Enterprise Value" de Mecalux actualizado a 25 de noviembre de 2009

M€	2009	2010	2011
Ventas	560	604	683
EBITDA	n.s.	204	404
EBIT	n.s.	n.s.	269
Beneficio Neto	n.s.	n.s.	381

Nota: Asume una tasa de descuento igual al WACC.

4

Valor de los Fondos Propios de Mecalux a 25 de noviembre de 2009

M€	2009	2010	2011
Ventas	513	557	636
EBITDA	n.s.	157	357
EBIT	n.s.	n.s.	222
Beneficio Neto	n.s.	n.s.	334

Nota: Deuda Financiera Neta a 31/10/2009 considerada de 47,1 M€.

5

Precio por Acción de Mecalux

M€	2009	2010	2011
Ventas	13,92 €	15,11 €	17,23 €
EBITDA	n.s.	4,26 €	9,68 €
EBIT	n.s.	n.s.	6,01 €
Beneficio Neto	n.s.	n.s.	9,06 €

- Se han considerado 36.879.789 acciones (neto de autocartera) y se han tomado como referencia los múltiplos obtenidos de la valoración por Ventas, EBITDA, EBIT y por Beneficio Neto 2011.
- La ausencia de resultados positivos de la Compañía hasta 2011 hace necesario utilizar magnitudes futuras que Atlas Capital ha actualizado al momento presente aplicando el WACC correspondiente a España.
- Si bien los cuatro múltiplos son comúnmente aceptados, Atlas Capital considera más adecuado utilizar aquellos que reflejan la rentabilidad del negocio.
- Con esta metodología el rango de precio de la Acción de Mecalux se sitúa entre 6,01 y 9,68 Euros.

La aplicación de los múltiplos de la ampliación de capital suscrita por Caja Madrid a las magnitudes financieras de Mecalux arrojaría una valoración de entre 6,01 y 9,68 Euros por Acción

8.5 Conclusiones a la valoración por múltiplos de transacciones comparables

1

Valoración por comparación con la transacción de Melrose Plc – FKI Plc				
M€	2009	2010	2011	
Ventas	5,74 €	6,29 €	7,27 €	
EBITDA	n.s.	2,46 €	6,12 €	
EBIT	n.s.	n.s.	3,45 €	
Beneficio Neto	n.s.	n.s.	4,76 €	

2

Valoración por comparación con la ampliación de capital de Caja Madrid				
M€	2009	2010	2011	
Ventas	13,92 €	15,11 €	17,23 €	
EBITDA	n.s.	4,26 €	9,68 €	
EBIT	n.s.	n.s.	6,01 €	
Beneficio Neto	n.s.	n.s.	9,06 €	

3

Valoración resultante del análisis de Múltiplos de Transacciones Comparables				
M€	2009	2010	2011	
Ventas	9,83 €	10,70 €	12,25 €	
EBITDA	n.s.	3,36 €	7,90 €	
EBIT	n.s.	n.s.	4,73 €	
Beneficio Neto	n.s.	n.s.	6,91 €	

Nota: Asume el promedio de las anteriores valoraciones.

Precio por Acción de Mecalux

- Se ha realizado una media de las valoraciones obtenidas a través de los múltiplos de las transacciones mencionadas que Atlas Capital considera más comparables a Mecalux:
 - compra de FKI Plc por parte de Melrose Plc; y
 - ampliación de capital de Mecalux suscrita por Caja Madrid.
- Si bien los cuatro múltiplos son comúnmente aceptados, Atlas Capital considera más adecuado utilizar aquellos que reflejan la rentabilidad del negocio.
- Con esta metodología el rango de precio de la Acción de Mecalux se sitúa entre 4,73 y 7,90 Euros.

Según el análisis de Múltiplos de Transacciones Comparables realizado, el rango de precio por Acción de Mecalux por este método se sitúa entre 4,73 y 7,90 Euros por Acción

9 Descuento de Flujos de Caja Libres

9.1 Metodología y Bases de la Información (1/2)

Fuentes de Información y Procedimiento Utilizados

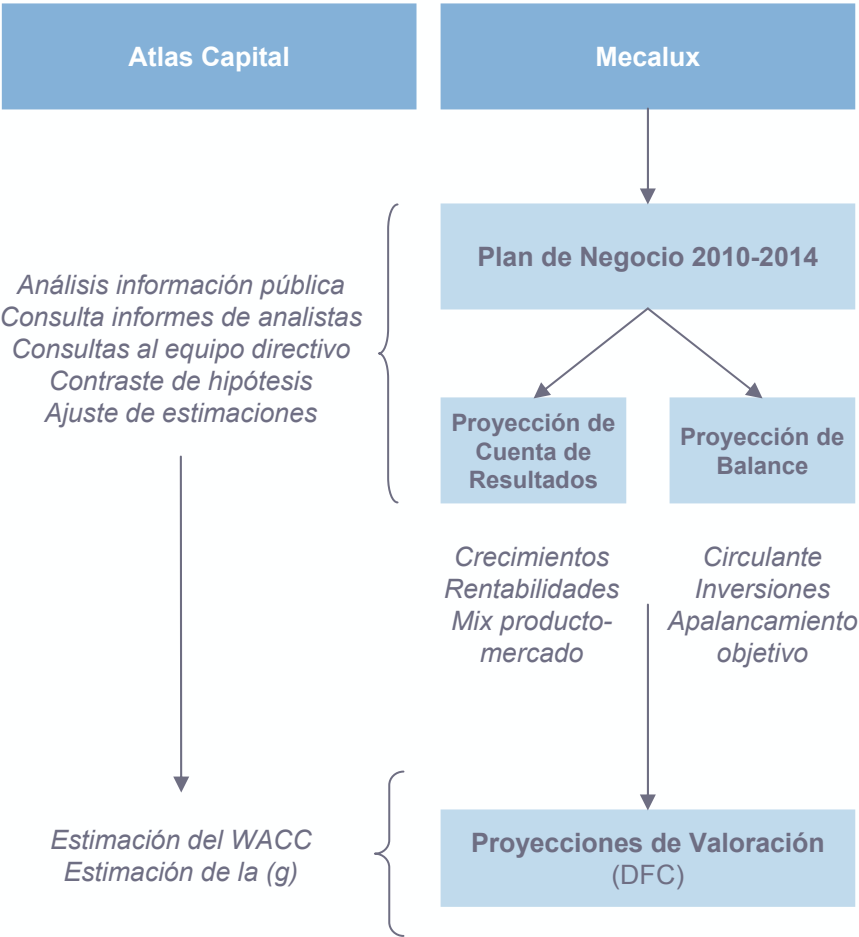
- La información en la que se ha basado nuestro trabajo ha sido facilitada por Mecalux y ha consistido en información pública e información elaborada por la propia Compañía. Dicha información ha sido la siguiente:
 - Cuentas anuales auditadas de la Compañía correspondientes a los ejercicios 2006, 2007 y 2008.
 - Cuenta de resultados correspondiente al cierre del ejercicio 2009 pendiente de auditoría.
 - Plan de Negocio de la Compañía para el periodo 2010–2014 (incluye proyección de Cuenta de Pérdidas y Ganancias Consolidada hasta la línea de Beneficio Neto así como una proyección del Balance de Situación Consolidado).
 - Deuda financiera neta a 31 de octubre de 2009.
 - Otra información pública (informes de análisis bursátil y otras comunicaciones e informaciones públicas).
- Atlas Capital ha trabajado sobre la base de las proyecciones financieras del plan de negocio para el periodo 2010–2014 elaborado por la Compañía. Dichas proyecciones, han sido revisadas y contrastadas con la Dirección de Mecalux.
- Las proyecciones se han establecido de acuerdo con unas hipótesis que no pretenden reflejar la evolución exacta de las diferentes partidas sino proporcionar un escenario razonable de proyección. De igual modo, las estimaciones determinadas por la Dirección de Mecalux reflejan su mejor estimación y juicio, en el contexto actual, sobre las condiciones previsibles esperadas.
- Atlas Capital considera que las proyecciones en este Informe reflejan razonablemente la posible evolución futura de la Compañía. Atlas Capital desconoce circunstancias de la Compañía o del sector que pudieran hacer que las proyecciones resultaran diferentes a las recogidas en el presente documento. No obstante, estas proyecciones están sujetas a incertidumbres, cambios en las circunstancias y acontecimientos no previstos, por lo que la evolución financiera futura de la Compañía podría resultar materialmente distinta a las proyecciones presentadas.

9.1 Metodología y Bases de la Información (2/2)

Preparación de las Proyecciones

- El trabajo de Atlas Capital tiene como punto de partida las proyecciones financieras preparadas por la Compañía correspondientes al Plan de Negocio 2010-2014 que será presentado para su aprobación al Consejo de Administración de Mecalux, así como el cierre del ejercicio 2009.
- Dichas proyecciones financieras consistían en una cuenta de resultados y un balance proyectados hasta 2014, con detalle de la evolución de los distintos mercados y líneas de negocio del Mecalux.
- Atlas Capital ha contrastado la información proporcionada por la Compañía con la información pública disponible más relevante a efectos del Informe: estados financieros auditados de los últimos años, información de Mecalux en la CNMV, informes de casas de análisis, etc..
- Asimismo, Atlas Capital ha contrastado las hipótesis de las proyecciones con opiniones proporcionadas por el equipo directivo de Mecalux.
- Como resultado de lo anterior, Atlas Capital presenta las proyecciones de cuenta de resultados y balance proporcionados por la Compañía sobre las que ha construido unas proyecciones de valoración a efectos de aplicar un Descuento de Flujos de Caja. Para la construcción de estas proyecciones se han tomado las proyecciones de resultados hasta la línea de EBITDA, se han considerado los créditos fiscales disponibles, se han incluido las proyecciones de capital circulante, inversiones y amortizaciones, todas ellas procedentes de las proyecciones proporcionadas por la Dirección de Mecalux.

Esquema del Trabajo Realizado



9.2 Proyecciones Financieras (1/13)

Proyección de la Cuenta de Resultados

- Las proyecciones de la Compañía han sido elaboradas sobre la base de las mejores estimaciones de la Dirección de Mecalux con respecto a la evolución prevista de la Compañía en el contexto actual, debidamente contrastadas por línea de negocio y por mercado.
- Estas proyecciones prevén un crecimiento anual acumulado de las ventas del 9% para el periodo 2008–2014 y el regreso a los márgenes EBITDA y EBIT positivos a partir del ejercicio 2010, con los siguientes matices:
 - El ejercicio 2009 refleja principalmente la disminución de la actividad generalizada debido a la crisis mundial y, a pesar de la compra de Interlake, la facturación sufre una caída del entorno del 37%. Esta caída del volumen afecta importantemente al EBITDA de 2009.
 - La fuerte subida de ventas de 2010 a 2014 supone la recuperación de los niveles tradicionales de facturación y crecimiento, y la paulatina recuperación de las rentabilidades históricas.
 - Dentro de las líneas de negocio, se aprecia mayor desarrollo de los sistemas automatizados y de software frente a los sistemas tradicionales, hecho que permite la recuperación de los márgenes hasta alcanzar los niveles tradicionales del sector.
 - La entrada en los nuevos negocios, permitirá mantener a Mecalux entre los líderes mundiales de su sector y recuperar rentabilidad media histórica del sector.
 - Igualmente, se han estimado crecimientos en todos los mercados, más significativos en los americanos (NAFTA y MERCOSUR), en línea con la creciente internacionalización del negocio de la Compañía.
- Desde abril de 2009, se han incorporado los activos de Interlake, estimándose unas ventas totales en USA del entorno de 70 M€. En su último ejercicio cerrado (Junio 2007) antes de su entrada en liquidación, Interlake facturó c.180 M€. La recuperación del negocio norteamericano en ventas y márgenes no está previsto hasta 2011-2012.
- Estas proyecciones financieras no contemplan la concesión de subvenciones. La mas significativa fue concedida a Esmena (7,6 M€) de la que están todavía pendientes de cobro 3,549M€ que serán cobrados en 2010, estando esta cifra recogida en nuestra variación del capital circulante de 2010. En el futuro, la Compañía tratará de obtener nuevas ayudas y subvenciones, que por no poder prever si serán significativas, no se incluyen en las proyecciones. En la actualidad, no han sido solicitadas ni están pendientes de recibir nuevas subvenciones significativas.
- Las hipótesis de necesidades de capital circulante (“Working Capital” o “WC”) y de inversiones en activos operativos (“Capex”), han sido estimadas conforme a los datos históricos de la Compañía y las necesidades del Plan de Negocio.

Principales Magnitudes Financieras Proyectadas

cifras en M€	Cuenta de resultados						
	2008A	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
Ingresos	636	402	480	600	750	900	1.050
Aprovisionamientos	(287)	(191)	(228)	(281)	(343)	(397)	(447)
Margen bruto	348	211	252	319	407	503	603
Personal	(115)	(107)	(114)	(133)	(154)	(187)	(227)
Opex	(155)	(115)	(114)	(135)	(157)	(185)	(221)
Provisiones	(1)	(2)	(2)	(2)	(3)	(4)	(5)
EBITDA	78	(12)	22	49	93	128	149
Amortizaciones	(21)	(22)	(23)	(24)	(24)	(26)	(27)
EBIT	57	(34)	(1)	25	69	102	122
Crec. Ventas (%)	n.a.	(37%)	19%	25%	25%	20%	17%
Mg. Bruto (%)	55%	53%	52%	53%	54%	56%	57%
Mg. EBITDA (%)	12%	(3%)	5%	8%	12%	14%	14%
Mg. EBIT (%)	9%	(8%)	(0%)	4%	9%	11%	12%

cifras en M€	Balance						
	2008A	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
Working Capital	173	132	154	195	246	290	335
Δ WC	(28)	41	(22)	(41)	(51)	(44)	(45)
Activo fijo	270	302	294	285	285	286	286
Capex	17	54*	15	15	24	27	27
WC (% ventas)	27%	33%	32%	33%	33%	32%	32%
Capex (% ventas)	3%	13%	3%	3%	3%	3%	3%

Atlas Capital considera que, a efectos de las proyecciones, es necesario ajustar en 2009 los 8,4 M€ de resultados positivos derivados de la combinación de negocios con Interlake, que no genera caja y no debe considerarse EBITDA a efectos de valoración.

(*) El Capex de 2009E, por un total de 54 M€, incluye una partida de 20 M€ correspondiente a la adquisición de activos de Interlake.

9.2 Proyecciones Financieras (2/13)

Consideraciones generales del Plan de Negocio 2010-2014

Crecimiento y rentabilidad de los próximos años

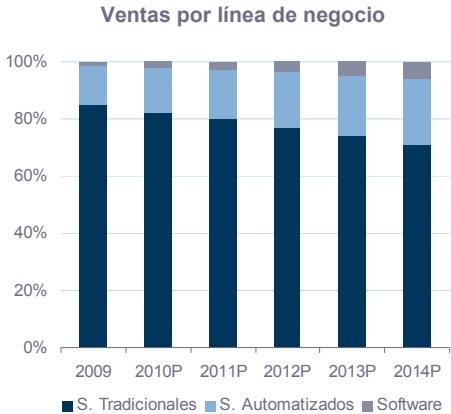
- Durante los últimos ejercicios, Mecalux ha venido ganando de forma progresiva cuota de mercado en los mercados en los que opera, logrando un posicionamiento cada vez más global de sus productos.
- La crisis mundial ha generado una importante caída de cifra de negocios que ha afectado de forma muy negativa los márgenes de explotación. Sin embargo, se espera que la incorporación de los nuevos negocios permita recuperar las rentabilidades históricas consolidadas (márgenes EBITDA del entorno del 12%) a medio plazo, cuando se supere la crisis actual.
- Asimismo, con la presencia de Mecalux en los mercados americanos y del este de Europa, la Compañía espera introducir y comercializar progresivamente productos de mayor valor añadido, estrategia necesaria para defender los márgenes medios de Mecalux y compensar la presión competitiva a la baja de los negocios tradicionales, convertidos en *commodities*.

Los mercados estratégicos. Referencia al mercado asiático

- El proyecto del sudeste asiático (China principalmente), debido a las condiciones actuales del mercado, ha sido congelado indefinidamente. A fecha de elaboración de este Informe, la Dirección de Mecalux no tiene previsto su desarrollo durante los próximos años. En consecuencia, el Plan de Negocio 2010-2014 y, por tanto, el presente Informe de Valoración, no contemplan la posibilidad de desarrollarlo.
- Las razones que maneja la Compañía para inclinarse por esta opción estratégica se justifican por el contexto actual de crisis económica. En opinión de la Compañía, Mecalux debe concentrarse, en consolidar su presencia y desarrollar los nuevos productos desde el punto de vista estratégico, en su negocios y mercados actuales: España, Europa, NAFTA y MERCOSUR.

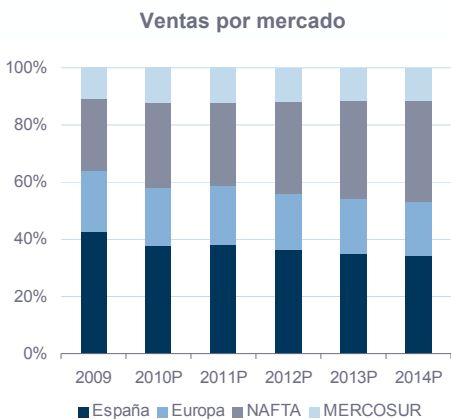
Variables explicativas del cambio mix de producto

- Los distintos mercados van ganando en madurez, interesándose cada vez más por productos más completos y eficientes (sistemas automatizados).
- El mercado exige evolucionar los servicios básicos de almacenaje en estanterías con la incorporación de complejos sistemas que mejoran la eficiencia de las instalaciones (software y aplicaciones de gestión inteligente de almacenes).
- A pesar de ello el peso de la actividad tradicional es muy importante para Mecalux incluso en 2014.



Variables explicativas del cambio mix de mercado

- **NAFTA:** EEUU es un mercado de crecimiento explicado por (i) el enorme tamaño del mercado americano y (ii) por tratarse de un mercado demandante de productos de alto valor añadido. México, a su vez, está muy vinculado al mercado americano y se encuentra en una fase de rápido desarrollo.
- **MERCOSUR:** Son mercados que se vienen incorporando a las tendencias globales de almacenaje, impulsados por sus altas tasas de crecimiento y desarrollo económico.



9.2 Proyecciones Financieras (3/13)

Evolución de las Líneas de Negocio

Resumen

- Para definir el crecimiento global previsto para el negocio de Mecalux, se ha realizado un análisis por cada uno de los principales sistemas que comercializa la Compañía (sistemas tradicionales, automáticos y software).
- Las líneas de negocio de sistemas automáticos de almacenamiento y software ganan peso relativo en las cuentas, tanto en términos de facturación como en términos de margen EBITDA. Sin embargo hay que resaltar que la actividad tradicional en 2014 seguirá representando un 71% del total del negocio del Grupo.

Sistemas tradicionales

- Los sistemas tradicionales de almacenamiento continuarán representando la mayor parte de las ventas y el EBITDA del grupo Mecalux.
 - El crecimiento medio anual en el periodo 2009-2014 se sitúa en el 17% y el margen EBITDA evoluciona desde las pérdidas de 2009 hasta una rentabilidad del 14%⁽¹⁾, en línea con datos históricos.

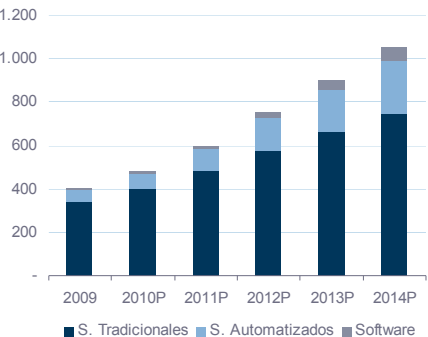
Sistemas automáticos y software

- En opinión de la Dirección, el desarrollo y la progresiva madurez de los mercados en los que Mecalux está presente, explica que las líneas de producto de sistemas automáticos de almacenamiento y de software experimenten un crecimiento por encima del de los sistemas tradicionales (TCMA⁽²⁾ del 35% y del 57%, respectivamente para el periodo 2009-2014).
- Estas líneas se caracterizan por tener márgenes EBITDA superiores a los de los sistemas tradicionales, que está previsto evolucionen hasta niveles del 16%⁽¹⁾ en sistemas automáticos y del 18%⁽¹⁾ en software de almacenamiento, lo que permitirá compensar la presión competitiva del negocio tradicional, permitiendo mantener los márgenes medios.

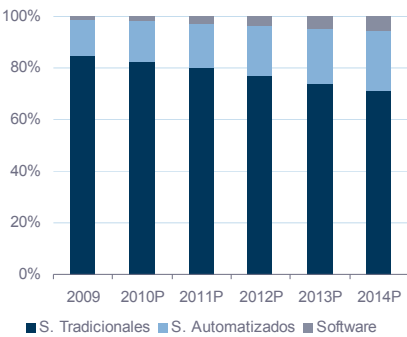
(1) Margen EBITDA ex provisiones
(2) TCMA es la Tasa de Crecimiento Medio Anual.

Ventas por Línea de Negocio

Evolución de las ventas (M€)



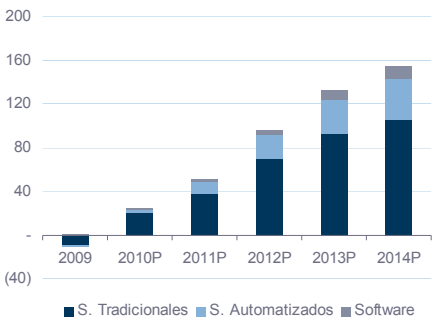
Evolución del mix (%)



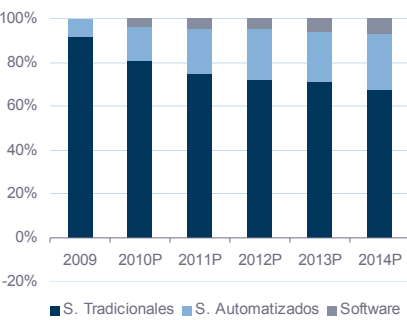
Nota: Ver Anexo 2: Detalles de las magnitudes financieras

Márgenes por Líneas de Negocio

Evolución del EBITDA (M€)



Evolución del mix (%)



Nota: Ver Anexo 2: Detalles de las magnitudes financieras

9.2 Proyecciones Financieras (4/13)

Evolución de los Distintos Mercados

Resumen

- Para definir el crecimiento global previsto para el negocio de Mecalux, se ha realizado un análisis por cada uno de los principales mercados en los que la Compañía está presente (España, Europa, NAFTA y MERCOSUR)
- La proporción del negocio doméstico respecto del total del Grupo Mecalux se reduce desde el 42% previsto para 2009 hasta el 34% estimado en 2014. A nivel de EBITDA la evolución es similar pasando a representar el 19% en 2014.
- La progresiva internacionalización de la Compañía viene acompañada de la recuperación de los márgenes hasta los niveles tradicionales del sector. Esto se justifica por la mayor rentabilidad de los nuevos productos y mercados de Mecalux, particularmente en MERCOSUR, frente al doméstico. Dicho movimiento resulta necesario para compensar la presión competitiva.

España

- Tasa de crecimiento medio anual de c.16% en el periodo 2009-2014.
- Las rentabilidades a nivel de EBITDA se recuperan hasta niveles de 8-9%⁽¹⁾.

Europa

- Tasa de crecimiento medio anual de c.18% en el periodo 2009-2014.
- Incremento progresivo del margen EBITDA hasta un 17%⁽¹⁾, completando el crecimiento en los mercados tradicionales europeos con las nuevas oportunidades en el resto de Europa

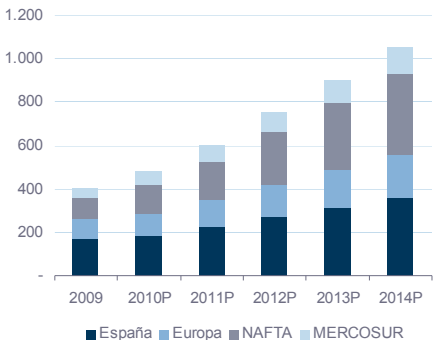
NAFTA y MERCOSUR

- TCMA del 30% en el periodo 2009-2014 para NAFTA y del 22% para Mercosur y las oportunidades de crecimiento de un gran mercado como USA.
- Rentabilidades EBITDA crecientes hasta el entorno del 17-20%⁽¹⁾.

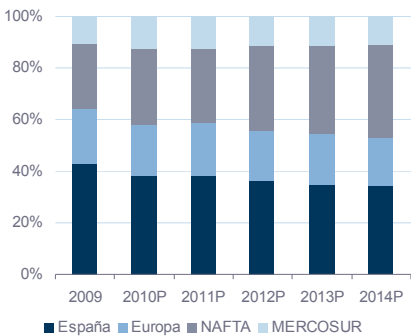
(1) Margen EBITDA ex provisiones

Ventas por Mercado

Evolución de las ventas (M€)



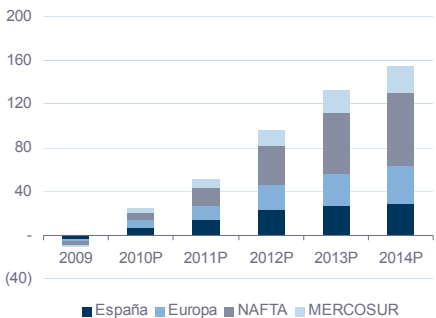
Evolución del mix (%)



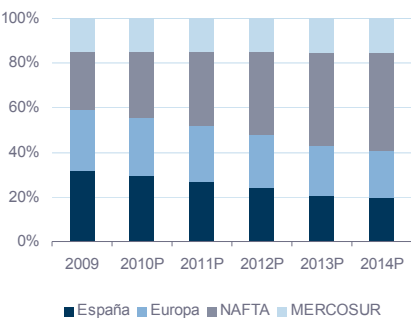
Nota: Ver Anexo 2: Detalles de las magnitudes financieras

Márgenes por Mercado

Evolución del EBITDA (M€)



Evolución del mix (%)



Nota: Ver Anexo 2: Detalles de las magnitudes financieras

9.2 Proyecciones Financieras (5/13)

Evolución de los Gastos de Personal

- A la derecha se detallan las proyecciones de los gastos de personal estimados por la Compañía durante el periodo proyectado.
- En términos generales, se produce un incremento significativo del gasto de personal, que obedece a cuatro factores principalmente: (i) el incremento de personal, (ii) la entrada en países con personal más caro (EE.UU.), (iii) la necesidad de personal mejor preparado (Ingenieros, Informáticos y Comerciales), y (iv) las comisiones de ventas a comerciales, necesarias al objeto de alcanzar objetivos de ventas más ambiciosos.
- El importante peso del negocio tradicional en el desarrollo futuro de negocio, hace que sea necesario mantener un importante crecimiento de personal para soportar los crecimientos estimados. Por este motivo tiene lugar un incremento importante en el número de empleados, más importante a partir de 2011.
- Atlas Capital considera que las proyecciones de los gastos de personal son globalmente razonables, habida cuenta del los niveles de crecimiento que presenta la empresa durante el periodo proyectado.

cifras en M€	2006A	2007A	2008A	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
<u>Evolución de los gastos de personal</u>									
Gasto Total	91	105	115	107	114	133	154	187	227
Δ Anual		15%	10%	-7%	7%	17%	16%	21%	21%
Gasto por empleado (miles de €)	28.816	29.611	29.847	29.339	30.784	32.659	34.648	37.115	40.140
Δ Anual		3%	1%	-2%	5%	6%	6%	7%	8%
Subida anual					3%	3%	3%	3%	3%
Cambio mix empleados						3%	3%	4%	5%
Empleados (media anual)	3.158	3.546	3.853	3.647	3.703	4.072	4.445	5.038	5.655
Δ Anual		12%	9%	-5%	2%	10%	9%	13%	12%
Ventas (M€)	531	598	636	405	480	600	750	900	1.050
Δ Anual		13%	6%	-36%	19%	25%	25%	20%	17%
Ventas por empleado (miles de €)	168	169	165	111	130	147	169	179	186

Gastos por empleado

- Se proyecta un incremento de los costes por empleado en un rango variable del 6 al 8% (la Compañía asume que el coste medio del personal crece anualmente un 3%). Este hecho se explica por el cambio del mix de negocio, que dirigido hacia actividades más sofisticadas, hecho que produce un incremento del coste de personal unitario, más significativo a partir de 2011.
- El cambio de mix requiere la incorporación de un importante número de ingenieros (de ahí el incremento del costes de personal unitario). Este reforzamiento del equipo permite confirmar a Mecalux como empresa internacional puntera, introduciendo los nuevos productos necesarios para compensar la presión competitiva en los distintos mercados y recuperar la rentabilidad histórica.

Evolución del número de empleados

- Para los ejercicios 2009 y 2010, se ha considerado en las proyecciones el efecto de los EREs que afectan parcial y temporalmente a 907 empleados durante 72 días, de tres sociedades del Grupo (total ahorro previsto de 4,7M€). Por otro lado, cabe destacar que a lo largo de 2009 han sido incorporados 411 trabajadores en Interlake.
- Pese a la creciente sofisticación del negocio del Grupo Mecalux, la principal actividad del mismo sigue siendo la fabricación e instalación de estanterías metálicas, actividad que conlleva un uso intensivo de mano de obra. Por este motivo, la Compañía sigue mostrando tendencia a incorporar personal para incrementar la cifra de negocios. En efecto, a partir de 2011 el crecimiento del personal necesario para soportar crecimientos de ventas de 17% al 21% se estima entre el 9% y el 12%.
- La razonabilidad de estas proyecciones se justifica, entre otros motivos, por la evolución que presentan las ventas por empleado, que muestran una tendencia creciente partiendo de una nueva base de negocio establecida en 2010.

9.2 Proyecciones Financieras (6/13)

Evolución de los Gastos Operativos (Opex)

- A la derecha se detallan las proyecciones de los gastos operativos (Opex) estimados por la Compañía durante el periodo proyectado.
- En términos generales, se produce un incremento significativo de los gastos operativos, de forma acompasada con el incremento de la facturación proyectado.
- Mención aparte merecen las cifras de 2009E, cuyo % sobre ventas se ve visiblemente afectadas por la significativa caída de la facturación.
- En 2010 se estabilizan los gastos operativos por la planificación de ciertos cambios que permitirán subcontratar algunas de las operaciones actualmente desarrolladas por la compañía, con su correspondiente curva de aprendizaje
- Asimismo en 2010 se verán los resultados de la implantación de medidas de contingencia sobre el resto de gastos operativos
- Atlas Capital considera que las proyecciones de los otros gastos de explotación son razonables.

cifras en M€	2006A	2007A	2008A	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
<u>Evolución de los gastos operativos (Opex)</u>									
Opex				(115)	(114)	(135)	(157)	(185)	(221)
Montajes				(45)	(48)	(53)	(59)	(70)	(80)
Arrendamientos, reparaciones y mantenimiento				(24)	(24)	(26)	(35)	(38)	(42)
Suministros y transportes				(21)	(19)	(22)	(21)	(35)	(44)
Otros OPEX				(36)	(23)	(35)	(42)	(43)	(54)
Otros ingresos				11*	-	-	-	-	-
<u>% ventas</u>									
Opex	28,4%	23,7%	22,5%						
Montajes	11,1%	9,9%	8,8%						
Arrendamientos, reparaciones y mantenimiento	5,9%	5,0%	4,3%						
Suministros y transportes	5,2%	4,0%	3,7%						
Otros OPEX	8,9%	4,8%	5,8%						
Otros ingresos	2,7%	0,0%	0,0%						
<u>Δ anual (%)</u>									
Opex					-1,1%	18,6%	16,4%	17,8%	19,6%
Montajes					5,6%	10,5%	13,3%	17,0%	15,4%
Arrendamientos, reparaciones y mantenimiento					-1,0%	7,9%	34,5%	10,9%	10,2%
Suministros y transportes					-7,7%	13,4%	-2,6%	61,7%	28,3%
Otros OPEX					-36,0%	50,4%	19,6%	2,2%	27,7%
Otros ingresos					n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.

(*) La partida Otro Ingresos recoge principalmente el efecto de la combinación de negocios derivados de la adquisición de Interlake.

9.2 Proyecciones Financieras (7/13)

Necesidades de Capital Circulante (Working Capital)

- Las necesidades de capital circulante de la Compañía han sido estimadas partiendo de los ratios históricos de Mecalux y considerando las mejores estimaciones del equipo directivo para el Plan de Negocio.
- El capital circulante proyectado por la Compañía se mantiene en niveles próximos al 32-33% de las ventas, similar al del ejercicio 2009.
- En términos generales, la Compañía estima una estabilidad en la gestión del capital circulante, asumiendo que se produce una salida progresiva del entorno de crisis actual.
- Las proyecciones recogen la mejor estimación de la Compañía sobre como las dinámicas del mercado pueden afectar a las necesidades de circulante de Mecalux.

cifras en M€		2006A	2007A	2008A	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015N
Existencias		100	106	110	88	104	128	160	190	219	221
Deudores comerciales		115	128	135	102	121	151	189	224	262	268
Otros deudores		13	23	17	17	16	23	28	32	35	33
Acreedores comerciales		77	85	58	53	65	82	102	122	140	156
Otros acreedores		21	27	31	22	22	25	29	34	40	40
WC		129	145	173	132	154	195	246	290	335	327
Δ WC		(25)	(16)	(28)	41	(22)	(41)	(51)	(44)	(45)	9
Ratios											
WC	% ventas	24%	24%	27%	33%	32%	33%	33%	32%	32%	30%
Existencias	días s/ ventas	69d	65d	63d	80d	79d	78d	78d	77d	76d	75d
Deudores comerciales	días s/ ventas	79d	78d	78d	93d	92d	92d	92d	91d	91d	91d
Otros deudores	% ventas	2%	4%	3%	4%	3%	4%	4%	4%	3%	3%
Acreedores comerciales	días s/ compras	118d	118d	73d	102d	104d	107d	109d	112d	114d	117d
Otros acreedores	% Opex	17%	19%	20%	19%	19%	19%	19%	18%	18%	18%

- Durante el ejercicio 2009, Mecalux ha experimentado un empeoramiento generalizado de las partidas que componen el activo circulante debido al endurecimiento del negocio y el contexto de crisis en el que ha operado la Compañía compensado solo parcialmente por una mejora de los días de pago pero empeorando en su conjunto las necesidades de financiación de capital circulante.
- Sin perjuicio de los esfuerzos de Mecalux por mejorar la eficiencia en los procesos, el cambio del mix territorial y la evolución hacia productos de menor coste unitario, la compañía considera que la media histórica refleja de forma más adecuada las necesidades de capital circulante, como consecuencia del contexto de incertidumbre económica a medio plazo, la necesidad de mantener unos niveles de stock que permitan asegurar un buen servicio al cliente, la presión de los competidores de Mecalux en los distintos mercados y la necesidad de ser competitivos, en particular para poder consolidar los nuevos mercados (tanto territoriales como de producto).
- En este sentido, para proyectar el capital circulante se ha tomado una serie histórica larga (2004 – 2009) eliminando el valor extremo superior e inferior que pueden provenir de circunstancias especiales. Dicho proceso es el que se considera adecuado para la proyección del balance en el periodo normalizado habiéndose proyectado los parámetros en los años intermedios (2010 – 2014) con una variación lineal.
- Para contrastar las variables proyectadas de working capital proyectadas por la Dirección de Mecalux para el periodo 2010-2014, hemos mantenido una serie conversaciones concluyendo que son razonables y que éstas representan su mejor estimación posible a la fecha actual.

9.2 Proyecciones Financieras (8/13)

Inversión en Activos Operativos (Capex)

- Las proyecciones de Capex presentadas por la Dirección de Mecalux suponen la mejor estimación que a día de hoy dispone la Compañía sobre los planes de inversión propios del Plan de Negocio 2010-2014.
- Las cifras indicadas a la derecha recogon las inversiones necesarias para crecer en aquellos mercados donde Mecalux tiene previsto desarrollarse en los próximos años, de acuerdo con el Plan de Negocio.
- Las inversiones anuales se han estimado conforme a las necesidades de los distintos mercados. Excluyendo las inversiones extraordinarias y adquisiciones, las inversiones se mantienen en niveles próximos al 3-4% de las ventas, nivel consistente con los datos históricos de la Compañía.

cifras en M€	2006A	2007A	2008A	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
<u>Evolución del activo fijo</u>									
Saldo inicial	231	259	274	270	302	294	285	285	286
+ Nuevas inversiones	37	25	26	34	15	15	24	27	27
Δ Variaciones Activo Fijo	8	8	(9)	20	-	-	-	-	-
- Amortizaciones del período	(17)	(19)	(21)	(22)	(23)	(24)	(24)	(26)	(27)
Saldo final	259	274	270	302	294	285	285	286	286
Capex total	45	33	17	54	15	15	24	27	27
% ventas	8%	6%	3%	13%	3%	3%	3%	3%	3%

- Notas:
- En 2006, 22M€ corresponden a la fábrica de Polonia, 4M€ a inversiones en América y 3M€ al proyecto de Esmena;
- En 2007, 4M€ corresponden a la fábrica de Polonia, 14M€ a inversiones en América, 5M€ al proyecto de Esmena;
- En 2008, 15M€ corresponden a inversiones a Esmena, 7M€ a Mecalux SA (4,4M€ para actualización de fabricas y 2,4M€ para robótica) y 4,3M€ a otras inversiones menores.
- En 2009, el nivel de Capex se explica por los 20M€ correspondientes a la adquisición de los activos de Interlake. De los 34 M€ restantes previstos, se estima invertir 15 M€ en USA, en nuevas oficinas y almacenes, maquinaria para la mejora de calidad y productividad de las instalaciones y adquisición de equipamiento complementario. Igualmente se tiene previsto destinar 15 M€ en España para el desarrollo de productos de robótica (8 M€) y la terminación de la reforma de la fábrica de Gijón (7 M€). El resto se repartirá entre inversiones previstas para Europa (2 M€) y Mercosur (2 M€).
- La inversión histórica en activos operativos, si excluimos los años en que tienen lugar adquisiciones o inversiones extraordinarias, representa una cifra aproximada del 3-4% de las ventas.
 - En el año 2006, las adquisiciones de Grupo Esmena y Tkinsa elevan el Capex al 8% de las ventas.
 - Durante el ejercicio 2007, todavía son necesarias ciertas inversiones en Esmena que sitúan el Capex en el 6%.
 - El ejercicio 2008 se caracteriza por una vuelta a los niveles históricos de Capex en el entorno del 3-4% de las ventas.
 - A partir del año 2009, las inversiones se concentran en el desarrollo de los mercados americanos (puesta en marcha de las plantas y sistemas de software e I+D+i), con el objetivo de potenciar los nuevos sistemas de almacenaje por los que apuesta el Plan de Negocio 2010-2014.
 - La Dirección de Mecalux considera que el nivel de inversiones es el adecuado para alcanzar los objetivos de ventas y rentabilidad del Plan de Negocio 2010-2014. A fecha de elaboración del presente Informe, la Dirección de Mecalux no tiene previsto realizar adquisiciones, si bien en el futuro la Compañía podría selectivamente analizar oportunidades que pudieran aparecer en el mercado.

9.2 Proyecciones Financieras (9/13)

Política de inversiones centrada en los mercados “core”

Comentarios generales

- En el contexto actual de crisis económica y de fuerte caída de la inversión empresarial, la Dirección de la Compañía ha decidido concentrarse en los mercados que considera más estratégicos: España, Europa, NAFTA y MERCOSUR.
- Esto ha implicado la congelación de los proyectos que la Compañía manejaba para China, proyectos que han quedado pospuestos de forma indefinida. En consecuencia, el Plan de Negocio 2010-2014 no contempla inversiones en China.
- En términos generales, las inversiones estimadas por la Compañía demuestran una fuerte apuesta por los mercados “core” de Mecalux. Tras la adquisición de Interlake en EEUU, la Dirección tiene previsto afianzar el negocio actual, reforzando las inversiones necesarias para consolidar su presencia en estos mercados. En este sentido, está previsto que sólo a partir de 2015 el Capex del Grupo quede repartido de forma equilibrada entre los distintos mercados.
- A partir del año 2012, y una vez alcanzado el perímetro del negocio de antes de la crisis (600M€), se incrementará el Capex total del grupo a 24-27 M€.

cifras en M€	2009E	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
<u>Proyecciones de Capex</u>						
Capex total	54	15	15	24	27	27
España	15	1	1	4	4	4
Europa	2	1	1	2	4	4
NAFTA	35*	12	12	12	10	10
MERCOSUR	2	1	1	6	9	9

(*) Incluye 20M€ correspondientes a la adquisición de los activos de Interlake

Destino de las principales inversiones

- España

 - En 2009 la inversión se ha centrado en productos de robótica (8 M€) y la terminación de la fábrica de Gijón (7 M€).
 - En España se potenciarán las divisiones de Software y Equipamientos Automáticos en los centros tecnológicos de Gijón y Barcelona.
- Europa

 - Está previsto que el año 2013 se caracterice por una creciente penetración en los mercados emergentes del Este de Europa y ex repúblicas soviéticas, negocios que serán servidos desde las instalaciones de la Compañía en Polonia.
 - La expansión prevista en estos mercados requerirá de mayores inversiones en la fábrica de Gliwice.
- NAFTA

 - La adquisición de Interlake ha significado la necesidad de otros 15 M€ en nuevas oficinas y almacenes, maquinaria y adquisición de equipamiento complementario.
 - Para el área NAFTA, está prevista la necesidad de 12 M€ anuales hasta el año 2012 para el relanzamiento del negocio en EEUU. Se modernizarán las fábricas de Interlake con maquinaria e infraestructura adecuadas al estándar de Mecalux.
 - El Capex total en NAFTA está previsto de que disminuya progresivamente, pasando de expansión a mantenimiento.
- MERCOSUR

 - El incremento significativo de las inversiones se explica por la intención de potenciar la división de robótica de MERCOSUR (particularmente en Brasil) para poder dar una respuesta adecuada al requerimiento de almacenes automáticos de cara a las Olimpiadas de Río 2016.

9.2 Proyecciones Financieras (10/13)

Impacto de los Créditos Fiscales

Tipos nominales MLX

España	30,0%
Europa	25,6%
Mexico	28,0%
USA	40,0%
Argentina	35,0%
Brasil	34,0%
Consolidado MLX	32,0%

- La Dirección de Mecalux asume que con la actual planificación fiscal será posible aprovechar la totalidad de créditos fiscales de que dispone la Compañía a día de hoy.

- El tipo impositivo nominal de Mecalux, ponderado por distintos países donde tributa, ha sido estimado en un 32,0% por la Dirección de la Compañía. No obstante, el tipo efectivo estimado para las proyecciones resulta por norma general inferior al nominal, habida cuenta de los créditos fiscales y deducciones no compensadas y de las pérdidas previstas para los ejercicios 2009 y 2010.
- La Compañía presentaba a diciembre de 2009 bases imponibles negativas y deducciones susceptibles de ser compensadas con beneficios futuros. El importe total de los créditos fiscales y las deducciones ascendían respectivamente a 32,76 M€ y 31,17 M€. Las pérdidas proyectadas para el ejercicio 2010 genera BINs adicionales.
- Las BINs generadas y los créditos fiscales, debidamente compensados con las bases imponibles generadas, reducirán el tipo y el impuesto efectivo durante todo el periodo proyectado.

<i>cifras en M€</i>	2008A	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015N
<u>Cálculo del impuesto de sociedades</u>								
BAI		(30)	(5)	22	65	98	120	102
Incremento / (Consumo) de BINs		43	5	(22)	(65)	(20)	-	-
Resultado fiscal ajustado		-	-	-	-	79	120	102
Tipo impositivo nominal		32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%
Cuota íntegra		-	-	-	-	25	38	33
Incremento / (Consumo) de Deducciones*		-	-	-	-	(9)	(13)	(9)
Cuota líquida		-	-	-	-	16	25	24
Impuestos del ejercicio		-	-	-	-	(16)	(25)	(24)
Tasa real efectiva		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	16,7%	20,8%	23,4%
Saldo de BINs a compensar	59	102	107	85	20	-	-	-
Deducciones a compensar	30	31	31	31	31	22	9	-
<i>(*) Aplicando el límite máximo del 35% de la cuota íntegra</i>								

9.2 Proyecciones Financieras (11/13)

Variación del Patrimonio Neto

- El dinero inyectado en la ampliación de capital de Caja de Madrid ha sido parcialmente consumido por los resultados operativos de 2009, en la adquisición de activos de Interlake y en reducción de la posición de endeudamiento neto.
- Las proyecciones reflejan la potencial política de dividendo de la Compañía a futuro (reparto del 35%).

<i>cifras en M€</i>	2007A	2008A	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
<u>Patrimonio Neto</u>								
Saldo inicial		222	388	345	341	363	405	458
+ Resultado del ejercicio		36	(24)	(5)	22	65	82	95
Δ Capital		168	-	-	-	-	-	-
Δ Diferencias de conversión y otros		(24)	-	-	-	-	-	-
- Dividendos		(14)	(18)	-	-	(23)	(29)	(33)
Saldo final	222	388	345	341	363	405	458	520

Variación de los Pasivos a Largo Plazo

- La Compañía proyecta una amortización progresiva de su deuda bancaria según el calendario previsto.
- El coste ponderado de la deuda de Mecalux ha sido estimado por la Compañía y Atlas Capital en un 5,5% y la posición de caja se entiende remunerada al 1,0%. Dicho coste resulta algo superior al tipo actual de financiación de la Compañía, ya que el vehículo principal de financiación actual, un préstamo sindicado, vence en 2012, y su sustitución se supone se hará en torno al 5,5% un coste que Atlas Capital considera razonable y de mercado.
- El ratio de apalancamiento disminuye progresivamente desde el 17% del 2009 hasta entornos inferiores al 14% al final del periodo de proyección. El promedio del apalancamiento se sitúa en c.18%.

<i>cifras en M€</i>	2007A	2008A	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
<u>Deuda Financiera a LP y CP</u>								
Saldo inicial		216	120	96	66	65	58	48
Δ Anual		(95)	(25)	(30)	(2)	(6)	(10)	(12)
Saldo final	216	120	96	66	65	58	48	36
<u>Otros pasivos LP</u>								
Saldo inicial		28	28	40	40	40	40	39
Δ Anual		(0)	12	-	-	(0)	(1)	(4)
Saldo final	28	28	40	40	40	40	39	35
Ratio apalancamiento [(Pasivos LP-Tesorería) / Activos Totales]		9%	16%	21%	20%	20%	17%	13%
<u>Remuneración de activos y pasivos</u>								
Coste de la deuda Mecalux			4,4%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Remuneración caja			1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Gastos financieros estimados			(5)	(4)	(4)	(3)	(3)	(2)
Ingresos financieros			1	0	(0)	(0)	(0)	(0)

9.2 Proyecciones Financieras (12/13)

Cuenta de Resultados Consolidada										
- La cuenta de resultados proyectada presenta una TCMA 2008-2014 del 9% en la cifra de ventas, soportada por la evolución de las ventas en los distintos mercados y la mayor demanda de sistemas automáticos de almacenamiento y el software que complementen la tradicional venta de estanterías. - La introducción de los nuevos productos, robótica y software, permite a Mecalux seguir siendo una compañía puntera, compensando la tendencia a la baja de la rentabilidad del producto tradicional y mantener la rentabilidad histórica del sector (12% EBITDA) en 2013. - Para alcanzar las cifras de negocio proyectadas, la Compañía tiene que focalizarse en los mercados nuevos (NAFTA y MERCOSUR), a la vez que se optimizan todas las oportunidades en los mercados tradicionales. - El nivel de amortizaciones está en los niveles tradicionales de la Compañía, a pesar del incremento de peso del componente de I+D. - Aunque la Compañía prevé volver a la senda de resultados positivos desde 2011, los créditos fiscales amortiguarán el impacto fiscal de los impuestos sobre beneficios durante el periodo proyectado.	cifras en M€	2006A	2007A	2008A	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
	Ventas netas	531	598	636	402	480	600	750	900	1.050
	Aprovisionamientos	(239)	(265)	(287)	(191)	(228)	(281)	(343)	(397)	(447)
	Margen bruto	292	333	348	211	252	319	407	503	603
	Personal	(91)	(105)	(115)	(107)	(114)	(133)	(154)	(187)	(227)
	Opex	(128)	(144)	(155)	(115)	(114)	(135)	(157)	(185)	(221)
	Provisiones	(3)	(2)	(1)	(2)	(2)	(2)	(3)	(4)	(5)
	EBITDA	70	83	78	(12)	22	49	93	128	149
	Amortizaciones	(20)	(19)	(21)	(22)	(23)	(24)	(24)	(26)	(27)
	EBIT	50	64	57	(34)	(1)	25	69	102	122
	Resultados Financieros	(15)	(15)	(8)	(4)	(4)	(4)	(4)	(3)	(3)
	Resultados extraordinarios	0	0	(9)	8	-	-	-	-	-
	BAI	36	49	40	(30)	(5)	22	65	98	120
	Impuesto Sociedades	13	(14)	(4)	6	-	-	-	(19)	(25)
	Beneficio Neto	48	35	36	(24)	(5)	22	65	79	95
	<u>Ratios (%)</u>									
	Crec. Ventas	n.d.	13%	6%	-37%	19%	25%	25%	20%	17%
	Margen bruto (%)	55%	56%	55%	53%	52%	53%	54%	56%	57%
	Personal	17%	17%	18%	27%	24%	22%	21%	21%	22%
	Opex	24%	24%	24%	29%	24%	22%	21%	21%	21%
Provisiones	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
EBITDA	13%	14%	12%	-3%	5%	8%	12%	14%	14%	
Amortizaciones	4%	3%	3%	5%	5%	4%	3%	3%	3%	
EBIT	9%	11%	9%	-8%	0%	4%	9%	11%	12%	
Beneficio Neto	9%	6%	6%	-6%	-1%	4%	9%	9%	9%	

9.2 Proyecciones Financieras (13/13)

Comentarios

Las principales partidas del balance proyectado de Mecalux, evolucionan de la siguiente forma:

- El nivel de activos operativos se mantiene a lo largo de todo el horizonte de la proyección, soportado por un Capex medio anual del entorno de 22 M€ (3-4% ventas).
- El capital circulante proyectado por la Compañía se mantiene en niveles próximos al 32-33% de las ventas, nivel que mantiene la situación del ejercicio 2009.
- Las variaciones estimadas en el patrimonio neto tan sólo obedecen a los resultados anuales de la Compañía, con la excepción del dividendo estimado por la Dirección para 2012, 2013 y 2014.
- El resto de pasivos financieros sujetos a un calendario de repago definido han sido proyectados de acuerdo con el mismo tal y como nos ha proporcionados la Dirección.

Balance Consolidado

<i>cifras en M€</i>	2006A	2007A	2008A	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
<u>Activo</u>									
Activo fijo	259	274	270	302	294	285	285	286	286
Existencias	100	106	110	88	104	128	160	190	219
Deudores comerciales	115	128	135	102	121	151	189	224	262
Otros deudores	13	23	17	17	16	23	28	32	35
Tesorería y equivalentes	41	46	94	47	(1)	(13)	(28)	(31)	(30)
Total Activo	528	578	625	557	534	575	635	701	771
<u>Pasivo y Patrimonio neto</u>									
Patrimonio neto	202	222	388	346	341	363	405	458	520
Deuda largo plazo	166	148	86	38	23	22	21	19	14
Otros pasivos LP	13	28	28	40	40	40	40	39	35
Deuda corto plazo	49	67	35	58	43	42	37	29	22
Acreedores Comerciales	77	85	58	53	65	82	102	122	140
Otros acreedores	21	27	31	22	22	25	29	34	40
Total Pasivo y Patrimonio Neto	528	578	625	557	534	575	635	701	771

Estado de Flujos de Caja

<i>cifras en M€</i>	2008A	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
<u>Cash Flow Statement</u>							
Beneficio Neto		(24)	(5)	22	65	82	95
Amortizaciones		22	23	24	24	26	27
Δ WC		41	(22)	(41)	(51)	(44)	(45)
Capex		(54)	(15)	(15)	(24)	(27)	(27)
Flujo de caja de las operaciones		(16)	(19)	(10)	15	37	49
Δ Patrimonio neto		(18)	-	-	(23)	(29)	(33)
Δ Deuda		(12)	(30)	(2)	(7)	(11)	(16)
Flujo de caja del periodo		(46)	(48)	(12)	(14)	(3)	1
Tesorería inicial		94	47	(1)	(13)	(28)	(31)
Δ Anual		(46)	(48)	(12)	(14)	(3)	1
Tesorería final		94	47	(1)	(28)	(31)	(30)

9.3 Descuento de Flujos de Caja Libres (1/7)

Metodología del Descuento de Flujos de Caja (*Discounted Cash Flows* o *DCF*)

- Este método pretende determinar el valor de Mecalux sobre la base de su capacidad de generación de flujos de caja futuros.
- El valor de la Compañía es, siguiendo esta metodología, el valor actual de los flujos de caja libres futuros después de impuestos, descontados al coste de capital medio ponderado ("CMPC" o "WACC", en inglés) de sus recursos propios y ajenos, detrayendo, por último, el valor de mercado de los recursos ajenos.
 - Los flujos a descontar son el resultado de sumar (i) los flujos de caja libres estimados en un horizonte de proyección determinado, actualizados a una tasa de descuento igual al coste de capital de la empresa, y (ii) el valor de la empresa al término del horizonte de proyección, o valor terminal ("VT"), actualizado a la misma tasa de descuento equivalente al coste de capital medio ponderado de la empresa.
- El flujo de caja libre se define como el flujo de caja neto que generaría el negocio si no estuviera endeudado. Se calcula como el beneficio antes de intereses e impuestos ("BAII" o "EBIT") menos los impuestos correspondientes sobre el EBIT, más las amortizaciones del periodo, menos las inversiones (negativas en caso de desinversiones) en inmovilizado y menos los aumentos (negativos en caso de disminuciones) del fondo de maniobra.
- El valor terminal se calcula habitualmente como el valor actual de la renta perpetua del flujo de caja normalizado descontado a una tasa de descuento, y creciente a una tasa de crecimiento (g). A la hora de establecer esta tasa de crecimiento a perpetuidad, es necesario analizar la situación concreta de la empresa, activo o negocio (posicionamiento, rentabilidad, plan estratégico, etc.), así como la situación del sector (madurez del mismo, etc.).
- El coste del capital medio ponderado representa la media ponderada después de impuestos de los costes de las diversas fuentes de financiación (recursos de los accionistas y deuda) de las que la Compañía dispone.
- Dadas las características concretas de Mecalux, su nivel de reporting financiero y de gestión, así como la información disponible de la Compañía, y considerando la existencia de unas proyecciones financieras procedentes del Plan de Negocio 2010-2014, Atlas Capital considera el Descuento de Flujos de Caja a nivel consolidado como el método más adecuado para valorar el negocio de Mecalux. La exposición de la Compañía a los distintos mercados en los que opera está, en opinión de Atlas Capital, suficientemente recogida en las tasas de crecimiento a perpetuidad (g), los tipos impositivos (t) y el coste medio de capital (WACC) aplicados, que han sido ponderados por el peso de las distintas áreas geográficas.
- La valoración de la Compañía se ha realizado a fecha 25 de noviembre de 2009.

9.3 Descuento de Flujos de Caja Libres (2/7)

Determinación de los Flujos de Caja Libres

- Para la determinación de los flujos de caja libres a descontar en nuestra valoración por DCF, hemos partido de las mismas proyecciones elaboradas por la Compañía y detalladas en las páginas anteriores.
- A continuación, se ha procedido a obtener un flujo del VT a descontar en dos pasos, mediante la creación de un ejercicio 2015N normalizado.
- En el cuadro adjunto, se detalla el contenido de las proyecciones utilizadas, el NOPAT resultante y los Flujos de Caja Libres.

cifras en M€	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015N	VT	TCMA
Ventas netas	402	480	600	750	900	1.050	1.076	1.102	21%
<i>Crecimiento (%)</i>	<i>(37%)</i>	<i>19%</i>	<i>25%</i>	<i>25%</i>	<i>20%</i>	<i>17%</i>	<i>2%</i>	<i>2%</i>	
Margen bruto	211	252	319	407	503	603	589	603	23%
<i>Mg. Bruto (%)</i>	<i>53%</i>	<i>52%</i>	<i>53%</i>	<i>54%</i>	<i>56%</i>	<i>57%</i>	<i>55%</i>	<i>55%</i>	
EBITDA	(12)	22	49	93	128	149	130	133	61% ⁽¹⁾
<i>Mg EBITDA (%)</i>	<i>(3%)</i>	<i>5%</i>	<i>8%</i>	<i>12%</i>	<i>14%</i>	<i>14%</i>	<i>12%</i>	<i>12%</i>	<i>n.d.</i>
Amortizaciones	(22)	(23)	(24)	(24)	(26)	(27)	(28)	(28)	
EBIT	(34)	(1)	25	69	102	122	102	104	69% ⁽²⁾
Impuestos	-	-	(7)	(21)	(32)	(38)	(33)	(33)	
NOPAT	(34)	(1)	18	48	70	84	69	71	66% ⁽²⁾
+ Amortizaciones	22	23	24	24	26	27	28	28	
- Capex	(34)	(15)	(15)	(24)	(27)	(27)	(28)	(28)	
+ Δ WC	41	(22)	(41)	(51)	(44)	(45)	9	(8)	
+ Aprovechamiento de créditos fiscales ⁽³⁾	-	-	7	21	15	22	-	-	
Flujos de Caja Libres	(5)	(15)	(6)	18	40	61	78	63	

(1) TCMA Calculada para el periodo 2010P-2014P

(2) TCMA Calculada para el periodo 2011P-2014P

(3) Según las proyecciones financieras y la planificación fiscal de Mecalux, corresponde aprovechar 13 M€ y 9M€ de créditos fiscales en 2014 y 2015, respectivamente. Sin embargo, con el fin de no incidir en la normalización de 2015N, el aprovechamiento de los 9M€ de 2015 ha sido trasladado a 2014.

Nota: Para obtener un detalle de la estimación de los Flujos de Caja Libres a partir del EBIT, considerando las Amortizaciones, los Impuestos, el Capex, la Variación del Capital Circulante (=WC) y el Aprovechamiento de los Créditos Fiscales, confrontar el Anexo 2: Detalle de Magnitudes Financieras.

9.3 Descuento de Flujos de Caja Libres (3/7)

Normalización del ejercicio 2015N y obtención del Valor Terminal (VT)

cifras en M€	2014P	2015N	VT
Ventas netas	1.050	1.076	1.102
Crecimiento (%)	17%	2%	2%
Margen bruto	603	589	603
Mg. Bruto (%)	57%	55%	55%
EBITDA	149	130	133
Mg EBITDA (%)	14%	12%	12%
Amortizaciones	(27)	(28)	(28)
EBIT	122	102	104
Impuestos	(38)	(33)	(33)
NOPAT	84	69	71
+ Amortizaciones	27	28	28
- Capex	(27)	(28)	(28)
+ Δ WC	(45)	9	(8)
+ Aprovechamiento de créditos fiscales(3)	22	-	-
Flujos de Caja Libres	61	78	63

El motivo de calcular el valor terminal de Mecalux en dos pasos es normalizar el flujo de caja que crece a perpetuidad, y evitar las distorsiones en el cálculo de la renta perpetua que se podrían producir como resultado de la normalización de los márgenes de rentabilidad en el valor terminal y sus posibles diferencias, respecto del último año proyectado (2014P).

Ventas

- Las ventas correspondientes a los ejercicios 2015N y VT han sido normalizadas con el objetivo de reflejar el desarrollo del negocio de Mecalux más allá del periodo proyectado (2009-2014), conforme a una tasa de crecimiento a perpetuidad (g) que Atlas Capital ha estimado en un 2,4% y que considera razonable para recoger la evolución cíclica del negocio de Mecalux y el crecimiento a futuro de la Compañía una vez estabilizada.

Margen Bruto

- Dada la naturaleza cíclica del negocio de Mecalux, el margen bruto normalizado ha sido estimado como un % de ventas, resultado de los márgenes medios de las proyecciones obtenidos por línea de negocio de 2009 a 2014.
- Dicho Margen Bruto normalizado para 2015N y el VT se ha estimado en un 55%, margen que la Dirección y el Experto Independiente consideran razonable a perpetuidad.

EBITDA

- Dada la naturaleza cíclica del negocio de Mecalux, impulsado por las fases inversoras de la economía, hemos tomado el margen medio de un periodo lo suficientemente largo como para recoger varios ciclos completos (1996-2014).
- El nivel normalizado del EBITDA ha sido estimado en un 12% de las ventas, margen que la Dirección y el Experto Independiente consideran razonable a perpetuidad.

Impuestos

- La normalización de los impuestos de 2015N y VT implica la aplicación de un tipo impositivo efectivo igual al nominal estimado para la Compañía.

Capex

- Se ha estimado un nivel normalizado de Capex y amortizaciones en línea con los datos históricos y las necesidades del Plan de Negocio. La Compañía y el Experto Independiente consideran dicho nivel razonable y adecuado para la industria en la que opera Mecalux.
- El nivel normalizado de Capex, de igual importe que las amortizaciones (evita descapitalizar la Compañía a perpetuidad), se sitúa en el histórico del 3-4% de las ventas y es acorde con las necesidades que la Compañía tendría para el crecimiento a perpetuidad estimado.

WC

- Los requerimientos normalizados de capital circulante han sido fijados para 2015N en la línea de los datos históricos promedios 2004-2009 eliminando sus datos extremos, y para el VT, como el capital circulante del año anterior incrementado en (g), la tasa de crecimiento a perpetuidad.
- Tanto la Compañía, como el Experto Independiente, consideran razonable este nivel normalizado de circulante para el caso de Mecalux.

Nota: Ver Anexo 2. Detalle de Magnitudes Financieras

9.3 Descuento de Flujos de Caja Libres (4/7)

Tasa de Crecimiento a Perpetuidad (g)

Estimación de la tasa de crecimiento a perpetuidad (g)

Para la estimación de la tasa de crecimiento a perpetuidad se ha considerado la tasa de crecimiento estimada para cada área y se ha ponderado por la distribución futura del EBITDA.

Área	Crec (%)	Peso (%)	Distrib EBITDA (%)	Suma (g)
España	1,5%		19,1%	0,3%
Europa	1,9%		21,6%	0,4%
NAFTA	2,4%	100,0%	43,7%	1,0%
México	3,1%	40,0%		
EEUU	2,0%	60,0%		
MERCOSUR	4,6%	100,0%	15,6%	0,7%
Argentina	5,8%	50,0%		
Brasil	3,4%	50,0%		

Tasa de crecimiento a perpetuidad (g)	2,4%
---------------------------------------	------

Fuente: Estimaciones de Atlas Capital.

- La tasa de crecimiento a perpetuidad ha sido estimada por Atlas Capital en un 2,4%, teniendo en cuenta, las tasas de crecimiento del PIB esperadas para cada una de las cuatro zonas geográficas donde opera la Compañía, en función de su contribución al EBITDA futuro*.

Aplicación del DCF

- Atlas Capital ha aplicado la metodología del Descuento de Flujos de Caja para la valoración de Mecalux a partir de los datos de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias consolidada proyectada por la Compañía.
- Para la aplicación del DCF, se han tenido en cuenta las siguientes consideraciones:
 - Fecha de Referencia de la Valoración: 25 de noviembre de 2009
 - Periodo de Proyección: El escenario de proyección se ha establecido para el periodo comprendido entre el 26 de noviembre de 2009 hasta el 31 de diciembre de 2014, de acuerdo con las hipótesis facilitadas por la Compañía.
 - Valor Terminal: Con el objetivo de reflejar la continuidad de la Compañía en el tiempo, Atlas Capital ha considerado además del periodo proyectado por la Compañía, un valor residual, calculado como el valor actual de la renta perpetua del flujo de caja normalizado descontado a una tasa de descuento, y creciente a una tasa de crecimiento. A los efectos de la presente valoración, el cálculo del valor terminal se ha descompuesto en dos periodos:
 - Primer periodo de cálculo del valor terminal: dicho cálculo consiste en la estimación de un flujo de caja normalizado para el año siguiente al último año proyectado (2015N).
 - Segundo periodo de cálculo del valor terminal: se calcula como una renta perpetua a partir del primer valor terminal incrementado a la tasa de crecimiento estimada (VT).
 - El motivo de calcular el valor terminal de Mecalux en dos periodos es normalizar el flujo de caja que crece a perpetuidad, y evitar las distorsiones en el cálculo de la renta perpetua que se podrían producir como resultado de la normalización de los márgenes de rentabilidad en el valor terminal y sus posibles diferencias, respecto del último año proyectado (2014P).

(*) Dado que NAFTA y MERCOSUR son áreas con más de un país y que la Compañía no maneja el nivel de EBITDA detallado para cada uno de los mercados, el reparto se ha realizado tomando como base la previsión de Mecalux sobre el rendimiento que obtendrá en cada país en 2014, que en este caso coincide con la distribución de las plantas productivas entre los mismos. En el caso de EUROPA, la tasa de crecimiento a perpetuidad se ha estimado teniendo en cuenta el reparto de ventas previsto entre Europa Occidental y Europa del Este teniendo en cuenta la estrategia de fabricación / comercialización de Mecalux para estos mercados (la actividad de fabricación se ha establecido en Polonia, desde donde se sirve a los mercados europeos, principalmente Europa Occidental, con tasas de crecimiento más moderadas).

9.3 Descuento de Flujos de Caja Libres (5/7)

Fórmula de Cálculo del WACC

Método de cálculo del WACC

WACC = K_e * [E/(D+E)] + K_d * (1-t) * [D/(D+E)]

K_e = Coste de los recursos propios
K_d = Coste de los recursos ajenos
D = Valor de mercado de la deuda
E = Valor de mercado de los recursos propios
t = Tipo Impositivo

Modelo de CAPM

K_e = R_f + β * (R_m-R_f) + R_p

R_f = Tasa Libre de Riesgo
β = Factor Beta
R_m - R_f = Pm o Prima de Mercado
R_p = Prima de Riesgo-país

En opinión de Atlas Capital, la naturaleza internacional del negocio de Mecalux aconseja utilizar un coste de los recursos propios con una prima que recoja la rentabilidad adicional exigida a las inversiones en determinados países emergentes en los que la Compañía opera.

Tipo impositiva de Mecalux

- El tipo impositivo de Mecalux ha sido estimado a partir de los tipos impositivos de los países donde tributa, con un criterio análogo al utilizado para las tasas de crecimiento a perpetuidad*.

Estimación del tipo impositivo nominal de Mecalux

Área	T. Impositiva	Peso (%)	Distrib (%)	Suma (t)
España	30,0%		19%	5,7%
Europa	25,6%		22%	5,5%
NAFTA			44%	15,4%
México	28,0%	40,0%		
EEUU	40,0%	60,0%		
MERCOSUR			16%	5,4%
Argentina	35,0%	50,0%		
Brasil	34,0%	50,0%		

Tipo impositivo nominal (t)	32,0%
-----------------------------	-------

(*) El tipo impositivo ha sido ponderado en función de la contribución del EBITDA estimado para cada área en 2014. Dado que NAFTA y MERCOSUR son áreas con más de un país, se ha tenido en cuenta donde tributarán los rendimientos obtenidos por cada país, que está relacionado con la distribución de las plantas productivas en estos mercados. En el caso de EUROPA, la tasa impositiva tiene su justificación en la estrategia de fabricación / comercialización de Mecalux y se ha calculado teniendo en cuenta donde tributarán las rentas. Aunque la actividad de fabricación reside en Polonia, las ventas en Europa Occidental , y la consiguiente tributación, se realiza generalmente a través de sociedades comerciales establecidas en cada país, mercados que presentan tasas impositivas más elevadas que Polonia.

Tasa de Descuento (WACC)

Generalidades

- Atlas Capital ha empleado el Coste Medio Ponderado de Capital o WACC como tasa de descuento de Mecalux. El WACC se define como la media ponderada de los costes de financiación (recursos propios y recursos ajenos), ponderados por las proporciones que supondrán a futuro en la Compañía.
- Se ha calculado un WACC por área geográfica y se ha ponderado cada una de ellas en base a la contribución al EBITDA estimado para cada área. Así se ha calculado una Tasa de Descuento única para descontar los Flujos de Caja agregados de la Compañía.
- El nivel de Apalancamiento considerado para el cálculo del WACC es de 15% Deuda Financiera y 85% Recursos Propios, según las perspectivas de política de financiación de la Compañía, nivel similar al reflejado por sus compañías comparables (12%).

Coste de los recursos de financiación

- El Coste de los Recursos Propios se ha estimado a partir de la rentabilidad exigida al capital invertido, calculado como una tasa libre de riesgo más una prima adicional, según el modelo de Capital Asset Pricing Model (CAPM).
 - El Factor Beta se ha obtenido sobre un índice global y tanto la Tasa Libre de Riesgo, como la Prima de Mercado, corresponden a la de un mercado maduro. Esta metodología permite aislar el riesgo adicional asociado a la inversión en países emergentes (con mayor nivel de riesgo) en un único factor: la Prima de Riesgo-país, eliminando así cualquier posible consideración duplicada del riesgo-país a través del resto de componentes del Coste de los Recursos Propios.
- El Coste de los Recursos Ajenos se ha estimado como un tipo de referencia más un diferencial asociado al riesgo de crédito de la Compañía.

9.3 Descuento de Flujos de Caja Libres (6/7)

Cálculo del WACC por Regiones

Coste ponderado del capital	España	Europa	NAFTA	MERCOSUR
WACC	9,5%	10,4%	10,0%	14,3%
Terminal Growth (g)	1,5%	1,9%	2,4%	4,6% (1)
Coste de la Deuda después de Impuestos	3,8%	4,1%	3,5%	3,6%
Tipo de referencia	3,5%	3,5%	3,5%	3,5% (2)
Spread	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Coste de la Deuda	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Tipo Impositivo	30,0%	25,6%	35,2%	34,5% (3)
Coste de los Recursos Propios	10,5%	11,5%	11,2%	16,2%
Tasa libre de Riesgo	4,0%	4,0%	4,0%	4,0% (4)
Prima de Riesgo del mercado	5,8%	5,8%	5,8%	5,8% (5)
Beta apalancada	1,12	1,13	1,12	1,12 (6)
Prima de Riesgo-país	0,0%	1,0%	0,7%	5,8% (7)
Beta apalancada	1,12	1,13	1,12	1,12
Beta desapalancada	1,00	1,00	1,00	1,00
Apalancamiento (DFN/FFPP)	17,6%	17,6%	17,6%	17,6%
Tipo Impositivo	30,0%	25,6%	35,2%	34,5%
Ajuste de apalancamiento	12,4%	13,1%	11,4%	11,6%
Ponderación del capital				
Deuda Financiera Neta	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Fondos propios a valor de mercado	85,0%	85,0%	85,0%	85,0%
Total Financiación a Largo Plazo	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

	Ponderación Estimada del EBITDA a Perpetuidad (%)	WACC (%) por regiones	WACC (%) ponderado
España	19,1%	9,5%	1,8%
Europa	21,6%	10,4%	2,2%
NAFTA	43,7%	10,0%	4,4%
MERCOSUR	15,6%	14,3%	2,2%
Total	100,0%		10,7%

Comentarios y Explicaciones

- El coste de la deuda ha sido estimado a partir de la rentabilidad exigida por el capital externo. Se ha calculado a partir del Euro Swap a 10 años (Fuente: Bloomberg) más un diferencial correspondiente al *spread* de Mecalux, (estimado por la Compañía en 200 bps), debidamente ajustado por el escudo fiscal de cada mercado.
- El coste de los recursos propios ha sido calculado según la fórmula indicada en la página anterior ($Ke = Rf + \beta * (Rm - Rf) + Rp$):
 - Se ha seleccionado la Tasa Libre de Riesgo (Rf) correspondiente a un mercado maduro (España), que ha sido estimada a partir del Bono Español a 10 años (Fuente: Bloomberg).
 - La Prima de Mercado (Rm - Rf) representa el diferencial entre la rentabilidad del mercado de renta variable y la inversión en renta fija libre de riesgo. Al igual que en la Tasa Libre de Riesgo, la Prima de Mercado utilizada corresponde a la de un mercado maduro. Atlas Capital ha estimado esta Prima de Mercado en un 5,75%, estimación que considera razonable.
 - El coeficiente β es el parámetro que mide el riesgo sistemático al que está sometida la acción de la Compañía. Se ha calculado considerando una muestra de compañías comparables cotizadas, respecto de un índice global, y se le ha incorporado el apalancamiento financiero estimado para la Compañía y el impacto fiscal correspondiente a cada área. La beta desapalancada obtenida de la muestra es de 1,00. Los datos de dicho análisis han sido tomados de JCF Quant.
 - La Prima de Riesgo-país ha sido obtenida tomando como base las últimas estimaciones de A. Damodaran (NYU), habiéndose ajustado por el diferencial entre el bono español y el americano al mismo plazo (40 bps).

Considerando el cálculo del coste de cada fuente de financiación y una estructura de capital objetivo del 15% Deuda y 85% Fondos Propios, se obtiene un Coste Medio Ponderado de Capital o **WACC del 10,7%**.

Notas (1) a (7): Ver Anexo 2: Detalles de las magnitudes financieras

Nota: La Prima de Riesgo-país ha sido ponderada en función de la distribución de instalaciones productivas, criterio que se corresponde con el reparto de rendimientos estimados para cada área en 2014. Dado que NAFTA y MERCOSUR son áreas con más de un país, el reparto se ha realizado conforme a la distribución de las plantas productivas por país. Atlas Capital ha asimilado la Prima de Riesgo-país de Europa con la propia de Polonia. Esto tiene su justificación en que la inversión productiva para estos mercados está radicada en este país y, por tanto, el elemento de riesgo soberano polaco prevalece para el conjunto del mercado Europeo.

9.3 Descuento de Flujos de Caja Libres (7/7)

Detalle de la Deuda Financiera Neta

cifras en €000		31-oct-09
(+) Deuda con Entidades de Cto. LP		38.968
(+) Deuda con Entidades de Cto. CP		48.353
(+) Deudas por Efectos Descontados		6.166
(-) Tesorería No Operativa		(4.741)
(-) Tesorería Operativa		(41.694)
Deuda Financiera Neta		47.052
Fuente: Balance a 31 Oct. 2009. Mecalux.		

Sensibilidades de la Valoración

- Adicionalmente al escenario central de la valoración, se han analizado las sensibilidades a la Tasa de Descuento (WACC) y a la Tasa de Crecimiento a Perpetuidad (g).

		Tasa de descuento (WACC)				
		10,48%	10,58%	10,68%	10,78%	10,88%
Crecimiento perpetuo (g)	2,54%	13,88 €	13,65 €	13,43 €	13,21 €	13,00 €
	2,49%	13,80 €	13,58 €	13,36 €	13,14 €	12,93 €
	2,44%	13,73 €	13,51 €	13,29 €	13,08 €	12,87 €
	2,39%	13,65 €	13,43 €	13,21 €	13,00 €	12,80 €
	2,34%	13,58 €	13,36 €	13,14 €	12,94 €	12,73 €

Proyección de los Flujos de Caja Libres

- En base a la metodología y a las hipótesis descritas con anterioridad en el presente documento, se ha procedido a calcular los flujos de caja libres proyectados de la Compañía, descontándolos a la tasa WACC.
- La deuda financiera neta considerada de la Compañía es la existente a 31 de octubre de 2009, última fecha del Balance cerrado por Mecalux previo a la Fecha de Valoración.

cifras en M€	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015N	VT
NOPAT	(34)	(1)	18	48	70	84	69	71
+ Amortizaciones	22	23	24	24	26	27	28	28
- Capex	(34)	(15)	(15)	(24)	(27)	(27)	(28)	(28)
+ Δ WC	41	(22)	(41)	(51)	(44)	(45)	9	(8)
+ Aprovechamiento de créditos fiscales	-	-	7	21	15	22	-	-
Flujos de Caja Libres	(5)	(15)	(6)	18	40	61	78	63
VT								764
Flujos a descontar	(5)	(15)	(6)	18	40	61	78	764
Integración del flujo (%)	10%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Periodo	0,10	0,60	1,60	2,60	3,60	4,60	5,60	5,60
Tasa de descuento	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%
Factor de descuento	0,99	0,94	0,85	0,77	0,69	0,63	0,57	0,57
Flujos descontados	(1)	(14)	(5)	14	28	38	44	433

Valoración por DCF	M€
VAN de los flujos proyectados (2009E-2014P)	60
VAN del 2015N y el Valor Terminal	477
Valor Compañía	537
DFN a 31-oct-09	47
Minoritarios a 31-oct-09	(0)
Valor PN	490
Nº Acciones (Netas de Autocartera)	37
Precio por acción	13,29 €

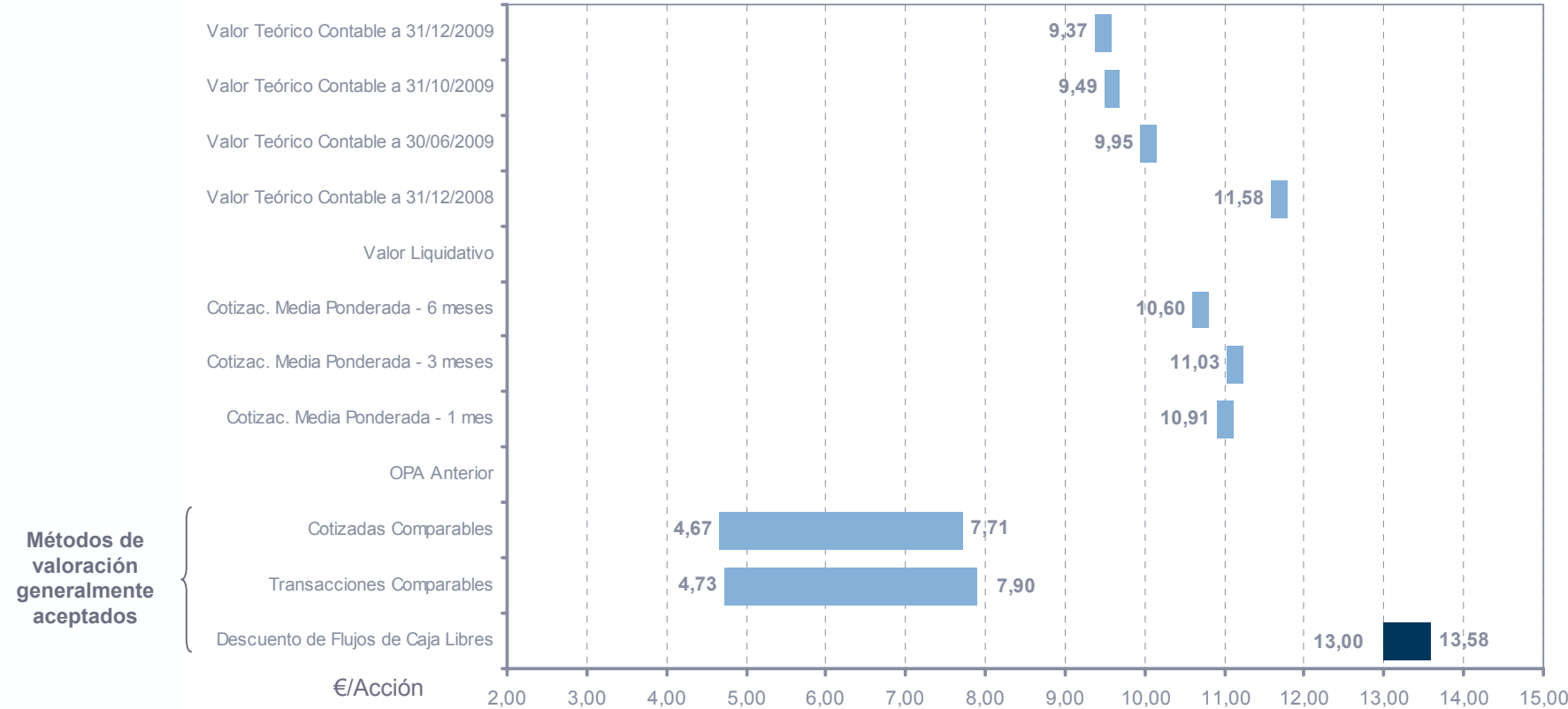
Fechas	
Final ejercicio	31-dic-09
Valoración	25-nov-09
Parámetros	
WACC	10,7%
(g)	2,4%

En base al análisis de valoración realizado, nuestro rango de valoración por descuento de flujos de caja libres para Mecalux es de entre 13,00 y 13,58 Euros por acción

10 Conclusiones

10.1 Valoración por Cada Metodología Considerada

- Para llevar a cabo el análisis de valor de Mecalux, Atlas Capital ha tenido en cuenta los criterios de valoración establecidos en el Real Decreto 1066/2007, que incluye métodos habitualmente utilizados en la valoración de empresas, tales como los Múltiplos de Compañías Comparables Cotizadas o el Descuento de Flujos de Caja.
- El resultado de nuestro análisis es el siguiente:



Atlas Capital considera que el Descuento de Flujos de Caja es la metodología más apropiada a efectos de valoración de Mecalux. El análisis efectuado arroja como conclusión un rango de valoración de 13,00 – 13,58 Euros por Acción

10.2 Conclusiones de Valoración (1/3)

Valor teórico contable (VTC)

- El valor neto contable de los fondos propios de la Compañía arroja la siguiente valoración:
 - conforme a las Cuentas Anuales consolidadas auditadas cerradas a 31 de diciembre de 2008, un valor por acción de 11,58 Euros;
 - conforme a los Estados Financieros intermedios consolidados correspondientes al primer semestre del ejercicio 2009, no auditados, remitidos a la CNMV, un valor por acción de 9,95 Euros; y
 - conforme la información financiera a 31 de octubre de 2009, elaborada por la dirección financiera de Mecalux, un valor por acción de 9,49 Euros.
 - conforme la información financiera a 31 de diciembre de 2009, remitida a la CNMV, un valor por acción de 9,37 Euros.
- Este método de valoración es un método estático de carácter patrimonial y no financiero que no contempla la rentabilidad a futuro, en base a las expectativas de negocio, de una inversión, por lo que se ha considerado que no es adecuado para empresas en continuidad como Mecalux.

Valor liquidativo

- De la aplicación de este método resultarían valores significativamente inferiores a los obtenidos por los demás métodos.
- Atlas Capital considera que no es un método aplicable a la actividad de Mecalux, por los siguientes motivos:
 - se trata de una empresa en funcionamiento. Metodológicamente, el valor liquidativo no es el método más adecuado para valorar compañías operativas, con la excepción de aquellas que vayan a detener su actividad, situación que no aplica a Mecalux.
 - la dificultad de venta de los activos de Mecalux en el mercado fuera del marco de una empresa en funcionamiento, daría como resultado un valor de liquidación significativamente inferior al valor financiero de dichos activos en funcionamiento.

Cotización media ponderada

- La cotización media de las acciones de Mecalux, ponderada por el volumen de títulos y efectivo negociado, arroja la siguiente valoración:
 - en el periodo comprendido entre el día 26 de mayo de 2009 y el día 25 de noviembre 2009 (último semestre), un valor de 10,60 Euros por acción;
 - en el periodo comprendido entre el día 26 de Septiembre de 2009 y el día 25 de noviembre 2009 (último trimestre), un valor de 11,03 Euros por acción; y
 - en el periodo comprendido entre el día 26 de octubre de 2009 y el día 25 de noviembre 2009 (último mes), un valor de 10,91 Euros por acción.
- Teniendo en cuenta el nivel de liquidez de la acción de Mecalux y los niveles de frecuencia y volumen de negociación (su Free Float apenas alcanza un 7,30%), se ha considerado limitada la aplicabilidad de este criterio para determinar el valor razonable de la Compañía, sin perjuicio de que pueda considerarse un método de contraste.

10.2 Conclusiones de Valoración (2/3)

Valor de contraprestación (OPA anterior)

- Se trata del valor de la contraprestación ofrecida en una Oferta Pública de Adquisición acontecida en el año inmediatamente anterior a la propuesta de exclusión de negociación.
- En el caso de Mecalux, no se ha presentado ninguna Oferta Pública de Adquisición en el citado periodo. En consecuencia, el presente método no resulta de aplicación a los efectos de valorar la Compañía.

Múltiplos de compañías cotizadas comparables

- De la aplicación de los múltiplos de compañías cotizadas comparables a las variables financieras de Mecalux el valor de la acción se situaría en un rango comprendido entre 4,67 y 7,71 Euros.
- No obstante, existen razones para limitar el alcance y las conclusiones que arroja el presente método de valoración:
 - existe dificultad para encontrar compañías cotizadas plenamente comparables a Mecalux; y
 - estamos aplicando los múltiplos obtenidos a unas magnitudes financieras de Mecalux afectadas por la ausencia de resultados positivos hasta 2011.
- En consecuencia, se ha desestimado la aplicabilidad plena de este criterio a los efectos de determinar el valor razonable de la Compañía, sin perjuicio de que pueda considerarse un método de contraste.

Múltiplos de transacciones comparables

- De la aplicación de los múltiplos de transacciones sobre compañías comparables a Mecalux a sus variables financieras, el valor de la acción se movería en un rango comprendido entre 4,73 y 7,90 Euros.
- Sin embargo, existen razones para limitar el alcance y las conclusiones que arroja el presente método de valoración:
 - existe dificultad para encontrar transacciones plenamente comparables a Mecalux con información pública disponible; y
 - estamos aplicando los múltiplos obtenidos a unas magnitudes financieras de Mecalux afectadas por la ausencia de resultados positivos hasta 2011.
- En consecuencia, se ha desestimado la aplicabilidad plena de este criterio a los efectos de determinar el valor razonable de la Compañía, sin perjuicio de que pueda considerarse un método de contraste.

10.2 Conclusiones de Valoración (3/3)

Descuento de flujos de caja (DCF)

- De acuerdo con este método de valoración, el valor de las acciones de Mecalux a fecha 25 de noviembre de 2009, referencia que consideramos válida a Fecha de Emisión de este Informe, estaría comprendido en un rango de entre 13,00 y 13,58 Euros por acción.
- Para determinar dicho rango se ha realizado una proyección de los flujos de caja libres a partir de las proyecciones financieras del Plan de Negocio 2010-2014, asumiendo a estos efectos una serie de hipótesis (ventas, costes, gastos, márgenes, inversiones en inmovilizado y circulante, impacto del sistema impositivo, entorno de financiación, etc.) que la Dirección de Mecalux considera razonables y que reflejan la previsible evolución futura de la Compañía, sin perjuicio de que dichas hipótesis están sujetas a las incertidumbres propias que todo ejercicio de predicción conlleva.
- Atlas Capital considera que ésta es la metodología de valoración más apropiada y que mejor recoge el valor intrínseco de la Compañía, por los siguientes motivos:
 - por disponer de suficiente información procedente del plan de negocio de Mecalux;
 - porque permite incorporar sensibilidades diversas en las proyecciones financieras y determinar el impacto en la valoración de diferentes escenarios de negocio; y
 - por su solidez metodológica, apoyada por la razonabilidad de las estimaciones, es la metodología más apropiada para reflejar las expectativas de rentabilidad y generación de caja previstas a futuro por el Plan de Negocio.

Conclusiones a la valoración

- En resumen, las valoraciones que resultan de los distintos métodos de valoración previstos en el Artículo 10.5 del Real Decreto 1066/2007, son las que se exponen en el siguiente cuadro, sin perjuicio de que, en opinión de Atlas Capital, el Descuento de Flujos de caja sea la metodología más apropiada a efectos de valoración de Mecalux:

Método de Valoración	Rango de Valoración (€/Acción)	Precio medio (€/Acción)
Valor teórico contable (VTC) A 31 de diciembre de 2008 A 30 de junio de 2009 A 31 de octubre de 2009 A 31 de diciembre de 2009	11,58 9,95 9,49 9,37	10,54
Valor liquidativo de la Sociedad	De la aplicación de este método resultarían valores que, en ningún caso, serían superiores a los valores obtenidos a partir de los demás métodos utilizados	
Cotización media ponderada Del último semestre Del último trimestre Del último mes	10,60 11,03 10,91	10,82
Valor de la contraprestación ofrecida en el caso de OPAs formuladas en el año precedente	No ha tenido lugar ninguna Oferta Pública de Adquisición durante los doce meses anteriores	
Otros métodos de valoración Múltiplos de compañías cotizadas comparables Múltiplos de transacciones comparables Descuento de flujos de caja (DCF)	4,67 - 7,71 4,73 - 7,90 13,00 - 13,58	6,19 6,31 13,18

A1 Descripción de las Compañías Cotizadas Comparables

A1 Compañías Cotizadas Comparables Seleccionadas

Compañía	Descripción de Actividad	País	Capitalización Bursátil (M€)	Ventas 2008A (M€)
Kardex	Compañía creada en 1973 dedicada a la búsqueda de soluciones automatizadas de almacenamiento. Kardex trabaja con clientes en el sector industrial, distribución y retail en Europa, América y Asia.		121,8	460,0
Interroll Holding	Compañía especialista en el campo del "handling", logística y automatización. Este grupo con sede en Suiza ofrece sus servicios en todo el mundo, fabricando desde rodillos transportadores para cargas y kits de paletización hasta estanterías dinámicas para palets y cajas.		171,2	241,9
Swisslog Holding	Compañía que provee soluciones logísticas integrales para almacenes, centros de distribución y hospitales. Grupo con sede en Suiza que opera en más de 50 países de todo el mundo a través de sus dos divisiones; almacenaje y distribución y sanidad.		143,5	531,3
Demag Cranes	Ofrece soluciones específicas para áreas de transporte, manipulación de cargas en el puesto de trabajo y el flujo de materiales en la producción y el almacén (principalmente grúas de carga en el sector industrial y portuario). Con sede en Alemania, opera en todo el mundo.		491,4	1.225,8
Wincanton	Presta una amplia gama de servicios; transporte y distribución de mercancías, almacenaje servicios de diseño e instalación de soluciones logísticas. Con sede en el Reino Unido, opera en la práctica totalidad de países europeos.		301,4	2.442,3
Rosss	Compañía Italiana de sistemas de almacenamiento, tanto fijos como móviles para su utilización en actividades y naves industriales y en el sector de distribución		14,6	28,6
Daifuku	Fundada en 1937 es especialista en soluciones automatizadas de "handling" y logística en numerosos sectores. Ofrece servicios de consultoría con soluciones a medida de trabajos de automatización de almacenes, control de software, cadenas de montaje, etc.		432,4	1.922,0
Tsubakimoto Chain	Especialista en la fabricación y montaje de procesos de "handling". Presta servicios en más de 70 países en todo el mundo.		474,6	1.123,1
Dexion Ltd.	Dexion es el lider en soluciones de almacenaje para uso industrial y comercial en Australia, Nueva Zelanda y Sudeste asiático		36,9	145,3

Fuente: JCF Factset a 27 de noviembre de 2009

Se han seleccionado compañías cotizadas con negocios comparables al de Mecalux

A1 Análisis de Márgenes EBITDA de las Compañías Comparables

Compañía	País	Margen EBITDA 2006	Margen EBITDA 2007	Margen EBITDA 2008	Margen EBITDA 2009E	Margen EBITDA 2010P	Margen EBITDA 2011P	Margen EBITDA 2012P	Margen EBITDA Promedio 2006-2012P
		Márgenes Históricos			Márgenes Proyectados				
Kardex		7,9%	10,5%	11,1%	5,8%	7,4%	8,8%	n.d.	8,6%
Interroll Holding		14,3%	18,2%	16,3%	8,9%	11,8%	14,0%	n.d.	13,9%
Swisslog Holding		5,8%	5,9%	5,2%	6,0%	5,8%	6,2%	6,2%	5,9%
Demag Cranes		8,8%	10,8%	13,4%	5,6%	9,0%	10,7%	10,4%	9,8%
Wincanton		4,2%	4,1%	4,1%	4,2%	4,4%	3,7%	4,6%	4,2%
Rosss		12,0%	16,4%	9,0%	9,1%	10,0%	11,0%	n.d.	11,2%
Daifuku		9,3%	10,4%	7,8%	2,1%	1,9%	4,0%	4,7%	5,8%
Tsubakimoto Chain		14,1%	16,0%	11,6%	8,3%	10,6%	11,3%	13,6%	12,2%
Dexión Ltd		8,0%	9,0%	8,3%	4,4%	6,2%	6,4%	n.d.	7,1%
PROMEDIO		9,4%	11,3%	9,6%	6,0%	7,4%	8,4%	7,9%	8,7%
Mecalux		13,2%	13,9%	12,2%	(4,0%)	4,7%	8,2%	12,4%	8,6%

A1 Análisis de Márgenes EBIT de las Compañías Comparables

Compañía	País	Margen EBIT 2006	Margen EBIT 2007	Margen EBIT 2008	Margen EBIT 2009E	Margen EBIT 2010P	Margen EBIT 2011P	Margen EBIT 2012P	Margen EBIT Promedio 2006-2012P
		Márgenes Históricos			Márgenes Proyectados				
Kardex		5,1%	8,3%	9,2%	3,5%	4,8%	6,2%	n.d.	6,2%
Interroll Holding		9,8%	12,2%	12,1%	2,4%	6,1%	8,8%	n.d.	8,6%
Swisslog Holding		4,0%	4,9%	4,5%	4,6%	4,5%	5,0%	5,0%	4,6%
Demag Cranes		5,5%	7,6%	11,1%	4,1%	6,2%	7,9%	8,0%	7,2%
Wincanton		2,2%	2,2%	2,5%	2,4%	2,6%	2,7%	2,7%	2,5%
Rosss		7,6%	11,3%	4,9%	4,1%	5,4%	6,6%	n.d.	6,6%
Daifuku		8,1%	8,9%	6,2%	(0,3%)	0,2%	2,5%	2,2%	4,0%
Tsubakimoto Chain		10,3%	11,8%	6,4%	1,6%	5,1%	6,2%	7,1%	6,9%
Dexion Ltd		6,9%	7,2%	6,4%	2,2%	4,0%	4,3%	n.d.	5,1%
PROMEDIO		6,6%	8,3%	7,0%	2,7%	4,3%	5,6%	5,0%	5,7%
Mecalux		9,4%	10,7%	8,9%	(9,2%)	(0,1%)	4,2%	9,2%	4,7%

A1 Análisis de Márgenes B° Neto de las Compañías Comparables

Compañía	País	Beneficio Neto 2006	Beneficio Neto 2007	Beneficio Neto 2008	Beneficio Neto 2009E	Beneficio Neto 2010P	Beneficio Neto 2011P	Beneficio Neto 2012P	Beneficio Neto Promedio 2006-2012P
		Márgenes Históricos			Márgenes Proyectados				
Kardex		3,7%	5,2%	7,2%	1,3%	2,5%	3,8%	n.d.	3,9%
Interroll Holding		6,5%	9,1%	9,4%	1,6%	4,6%	5,7%	n.d.	6,2%
Swisslog Holding		(0,5%)	2,7%	1,4%	2,9%	2,9%	3,3%	3,5%	2,3%
Demag Cranes		2,2%	3,0%	6,6%	(0,0%)	3,6%	4,7%	4,2%	3,5%
Wincanton		1,2%	1,0%	0,8%	0,4%	1,1%	1,2%	1,4%	1,0%
Rosss		3,6%	6,1%	2,6%	1,6%	2,7%	3,7%	n.d.	3,4%
Daifuku		4,9%	5,1%	3,2%	(0,0%)	(0,1%)	1,3%	(0,2%)	2,0%
Tsubakimoto Chain		5,5%	6,2%	4,4%	1,2%	2,6%	3,3%	3,0%	3,7%
Dexion Ltd		4,7%	4,3%	3,1%	0,9%	2,3%	2,6%	n.d.	3,0%
PROMEDIO		3,5%	4,7%	4,3%	1,1%	2,5%	3,3%	2,4%	3,2%
Mecalux		9,1%	5,9%	5,6%	(10,3%)	(1,0%)	3,6%	10,5%	3,3%

A2 Detalle de las Magnitudes Financieras

A2 Cuenta de Resultados Histórica y Proyectada

Cuenta de Resultados									
cifras en M€	2006A	2007A	2008A	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
Ventas netas	531	598	636	402	480	600	750	900	1.050
Aprovisionamientos	(239)	(265)	(287)	(191)	(228)	(281)	(343)	(397)	(447)
Margen bruto	292	333	348	211	252	319	407	503	603
Personal	(91)	(105)	(115)	(107)	(114)	(133)	(154)	(187)	(227)
Opex	(128)	(144)	(155)	(115)	(114)	(135)	(157)	(185)	(221)
Provisiones	(3)	(2)	(1)	(2)	(2)	(2)	(3)	(4)	(5)
EBITDA	70	83	78	(12)	22	49	93	128	149
Amortizaciones	(20)	(19)	(21)	(22)	(23)	(24)	(24)	(26)	(27)
EBIT	50	64	57	(34)	(1)	25	69	102	122
Resultados Financieros	(15)	(15)	(8)	(4)	(4)	(4)	(4)	(3)	(3)
Resultados extraordinarios	0	0	(9)	8	-	-	-	-	-
BAI	36	49	40	(30)	(5)	22	65	98	120
Impuesto Sociedades	13	(14)	(4)	6	-	-	-	(19)	(25)
Beneficio Neto	48	35	36	(24)	(5)	22	65	79	95
Ratios (%)									
Crec. Ventas	n.d.	13%	6%	-37%	19%	25%	25%	20%	17%
Margen bruto (%)	55%	56%	55%	53%	52%	53%	54%	56%	57%
Personal	17%	17%	18%	27%	24%	22%	21%	21%	22%
Opex	24%	24%	24%	29%	24%	22%	21%	21%	21%
Provisiones	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
EBITDA	13%	14%	12%	-3%	5%	8%	12%	14%	14%
Amortizaciones	4%	3%	3%	5%	5%	4%	3%	3%	3%
EBIT	9%	11%	9%	-8%	0%	4%	9%	11%	12%
Beneficio Neto	9%	6%	6%	-6%	-1%	4%	9%	9%	9%

A2 Balance de Situación Histórico y Proyectado

Balance de situación									
cifras en M€	2006A	2007A	2008A	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
<u>Activo</u>									
Activo fijo	259	274	270	302	294	285	285	286	286
Existencias	100	106	110	88	104	128	160	190	219
Deudores comerciales	115	128	135	102	121	151	189	224	262
Otros deudores	13	23	17	17	16	23	28	32	35
Tesorería y equivalentes	41	46	94	47	(1)	(13)	(28)	(31)	(30)
Total Activo	528	578	625	557	534	575	635	701	771
<u>Pasivo y Patrimonio neto</u>									
Patrimonio neto	202	222	388	346	341	363	405	458	520
Deuda largo plazo	166	148	86	38	23	22	21	19	14
Otros pasivos LP	13	28	28	40	40	40	40	39	35
Deuda corto plazo	49	67	35	58	43	42	37	29	22
Acreedores Comerciales	77	85	58	53	65	82	102	122	140
Otros acreedores	21	27	31	22	22	25	29	34	40
Total Pasivo y Patrimonio Neto	528	578	625	557	534	575	635	701	771
Porcentaje	2006A	2007A	2008A	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
<u>Activo</u>									
Activo fijo	49%	47%	43%	54%	55%	50%	45%	41%	37%
Existencias	19%	18%	18%	16%	19%	22%	25%	27%	28%
Deudores comerciales	22%	22%	22%	18%	23%	26%	30%	32%	34%
Otros deudores	2%	4%	3%	3%	3%	4%	4%	4%	5%
Tesorería y equivalentes	8%	8%	15%	9%	0%	-2%	-4%	-4%	-4%
Total Activo	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
<u>Pasivo y Patrimonio neto</u>									
Patrimonio neto	38%	38%	62%	62%	64%	63%	64%	65%	67%
Deuda largo plazo	31%	26%	14%	7%	4%	4%	3%	3%	2%
Otros pasivos LP	2%	5%	4%	7%	7%	7%	6%	6%	5%
Deuda corto plazo	9%	12%	6%	10%	8%	7%	6%	4%	3%
Acreedores Comerciales	15%	15%	9%	10%	12%	14%	16%	17%	18%
Otros acreedores	4%	5%	5%	4%	4%	4%	5%	5%	5%
Total Pasivo y Patrimonio Neto	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

A2 Proyecciones detalladas por línea de negocio y mercado

Proyecciones por línea de negocio

cifras en M€	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
Negocio Consolidado						
Ventas netas	402	480	600	750	900	1.050
Margen bruto	211	252	319	407	503	603
EBITDA (ex provisiones)	(10)	24	51	96	132	154
Sistemas tradicionales						
Ventas netas	341	396	479	578	665	747
Margen bruto	178	204	249	306	359	411
EBITDA	(10)	20	38	69	93	105
Crec. Ventas (%)	n.d.	16%	21%	21%	15%	12%
Margen bruto (%)	52%	52%	52%	53%	54%	55%
Mg. EBITDA (%)	(3%)	5%	8%	12%	14%	14%
Sistemas automáticos						
Ventas netas	55	75	104	145	191	243
Margen bruto	29	40	56	77	105	139
EBITDA	(1)	4	10	22	31	39
Crec. Ventas (%)	n.d.	36%	40%	39%	32%	27%
Margen bruto (%)	52%	53%	53%	53%	55%	57%
Mg. EBITDA (%)	(2%)	5%	10%	15%	16%	16%
Software						
Ventas netas	6	10	16	27	44	60
Margen bruto	5	9	14	24	39	53
EBITDA	0	1	2	5	8	11
Crec. Ventas (%)	n.d.	59%	66%	66%	60%	38%
Margen bruto (%)	87%	87%	87%	87%	89%	89%
Mg. EBITDA (%)	0%	10%	15%	18%	18%	18%

Proyecciones por mercado

cifras en M€	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
Negocio Consolidado						
Ventas netas	402	480	600	750	900	1.050
Margen bruto	211	252	319	407	503	603
EBITDA (ex provisiones)	(10)	24	51	96	132	154
España						
Ventas netas	172	182	228	273	314	360
Margen bruto	90	96	122	148	175	205
EBITDA	(3)	7	14	23	27	29
Crec. Ventas (%)	n.d.	6%	25%	20%	15%	15%
Margen bruto (%)	53%	53%	53%	54%	56%	57%
Mg. EBITDA (%)	(2%)	4%	6%	8%	9%	8%
Europa						
Ventas netas	86	98	123	147	174	198
Margen bruto	45	52	66	81	101	120
EBITDA	(3)	6	13	23	30	33
Crec. Ventas (%)	n.d.	14%	26%	20%	18%	14%
Margen bruto (%)	53%	53%	54%	55%	58%	60%
Mg. EBITDA (%)	(3%)	6%	10%	15%	17%	17%
NAFTA						
Ventas netas	101	140	175	242	308	373
Margen bruto	52	71	90	128	165	206
EBITDA	(3)	7	17	36	55	67
Crec. Ventas (%)	n.d.	39%	25%	38%	27%	21%
Margen bruto (%)	52%	51%	51%	53%	53%	55%
Mg. EBITDA (%)	(3%)	5%	10%	15%	18%	18%
MERCOSUR						
Ventas netas	44	60	74	88	104	119
Margen bruto	24	33	42	51	63	72
EBITDA	(2)	4	8	15	20	24
Crec. Ventas (%)	n.d.	37%	23%	19%	18%	14%
Margen bruto (%)	54%	55%	56%	57%	60%	61%
Mg. EBITDA (%)	(4%)	6%	10%	17%	20%	20%

A2 Detalles de los Componentes del WACC (1/2)

Tasa de crecimiento a perpetuidad (g)

Mercado / País	Reparto país ⁽¹⁾	Reparto mercado ⁽²⁾	Peso relativo	Tasa crec. perpet. (g)
España	100%	19,1%	19,1%	1,5%
Polonia	100%	21,6%	21,6%	1,9%
Área NAFTA	100%	43,7%	43,7%	2,4%
EEUU	60%	n.d.	26,2%	2,0%
México	40%	n.d.	17,5%	3,1%
Área MERCOSUR	100%	15,6%	15,6%	4,6%
Brasil	50%	n.d.	7,8%	3,4%
Argentina	50%	n.d.	7,8%	5,8%

Grupo Mecalux 2,4%

(1) y (2) Dado que NAFTA y MERCOSUR son áreas con más de un país y que la Compañía no maneja el nivel de EBITDA detallado para cada uno de los mercados, el reparto se ha realizado tomando como base la previsión de Mecalux sobre el rendimiento que obtendrá en cada país en 2014, que en este caso coincide con la distribución de las plantas productivas entre los mismos. En el caso de EUROPA, la tasa de crecimiento a perpetuidad se ha estimado teniendo en cuenta el reparto de ventas previsto entre Europa Occidental y Europa del Este teniendo en cuenta la estrategia de fabricación / comercialización de Mecalux para estos mercados (la actividad de fabricación se ha establecido en Polonia, desde donde se sirve a los mercados europeos, principalmente Europa Occidental, con tasas de crecimiento más moderadas).

Tipo de referencia

Zona	Fuente	Dato	Tipo (%)
Euro	Bloomberg	EUR 10Y Swap	3,5%

Tipos impositivo (t)

Mercado / País	Reparto país ⁽¹⁾	Reparto mercado ⁽²⁾	Peso relativo	Tipo impositivo
España	100%	19,1%	19,1%	30,0%
Polonia	100%	21,6%	21,6%	25,6%
Área NAFTA	100%	43,7%	43,7%	35,2%
EEUU	60%	n.d.	26,2%	40,0%
México	40%	n.d.	17,5%	28,0%
Área MERCOSUR	100%	15,6%	15,6%	34,5%
Brasil	50%	n.d.	7,8%	34,0%
Argentina	50%	n.d.	7,8%	35,0%

Grupo Mecalux 32,0%

(1) Y (2) El tipo impositivo ha sido ponderado en función de la contribución del EBITDA estimado para cada área en 2014. Dado que NAFTA y MERCOSUR son áreas con más de un país, se ha tenido en cuenta donde tributarán los rendimientos obtenidos por cada país, que está relacionado con la distribución de las plantas productivas en estos mercados. En el caso de EUROPA, la tasa impositiva tiene su justificación en la estrategia de fabricación / comercialización de Mecalux y se ha calculado teniendo en cuenta donde tributarán las rentas. Aunque la actividad de fabricación reside en Polonia, las ventas en Europa Occidental , y la consiguiente tributación, se realiza generalmente a través de sociedades comerciales establecidas en cada país, mercados que presentan tasas impositivas más elevadas que Polonia.

Tasa libre de riesgo (Rf)

Determinación de la tasa libre de riesgo

La tasa libre de riesgo es aquella que se corresponde con el rendimiento de un activo 100% seguro. De acuerdo con la práctica habitual, Atlas Capital ha considerado la tasa libre de riesgo correspondiente al bono español a 10 años.

Bono Español 10 años 4,0%
Fecha 9/02/10

A2 Detalles de los Componentes del WACC (2/2)

Prima de riesgo de mercado (Pm)

Determinación de la prima de riesgo de mercado

La Prima de Mercado (Rm - Rf) representa el diferencial entre la rentabilidad del mercado de renta variable y la inversión en renta fija libre de riesgo. Al igual que en la Tasa Libre de Riesgo, la Prima de Mercado utilizada corresponde a la de un mercado maduro. Atlas Capital ha estimado esta Prima de Mercado en un 5,75%, estimación que considera razonable.

Estimación del factor Beta

Compañía	Capitalización bursátil	DFN 2009	Apalanc. (%)	Beta 5a DJ 600 Ind	Unlev. Beta
Kardex AG	124	20	14%	1,15	1,05
Interroll Holding AG	167	3	2%	1,01	1,00
Swisslog Holding AG	146	-44	0%	1,14	1,14
Demag Cranes AG	504	6	1%	1,73	1,71
Wincanton	284	204	42%	0,69	0,53
Rosss S.p.A.	15	3	14%	n.d.	n.d.
Daifuku	495	114	19%	0,51	0,45
Tsubakimoto Chain	517	138	21%	1,22	1,07
Dexion Limited	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Mecalux	501	38	7%	1,05	1,00
Media			12%	1,08	1,01
Mediana			12%	1,07	1,01
Media Acotada al 20%			11%	1,07	1,00

Nota: A la fecha de elaboración del presente Informe, JCF no disponía de información cuantitativa respecto del algunas variables determinantes de la beta de determinadas compañías comparables (Rosss S.p.A. y Dexion Ltd.). Dichas compañías no han sido consideradas a efectos de la estimación del factor Beta.

Prima de riesgo-país (Rp)

Mercado / País	Reparto país ⁽¹⁾	Reparto mercado ⁽²⁾	Peso relativo	P. riesgo país (Rp)
España	100%	19,1%	19,1%	0,000%
Polonia	100%	21,6%	21,6%	0,975%
Área NAFTA	100%	43,7%	43,7%	0,720%
EEUU	60%	n.d.	26,2%	0,000%
México	40%	n.d.	17,5%	1,800%
Área MERCOSUR	100%	15,6%	15,6%	5,775%
Brasil	50%	n.d.	7,8%	2,400%
Argentina	50%	n.d.	7,8%	9,150%

País	Rating LP Moody's	Adj. Default Spread		Total Risk Premium	P. riesgo país (Rp)
		Bono EEUU	Bono Español		
España	Aaa	0 bps	0 bps	4,5%	0,0%
Polonia	A2	105 bps	65 bps	5,5%	1,0%
EEUU	Aaa	0 bps	0 bps	4,5%	0,0%
México	Baa1	160 bps	120 bps	6,3%	1,8%
Brasil	Baa3	200 bps	160 bps	6,9%	2,4%
Argentina	B3	650 bps	610 bps	13,7%	9,2%

Total Risk Premium = (Pm maduro) + (Adj. Default Spread / 10000) * (Volatilidad RV vs. RF)

Pm maduro es la Prima de Mercado correspondiente a un mercado maduro

Adj. Default Spread es el diferencial, sobre el Bono EEUU o Bono Español a 10 años, según el rating de Moodys.

Volatilidad RV vs. RF = Desv. Est. Mercado Renta Variable / Desv. Est. Mercado Bonos. Esta volatilidad es aprox. 1,5 en países emergentes (Fuente: A. Damodaran NYU)

(1) y (2): La Prima de Riesgo-país ha sido ponderada en función de la distribución de instalaciones productivas, criterio que se corresponde con el reparto de rendimientos estimados para cada área en 2014. Dado que NAFTA y MERCOSUR son áreas con más de un país, el reparto se ha realizado conforme a la distribución de las plantas productivas por país. Atlas Capital ha asimilado la Prima de Riesgo-país de Europa con la propia de Polonia. Esto tiene su justificación en que la inversión productiva para estos mercados está radicada en este país y, por tanto, el elemento de riesgo soberano polaco prevalece para el conjunto del mercado Europeo.

A2 Aprovechamiento de los créditos fiscales en el DCF

- El ejercicio 2009 se cierra con un importe total de créditos fiscales y deducciones que ascendían respectivamente a 32,76 M€ y 31,17 M€, que deberían ser compensadas durante el periodo proyectado.
- Durante el ejercicio 2010P se prevé generar bases imponibles negativas adicionales por importe 5 M€.
- A partir de dicho ejercicio, está previsto que Mecalux vaya gradualmente compensando sus créditos fiscales y deducciones disponibles.
- El ahorro fiscal pendiente de compensar en 2015N, se traslada a 2014P para no distorsionar el normalizado.

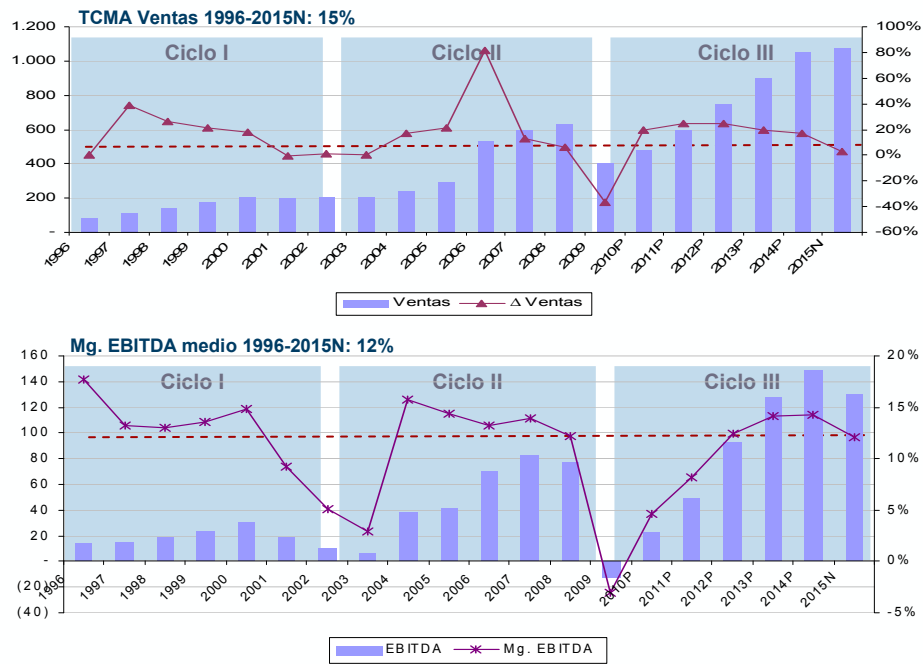
Compensación de bases imponibles negativas y demás créditos fiscales en el DCF									
cifras en M€	2008A	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015N	VT
BAI		(30)	(5)	22	65	98	120	102	104
Incremento / (Consumo) de BINs		43	5	(22)	(65)	(20)	-	-	-
Resultado fiscal ajustado		-	-	-	-	79	120	102	104
Tipo impositivo		32%	32%	32%	32%	32%	32%	32%	32%
Cuota íntegra	32,0%	-	-	-	-	25	38	33	33
Incremento / (Consumo) de Deducciones*		-	-	-	-	(9)	(13)	(9)	-
Cuota líquida		-	-	-	-	16	25	24	33
Impuestos del ejercicio		-	-	-	-	(16)	(25)	(24)	(33)
Tasa real efectiva		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	16,7%	20,8%	23,4%	32,0%
<u>BINs a compensar</u>									
Inicio del periodo		59	102	107	85	20	-	-	-
Incremento / (Consumo)		<u>43</u>	<u>5</u>	<u>(22)</u>	<u>(65)</u>	<u>(20)</u>	-	-	-
Final del periodo	59,2	102	107	85	20	-	-	-	-
<u>Deducciones a compensar</u>									
Inicio del periodo		30	31	31	31	31	22	9	-
Incremento / (Consumo)*		<u>1</u>	-	-	-	<u>(9)</u>	<u>(13)</u>	<u>(9)</u>	-
Final del periodo	29,6	31	31	31	31	22	9	-	-
Impuestos y aprovechamiento de créditos fiscales en el DCF									
BAI		(30)	(5)	22	65	98	120	102	104
Impuestos al tipo nominal		-	-	(7)	(21)	(32)	(38)	(33)	(33)
Ahorro fiscal		-	-	7	21	15	22	-	-
<u>Cálculo del ahorro fiscal</u>									
Impuestos al tipo nominal		-	-	(7)	(21)	(32)	(38)	(33)	(33)
Impuestos s/ BAI		-	-	-	-	<u>(16)</u>	<u>(25)</u>	<u>(24)</u>	<u>(33)</u>
Ahorro fiscal		-	-	7	21	15	13	9	-

(*) Aplicado el límite del máximo del 35% de la cuota íntegra

A2 Detalles de normalización del margen EBITDA y del WC

Normalización del EBITDA

- La naturaleza cíclica del negocio de Mecalux hace que la Compañía crezca mucho en las fases expansivas de la economía con fuerte componente inversor y ajuste su crecimiento en las etapas de recesión (como la actual).
- A la hora de estimar el margen EBITDA normalizado, hemos considerado como la hipótesis mas razonable, hipótesis compartida con la Dirección de la Compañía, tomar un margen medio de un periodo lo suficientemente representativo para recoger el efecto de varios ciclos completos (1996-2014). Este margen EBITDA se sitúa en el 12%.
- Los gráficos de abajo confirman la razonabilidad de esta hipótesis:



Normalización del WC

- Los requerimientos normalizados de capital circulante (WC) han sido fijados por la Dirección de Mecalux para 2015N en base a el promedio de los datos históricos del periodo 2004-2009 previa eliminación de los extremos máximo y mínimo del periodo anterior.
- Si bien los datos obtenidos son un resultado matemático de efectuar la operación anteriormente descrita, hemos mantenido conversaciones con la Dirección de la Compañía para contrastar que éstos representan su mejor estimación posible con respecto al comportamiento de las variables que componen el working capital.
- Para el Valor Terminal (VT), se ha utilizado como el capital circulante del año anterior (2015N) incrementado en (g), la tasa de crecimiento a perpetuidad.
- Tanto la Compañía, como el Experto Independiente, consideran razonable este nivel normalizado de circulante para el caso de Mecalux.

Partida	Ratio	Históricos	Máximo/Mínimo		Proyecc.
		2004-09A	Máx	Min	2012P-14P
Existencias	Existencias / Ventas * 365	79d	107d	63d	77d
Deudores comerciales	Deudores comerciales / Ventas * 365	93d	118d	78d	91d
Otros deudores	Otros deudores / Ventas	3,2%	4,3%	2,0%	3,5%
Acreedores comerciales	Acreedores comerciales / COGS * 365	123d	200d	73d	112d
Otros acreedores	Otros acreedores / OGE	17,4%	20,2%	12,9%	18,3%

Partida	2015N	VT	WC 2015N	327
Existencias	75d		WC VT	335
Deudores comerciales	91d			
Otros deudores	3,1%	WC 2015 * (1+g)		
Acreedores comerciales	117d			
Otros acreedores	17,8%			

A3 Líneas de Productos de Mecalux

A3 Descripción de Productos y Servicios (1/6)

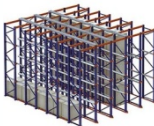
Líneas de Negocio - Sistemas de Almacenamiento Tradicionales (1/3)
Sistemas de almacenamiento de Pallets

Convencional



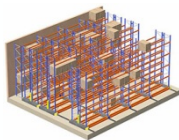
Solución para almacenes con gran número de SKU's (Stock Keeping Units).

“Drive-in”



Solución para productos homogéneos con niveles de rotación bajos y gran número de pallets por tipo de artículo. Este sistema alcanza el máximo aprovechamiento de espacio útil, tanto en términos de área y altura.

“Mobile Pallet”



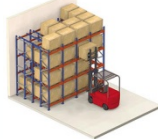
Las estanterías o bases móviles motorizadas van montadas sobre raíles, reduciendo el número de pasillos manteniendo la posibilidad de tener acceso directo a todos los pallets.

“Live Pallet”



Las baldas están ligeramente inclinadas, permitiendo que los pallets se deslicen a velocidad controlada sobre un sistema de “flow rack”.

“Push back”



Almacenamiento acumulativo que permite almacenar hasta cuatro pallets por nivel. Idóneo para productos de rotación media con al menos dos pallets por SKU.

“Clad rack”



Grandes obras de ingeniería en las que el sistema de almacenamiento forma parte integral de la estructura del almacén. La altura máxima de este tipo de estructuras está regulado por normas regionales, sin embargo, pueden construirse almacenes de hasta 30m de altura.



A3 Descripción de Productos y Servicios (2/6)

Líneas de Negocio - Sistemas de Almacenamiento Tradicionales (2/3)
Sistemas de Picking

M3 Picking



Un sistema compuesto de marcos verticales y estanterías horizontales. Permite almacenar bienes en cajas pequeñas. Una amplia gama de accesorios permite dividir los espacios (cajones etc.).

“Live Picking”



Plataformas ligeramente inclinadas y equipadas con ruedas y rodadores. Permite la óptima rotación de producto y minimiza las interferencias en la preparación de pedidos.

“Simplos Shelving”



Un sistema para almacenar cargas medianas y ligeras. Dispone igualmente de una amplia gama de accesorios para dividir los espacios.

“M7 Picking”



Solución para almacenar productos pesados o voluminosos de baja o media rotación.

“Movibloc”



Las estanterías Movibloc se montan sobre raíles permitiendo reducir el número de pasillos y garantizando el orden y la seguridad de los archivos almacenados.

“Slotted Angle”



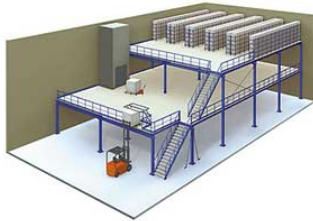
Sistema de estanterías completamente desmontable, lo cual aporta una versatilidad a las instalaciones. Es adecuado para almacenar bienes de diversos pesos.



A3 Descripción de Productos y Servicios (3/6)

Líneas de Negocio - Sistemas de Almacenamiento Tradicionales (3/3) *Otros Productos y Servicios Tradicionales*

Entreplantas



La instalación de entreplantas permite sacar el máximo provecho de la altura de las instalaciones doblando o triplicando la superficie. Sistema diseñado, entre otros aspectos, para dotar de oficinas o de vestuarios a las instalaciones

Las estructuras son totalmente desmontables y reutilizables.



"Cantilever"



Especialmente diseñado para almacenar objetos largos como vigas, tuberías, planchas (de metal, de madera...)

Hay diversos tipos de estructuras, adaptadas al peso de los bienes a almacenar.



Taquillas Metálicas



Las taquillas se fabrican a partir de láminas de acero enrollado de alta calidad.



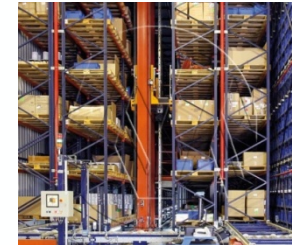
A3 Descripción de Productos y Servicios (4/6)

Líneas de Negocio – Sistemas de Almacenes Automatizados (1/2)

**Plataformas elevadoras,
Pallets**



Diseñadas para operar en espacios estrechos, estas plataformas elevadoras son capaces de funcionar en alturas de hasta 30 metros. Su velocidad en funcionamiento triplica la de los sistemas tradicionales de almacenamiento.



**Plataformas elevadoras
Cajas**



El almacén automatizado para cajas está compuesto de un pasillo central por el cuál se desplaza la plataforma elevadora y dos estanterías a cada lado. La plataforma deposita la caja en la cinta transportadora para que el operario acceda a ella y posteriormente la vuelve a colocar en su sitio. El sistema completo se controla mediante un programa informático.



Parkings Automatizados



La solución al problema de falta de espacio de aparcamiento está en los parking automatizados. Ofrecen una alternativa y permiten un uso mas eficiente del espacio.



A3 Descripción de Productos y Servicios (5/6)

Líneas de Negocio – Sistemas de Almacenes Automatizados (2/2)

Clasimat



Sistema de almacenamiento vertical automatizado que permite optimizar trayectorias y ahorro de tiempo mediante un sistema sencillo para el usuario.



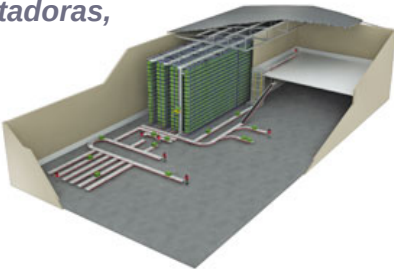
Cintas Transportadoras, Pallets



Mecalux ha hecho un esfuerzo por estandarizar al máximo las medidas de sus cintas transportadoras para pallets permitiendo así acceder dentro de cada sistema a una amplia gama de accesorios y una rápida instalación.



Cintas Transportadoras, Cajas



Mecalux ha hecho un esfuerzo por estandarizar al máximo las medidas de sus cintas transportadoras para cajas permitiendo así acceder dentro de cada sistema a una amplia gama de accesorios y una rápida instalación.

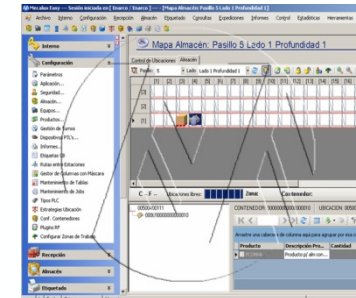


Servicios de Consultoría

Mecalux adapta sus soluciones a las necesidades de sus clientes ofreciendo soluciones “llave en mano”.

Easy WMS

El software ha sido desarrollado íntegramente por Mecalux e incluye un servicio de asistencia remota 24 horas al día, 7 días a la semana, 365 días al año.





C/ Montalbán, 9 - 28014 **Madrid**
Tel: 91 524 11 23 | Fax: 91 523 51 60
Paseo de Gracia, 60 - 08007 **Barcelona**
Tel: 93 467 70 47 | Fax: 93 467 70 48
www.atlascapital.es
info@atlascapital.es