



*Padilla, 17  
28006 Madrid  
Teléfono: 91 745 84 48  
Fax: 91 431 64 60*

Dinamia Capital Privado, S.C.R., S.A., en cumplimiento de lo dispuesto por el artículo 82 de la Ley del Mercado de Valores, hace público el siguiente

### **HECHO RELEVANTE**

A fecha 30 de junio de 2004, la sociedad gestora de Dinamia Capital Privado, S.C.R., S.A. ("DINAMIA"), esto es, Nmás1 Capital Privado, S.G.E.C.R., S.A.U. ha realizado la valoración de la cartera de inversiones que DINAMIA mantenía a dicha fecha. Tal valoración, ha sido revisada por un experto independiente (KPMG), el cual ha emitido un Informe sobre la razonabilidad de dicha valoración. Les remitimos tanto el Informe de Valoración de la cartera elaborado por la gestora como el Informe que ha emitido el experto independiente, documentos ambos que, igualmente, se ponen a disposición de los accionistas en la página web de Dinamia Capital Privado, S.C.R., S.A. ([www.dinamia.es](http://www.dinamia.es)).

En Madrid, 8 de octubre de 2004

El Secretario del Consejo de Administración

## **Informe de Valoración de Dinamia Capital Privado, S.C.R., S.A.**

**30 de Junio de 2004**

**NAV por acción 18,59 €**

**NAV por acción ajustado<sup>1</sup> 17,75 €**

**Elaborado por Nmás1 Capital Privado, S.G.E.C.R., S.A.**

<sup>1</sup> Ajustado por la comisión de éxito teórica a cobrar por la gestora en el hipotético caso de que todas las participadas hubieran sido vendidas a la fecha de este informe por un precio igual a las valoraciones efectuadas en el presente informe (véase sección "Comisión de éxito de la gestora Nmás1 Capital Privado")

## Índice

	<u>Página</u>
Introducción.....	3
Net Asset Value a 30 de Junio de 2004.....	4
Resumen de la valoración de la cartera de no cotizadas.....	5
Evolución de la actividad durante el primer semestre de 2004.....	6
Hechos posteriores a 30.06.2004.....	6
Comisión de éxito de la gestora Nmás1 Capital Privado.....	8
 <b>Compañías integrantes de la cartera de no cotizadas:</b>	
Segur Ibérica.....	9
GAM.....	13
High Tech Hoteles.....	17
Ydilo.....	20
Educa Borrás.....	23
Grupo Undesa.....	26
Net TV.....	30
Grupo Robbialac.....	31
Industrias Anayak.....	35
Arco Bodegas Unidas.....	38
Capital Safety Group.....	41
Deutsche Woolworth.....	44
Marie Claire.....	47
 <b>Anexo:</b>	
Revisión de la valoración realizada por el gestor (Informe de KPMG).....	50

## Introducción

El presente informe tiene como objeto realizar una aproximación a la valoración del Patrimonio de Dinamia Capital Privado S.C.R., S.A. a 30 de Junio de 2004, realizado por la gestora Nmás1 Capital Privado, S.G.E.C.R., S.A.

Se han utilizado los siguientes criterios:

- 1) La cartera de inversiones no cotizadas se ha valorado al coste excepto en aquellos casos en los cuales, según las normas que dicta la EVCA (European Venture Capital Association) -normas internacionalmente aceptadas para la valoración de la cartera de sociedades participadas por sociedades de capital riesgo- se ha procedido a su revalorización o provisión.
- 2) Las participaciones en sociedades cotizadas, en su caso, están a valor de mercado a la fecha de valoración.

## Net Asset Value a 30 de Junio de 2004

Con lo antes expuesto, el resultado obtenido es un **Net Asset Value por Acción de 18,59 €.**

### Net Asset Value por acción a 30 de junio de 2004

	NAV a	NAV a	NAV a	NAV a	NAV a	Cartera según valor en libros	NAV a
	31.12.1999	31.12.2000	31.12.2001	31.12.2002	31.12.2003	30.06.2004	30.06.2004
<i>*Datos en miles de euros, excepto por acción</i>							
Acciones	85.628	121.097	132.159	74.244	98.903	93.788	109.685
Créditos a participadas	14.421	7.621	4.472	4.138	3.894	4.214	4.214
<b>Inversiones no cotizadas (1)</b>	<b>100.049</b>	<b>128.718</b>	<b>136.631</b>	<b>78.383</b>	<b>102.797</b>	98.002	<b>113.899</b>
Acciones cotizadas (lbex) (*)	21.870	4.716	2.177	1.573	0		0
Tesorería	21.359	36.457	34.908	74.066	47.115	31.760	31.760
<b>Total Activos Líquidos (2)</b>	<b>43.230</b>	<b>41.173</b>	<b>37.085</b>	<b>75.639</b>	<b>47.115</b>	31.760	<b>31.760</b>
Otros Activos(**) (3)	3.547	1.101	1.743	775	169	14.980	14.980
<b>TOTAL ACTIVOS (4) = (1+2+3)</b>	<b>146.826</b>	<b>170.993</b>	<b>175.458</b>	<b>154.796</b>	<b>150.081</b>	144.742	<b>160.640</b>
Pasivos (5)	(8.477)	(2.872)	(182)	(344)	(64)	(1.677)	(1.677)
<b>TOTAL ACTIVOS NETOS (6) = (4+5)</b>	<b>138.349</b>	<b>168.120</b>	<b>175.276</b>	<b>154.452</b>	<b>150.018</b>	143.066	<b>158.963</b>
Ajuste por dividendos y prima de emisión Julio 2000 (7)	(5.985)						
Ajuste por dividendos Julio 2001 (8)	(5.985)	(5.985)					
Ajuste por dividendos y prima de emisión Julio 2002 (9)	(5.985)	(5.985)	(5.985)				
Ajuste por dividendos julio 2003 (10)	(5.985)	(5.985)	(5.985)	(5.985)			
<b>TOTAL ACTIVOS NETOS aj. (11) = (6+7+8+9+10)</b>	<b>114.409</b>	<b>150.165</b>	<b>163.306</b>	<b>148.467</b>	<b>150.018</b>	143.066	<b>158.963</b>
Nº de acciones (12)	8.550.000	8.550.000	8.550.000	8.550.000	8.550.000	8.550.000	8.550.000
<b>NAV por acción = <math>\frac{(11)}{(12)}</math></b>	<b>13,38 €</b>	<b>17,56 €</b>	<b>19,10 €</b>	<b>17,36 €</b>	<b>17,55 €</b>	16,73 €	<b>18,59 €</b>
<b>Incremento de valor del NAV por acción</b>	<b>2,2%</b>	<b>31,3%</b>	<b>8,8%</b>	<b>-9,1%</b>	<b>1,0%</b>		<b>6,0%</b>
<b>Cotización del Ibex 35</b>	<b>11.641,4</b>	<b>9.109,8</b>	<b>8.397,6</b>	<b>6.036,9</b>	<b>7.737,2</b>		<b>8.078,3</b>
<b>Crecimiento del Ibex 35</b>	<b>18,3%</b>	<b>-21,7%</b>	<b>-7,8%</b>	<b>-28,1%</b>	<b>28,2%</b>		<b>4,4%</b>
<b>Cotización en Bolsa (aj. por dividendo)</b>	<b>5,85 €</b>	<b>8,25 €</b>	<b>9,79 €</b>	<b>10,75 €</b>	<b>12,59 €</b>	13,95 €	<b>13,95 €</b>
<b>Descuento (Premium) sobre NAV</b>	<b>56,3%</b>	<b>53,0%</b>	<b>48,7%</b>	<b>38,1%</b>	<b>28,2%</b>	16,6%	<b>25,0%</b>

(\*) A valor de Mercado según cotización a la fecha de valoración

(\*\*) Incluye precio por la venta de Única, formalizada en Junio de 2004, cuyo cobro se hizo efectivo durante el mes de Julio

## Resumen de la valoración de la cartera de no cotizadas.

**Criterios generales de valoración utilizados.** Como norma general, se utilizaron en el presente informe dos criterios para la valoración de las compañías de la cartera:

- Valoración según múltiplos de compañías cotizadas comparables<sup>2</sup>, aplicando descuentos por iliquidez (30%).
- Aplicación de los múltiplos a los que Dinamia adquirió las compañías a los resultados estimados para 2004.

Estos criterios generales pueden ser variados en alguna de las valoraciones cuando por las características particulares de la compañía o por la naturaleza de los datos recogidos se introducirían distorsiones importantes en las valoraciones.

A continuación se detalla un resumen de la valoración a 30.06.2004 de las sociedades no cotizadas:

### Valoración a 30.06.2004 de la cartera de no cotizadas

*cifras en miles de euros*

Acciones: (A) Más Créditos a participadas: (B)	VALORACIÓN TOTAL CARTERA a 30.06.2004			
	Valor en libros	Múltiplos de comparables	Múltiplos de Compra	Valoración 30.06.2004
<b>TOTAL CARTERA (A+B)</b>	98.002	147.705	128.534	<b>113.899</b>

  

	% Dinamia	Ajustado por autocartera		VALORACIÓN ACCIONES A 30.06.2004				Valoración 31.12.2003	Valoración 30.06.2003
		% Dinamia	Diluido	Valor en libros	Múltiplos de comparables	Múltiplos de compra (1)	Valoración 30.06.2004		
Marie Claire, S.A.	25,06%	25,06%	<b>25,06%</b>	4.820	7.180	4.887	<b>4.820</b>	5.673	6.476
Deutsche Woolworth (2)	6,61%	6,61%	<b>6,61%</b>	-	-	-	-	-	-
Forthpanel Limited	5,00%	5,00%	<b>5,00%</b>	1.000	1.000	1.000	<b>1.000</b>	1.000	1.000
Capital Safety Group Limited	7,37%	7,37%	<b>7,37%</b>	2.752	4.594	6.232	<b>4.594</b>	2.866	2.914
Arco Bodegas Unidas, S.A.	8,00%	8,68%	<b>8,68%</b>	17.051	17.576	17.608	<b>18.040</b>	18.040	18.040
Industrias Anayak, S.A.	63,06%	63,06%	<b>63,06%</b>	3.517	3.517	3.517	<b>3.517</b>	3.517	3.517
Grupo Robbialac (3)	43,89%	43,89%	<b>43,89%</b>	17.820	31.986	26.706	<b>26.706</b>	15.170	15.170
Soc. Gest. de Televisión NetTV, S.A. (4)	1,64%	1,64%	<b>1,64%</b>	115	115	115	<b>115</b>	115	115
Unión Deriván S.A. (Grupo Undesa)	45,53%	48,63%	<b>47,21%</b>	9.567	15.667	13.747	<b>13.747</b>	18.110	14.158
Educa Borrás, S.A.	38,44%	38,44%	<b>38,44%</b>	2.907	3.306	3.306	<b>2.907</b>	2.907	2.907
Ydilo Advanced Solutions, S.A. (5)	6,52%	6,52%	<b>6,52%</b>	1.420	1.420	1.420	<b>1.420</b>	1.420	1.420
High Tech Hotels & Resorts, S.A.	44,02%	44,02%	<b>44,02%</b>	11.250	11.250	11.250	<b>11.250</b>	9.500	
General de Alquiler de Maquinaria, S.L.	40,32%	40,32%	<b>40,32%</b>	12.070	30.760	23.117	<b>12.070</b>	12.070	
Grupo Segur Ibérica (6)	18,10%	18,10%	<b>18,10%</b>	9.500	15.121	11.415	<b>9.500</b>		
<b>TOTAL ACCIONES (A)</b>				<b>93.788</b>	<b>143.491</b>	<b>124.320</b>	<b>109.685</b>	<b>90.389</b>	<b>65.718</b>

(1) En el caso de que alguno de los criterios no sea aplicable, se incluye aquí la misma valoración para ambos criterios

(2) Dinamia participa en esta compañía a través de dos sociedades patrimoniales que sirvieron como vehículo para la adquisición del Grupo Deutsche Woolworth. Sus nombres completos son DWW Deutsche Woolworth Holding GmbH y DWW Beteiligungs GmbH

(3) Dinamia participa en la sociedad holding propietaria del 100% del Grupo Robbialac, cuyo nombre completo es Tintas Robbialac, S.A.

(4) Dinamia participa en esta compañía a través de la sociedad Dinamia Telemática, S.L. de la que es titular del 75% del capital. Dinamia Telemática, a su vez, ostenta el 2% de NetTV.

(5) Anteriormente denominada People Communications, S.A.

(6) Dinamia participa en la sociedad holding propietaria del 100% del Grupo Segur Ibérica, cuyo nombre es Coranzuli, S.L.

	CRÉDITOS A PARTICIPADAS		
	Principal	Intereses	
		devengados	TOTAL
Capital Safety Group	3.258	956	4.214
<b>TOTAL CRÉDITOS A PARTICIPADAS (B)</b>	<b>3.258</b>	<b>956</b>	<b>4.214</b> (B)

<sup>2</sup> Fuente de los múltiplos utilizados: Bloomberg

## **Evolución de la actividad durante el primer semestre de 2004**

- En Enero de 2004, Dinamia invirtió 1.750 miles de euros como parte de un compromiso adquirido en el momento de entrada en el capital de High Tech Hoteles. En las mismas condiciones que Dinamia invirtió Nmás1 Private Equity Fund LP, fondo asesorado, al igual que Dinamia, por la filial de capital riesgo de Nmás1.
- En Febrero de 2004, GAM adquirió el 50% que no era de su propiedad en la filial del grupo T. Cabrera, TC Renta Más. TC Renta Más opera principalmente en Granada, Málaga, Almería y Jaén. La adquisición no supuso desembolso alguno por parte de Dinamia.
- En Marzo de 2004 Dinamia invirtió 9.500 miles de euros en la compañía Coranzuli S.L., vehículo creado para la adquisición del 100% de la sociedad holding del Grupo Segur Ibérica. Dicha inversión, materializada mediante la suscripción de una ampliación de capital de acciones ordinarias por los importes señalados, le ha reportado una participación final en el capital en Segur Ibérica del 18,10%. En las mismas condiciones que Dinamia invirtió Nmás1 Private Equity Fund LP, fondo asesorado, al igual que Dinamia, por la filial de capital riesgo de Nmás1.
- En Mayo de 2004, Dinamia y Bridgepoint aumentaron su participación en el fabricante de pinturas Robbialac, en el que ya poseían un 75% del capital. Dinamia invirtió 3.242 miles de euros, elevando su participación hasta el 43,89%. Esta operación ha supuesto la salida del accionariado de Kidde plc (antes Williams plc), grupo especializado en el negocio de protección contra incendios y seguridad, cuya participación en Robbialac no era considerada estratégica y que fue el vendedor original en el momento de la inversión de Dinamia y Bridgepoint. Esta transacción se engloba dentro de un proceso de reestructuración accionarial con la consiguiente salida de Kidde plc, quien mantenía esta participación de forma residual tras un proceso de desinversión de activos no estratégicos, acometido a finales de los noventa.
- En Junio de 2004, Dinamia completó la venta de su participación del 31,5% en Universal Cleaning Activities S.L. (UNICA) a ISS Facility Services S.A. por 14.954 miles de euros, frente a un coste de 8.514 miles de euros. Esto ha supuesto la obtención de una plusvalía de 6.440 miles de euros, habiendo multiplicado la inversión por 1.8x y con una rentabilidad anual acumulada (TIR) del 22%. La venta se enmarcó en una operación de adquisición del 100% de la Sociedad.

## **Hechos posteriores a 30.06.2004: Ampliación de Capital en GAM**

En Julio de 2004, la Junta General Universal de la sociedad General de Alquiler de Maquinaria, S.L. (GAM) ha acordado realizar una ampliación de capital de 4.425 mil euros mediante la emisión de acciones ordinarias y preferentes. Dicha ampliación fue íntegramente suscrita y desembolsada, según sus participaciones en el capital, por los actuales accionistas de GAM.

Tras esta suscripción, en la que invirtió 1.784 miles de euros, Dinamia acumulará una inversión total de 13.854 miles de euros en la compañía, manteniendo su participación en la misma en el 40,32% actual.

El objeto de la ampliación de capital es la financiación de parte de la adquisición del 100% del capital social de SAFE 2000, S.L., compañía dedicada al alquiler de plataformas que opera en la zona centro, dentro del proyecto de build-up que se está llevando a cabo.

## Hechos posteriores a 30.06.2004: Dividendo con cargo a prima de emisión

La Junta General de Accionistas de Dinamia de 29.06.2004 acordó el reparto entre los accionistas de 5.985 miles de euros (ó €0,7 por acción), correspondientes a un dividendo con cargo a prima de emisión. El pago a los accionistas se hizo efectivo durante el mes de Julio de 2004, fecha posterior a la del cálculo del NAV, objeto del presente informe.

El NAV considerando el descuento del dividendo sería el siguiente:

	NAV a 31.12.1999	NAV a 31.12.2000	NAV a 31.12.2001	NAV a 31.12.2002	NAV a 31.12.2003	Cartera según valor en libros 30.06.2004	NAV a 30.06.2004
<i>*Datos en miles de euros, excepto por acción</i>							
<b>TOTAL ACTIVOS NETOS (1)</b>	<b>138.349</b>	<b>168.120</b>	<b>175.276</b>	<b>154.452</b>	<b>150.018</b>	143.066	<b>158.963</b>
Ajuste por dividendos y prima de emisión Julio 2000 (2)	(5.985)						
Ajuste por dividendos Julio 2001 (3)	(5.985)	(5.985)					
Ajuste por dividendos y prima de emisión Julio 2002 (4)	(5.985)	(5.985)	(5.985)				
Ajuste por dividendos julio 2003 (5)	(5.985)	(5.985)	(5.985)	(5.985)			
Ajuste por dividendos julio 2004 (6)	(5.985)	(5.985)	(5.985)	(5.985)	(5.985)	(5.985)	(5.985)
<b>TOTAL ACTIVOS NETOS aj. (7) = (1+2+3+4+6)</b>	<b>108.424</b>	<b>144.180</b>	<b>157.321</b>	<b>142.482</b>	<b>144.033</b>	137.081	<b>152.978</b>
Nº de acciones (8)	8.550.000	8.550.000	8.550.000	8.550.000	8.550.000	8.550.000	8.550.000
<b>NAV por acción = <sup>(7)</sup>/<sub>(8)</sub></b>	<b>12,68 €</b>	<b>16,86 €</b>	<b>18,40 €</b>	<b>16,66 €</b>	<b>16,85 €</b>	16,03 €	<b>17,89 €</b>
<b>Incremento de valor del NAV por acción</b>	<b>2,3%</b>	<b>33,0%</b>	<b>9,1%</b>	<b>-9,4%</b>	<b>1,1%</b>		<b>6,2%</b>
<b>Cotización del Ibex 35</b>	<b>11.641,4</b>	<b>9.109,8</b>	<b>8.397,6</b>	<b>6.036,9</b>	<b>7.737,2</b>		<b>8.078,3</b>
<b>Crecimiento del Ibex 35</b>	<b>18,3%</b>	<b>-21,7%</b>	<b>-7,8%</b>	<b>-28,1%</b>	<b>28,2%</b>		<b>4,4%</b>
<b>Cotización en Bolsa (aj. por dividendo)</b>	<b>5,15 €</b>	<b>7,55 €</b>	<b>9,09 €</b>	<b>10,05 €</b>	<b>11,89 €</b>	13,25 €	<b>13,25 €</b>
<b>Descuento (Premium) sobre NAV</b>	<b>59,4%</b>	<b>55,2%</b>	<b>50,6%</b>	<b>39,7%</b>	<b>29,4%</b>	17,4%	<b>25,9%</b>

## Comisión de éxito de la gestora Nmás1 Capital Privado

El sistema de retribución por comisión de éxito a la gestora depende únicamente de las plusvalías efectivamente conseguidas en la venta de las sociedades de la cartera.

En cada operación de venta Nmás1 Capital Privado devenga una comisión de éxito igual al 20% de la plusvalía obtenida, que sólo se hace efectiva una vez se haya cubierto el coste de adquisición de todas las sociedades adquiridas en el mismo año que la venta (incluyendo gastos de las transacciones y comisiones de gestión) y sujeto a una rentabilidad mínima igual a la TIR media del bono español a tres años durante el mes de diciembre del año en cuestión.

Se presenta a continuación una simulación del valor liquidativo de Dinamia en el hipotético caso de que todas las sociedades hubieran sido vendidas el 30 de Junio de 2004 a un precio igual al de las valoraciones realizadas por Nmás1 Capital Privado y que se detallan en el presente informe:

NAV a 30.06.2004	158.963
Performance fee teórico	(7.232)
<b>Valor liquidativo a 30.06.2004</b>	<b>151.731</b>

<b>Por acción</b>	<b>17,75 €</b>
-------------------	----------------

## Grupo Segur Ibérica



### Servicios de Seguridad

Fecha de Inversión Inicial:	Marzo 2004
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Importe de adquisición:	9.500 miles de euros
<b>Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:</b>	<b>18,10%</b>
<b>Valoración a 30 de Junio de 2004 (miles de euros):</b>	<b>9.500</b>

### Resumen de la Transacción:

El 23 de Marzo de 2004, Dinamia completó una inversión de 9.500 miles de euros en la compañía Coranzuli S.L., vehículo creado para la adquisición del 100% de la sociedad holding del Grupo Segur Ibérica (en adelante Segur Ibérica). Dicha inversión, materializada mediante la suscripción de una ampliación de capital de acciones ordinarias por los importes señalados, le ha reportado una participación final en el capital de Segur Ibérica del 18,1%. El accionariado del grupo queda constituido de la siguiente forma:

Cifras en miles de euros	Acciones	
	Ordinarias	
Dinamia	9.500	18,1%
Nmás1 PEF LP	9.500	18,1%
Corpfin Capital	19.000	36,2%
MCH Private Equity	7.000	13,3%
Espiga Capital	6.000	11,4%
Management	1.500	2,9%
<b>Total equity</b>	<b>52.500</b>	<b>100,0%</b>

El precio de compra representa los siguientes múltiplos de entrada (sobre cifras de 2003):

EBITDA*	EBIT
7,1x	7,8x

\*EBITDA se define como EBIT más amortizaciones, siendo EBIT igual al beneficio de explotación. Los múltiplos de EBITDA y EBIT se calculan basándose en el "enterprise value", definido como equity value + deuda – tesorería.

### Descripción de la compañía

El Grupo Segur Ibérica, es una de las empresas líderes del sector de servicios de seguridad en España y centra su actividad en tres áreas de negocio: prestación de servicios de vigilancia, la instalación y gestión de alarmas, y la instalación de sistemas de seguridad.

La estrategia de la compañía se basa en aprovechar el momento de crecimiento del sector de seguridad y afianzarse como la tercera empresa española del sector por detrás de Prosegur y Securitas.

## Dirección de la compañía

La compañía está dirigida por D. Antonio Mateos, Consejero Delegado, y D. Ramón Gil, Director General, quienes gestionan la sociedad desde principios de los años 80. Ambos directivos han estado centrados durante todo este tiempo en la gestión del negocio de vigilancia. Para la gestión de los negocios de alarmas y sistemas la empresa cuenta con D. Tomás Agrelo y D. Manuel Pellón que se han incorporado a la compañía en 2000 y 2002 respectivamente.

Adicionalmente se pretende completar el equipo con nuevas incorporaciones que permitan el rejuvenecimiento y un relevo ordenado de la gestión.

## Cuenta de Pérdidas y Ganancias<sup>3</sup>

\*Cifras en miles de euros

	Real 30.06.2003	Real 30.06.2004	Presupuesto 30.06.2004	Auditoría 31.12.2003	Presupuesto 31.12.2004
Ingresos de Explotación	78.125	<b>83.638</b>	91.758	160.052	183.034
EBITDA	7.928	<b>8.814</b>	9.176	17.575	18.014
EBIT	7.295	<b>8.112</b>	8.491	16.235	15.999
BAI <sup>(1) (2)</sup>	6.370	<b>7.004</b>	7.449	14.532	13.652
Beneficio del ejercicio <sup>(1)</sup>	4.140	<b>4.552</b>	4.842	10.207	8.874

(1) BAI y Beneficio del ejercicio ajustados por Fondo Comercio y Resultados Extraordinarios

(2) Real y Presupuesto de 2004 ajustado incluyendo Intereses de la Deuda de Adquisición de Coranzuli S.L. y excluyendo Gastos de la Transacción

## Balance de Situación

\*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	Real 30.06.2004	Auditoría 31.12.2003	<u>PASIVO</u>	Real 30.06.2004	Auditoría 31.12.2003
Inmovilizado	<b>9.950</b>	8.892	Fondos Propios	<b>52.680</b>	18.332
Fondo de Comercio	<b>76.567</b>	27.543	Acreedores a largo plazo	<b>50.508</b>	28.936
Activo Circulante	<b>62.825</b>	48.426	Deuda a corto plazo	<b>76</b>	8.283
Tesorería	<b>1.964</b>	6.030	Pasivo Circulante	<b>48.042</b>	35.340
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>151.306</b>	90.891	<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>151.306</b>	90.891

## Descripción del mercado

El sector de seguridad en España se caracteriza por los siguientes aspectos:

Servicios de vigilancia:

- Creciente externalización de los servicios de vigilancia tanto en el sector público como en el privado.
- Escasez de recursos humanos para la realización de los servicios, lo que otorga un mayor poder de negociación a las operadoras del sector.
- Importantes barreras de entrada debido a la importancia del tamaño y la marca para acceder a los grandes contratos.

Instalación y gestión de alarmas:

<sup>3</sup> Tanto en estos estados financieros como en los del resto de las compañías, "Real" o "Proforma" se refiere a estados financieros cerrados por la compañía, sin auditar.

- Bajo nivel de penetración en España. Altas perspectivas de crecimiento.
- Importantes economías de escala.

Instalación de sistemas de seguridad:

- Crecimiento ligado a la integración de los servicios de vigilancia, alarmas e instalación.
- La innovación es un factor clave en el desarrollo de este negocio.

## **Evolución durante el primer semestre de 2004**

El Grupo Segur Ibérica ha cerrado el primer semestre de 2004 con una mejora en el EBITDA del 11.2% con respecto a 2003, motivada en gran parte por el fuerte crecimiento del negocio de sistemas.

El negocio de vigilancia ha ido algo por debajo en cuanto a volumen de facturación comparado con el año anterior. Sin embargo, una mejor gestión ha permitido reducir este diferencial a nivel de resultados.

Los ingresos generados por el negocio de instalación y gestión de alarmas han estado por encima de 2003, y ligeramente por debajo de presupuesto. Se espera una mejor evolución del negocio en la segunda mitad del año que permita cumplir el presupuesto.

El negocio de sistemas ha evolucionado con fuertes crecimientos como estaba previsto.

## **Valoración**

Siguiendo las directrices de la EVCA, y dado que no ha transcurrido un año desde su incorporación a la cartera de Dinamia, se mantiene su valoración a coste de adquisición, esto es, **9.500 miles de euros**.

A pesar de ello, se ha realizado, de forma ilustrativa, una valoración del Grupo Segur Ibérica siguiendo los siguientes criterios:

- Según los múltiplos de compra de la compañía, se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 63.084 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 11.415 miles de euros.
- Comparación con múltiplos de otras empresas del sector europeas, aplicándose un descuento del 30% por iliquidez, con la que se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 83.565 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 15.121 miles de euros.

Grupo Segur Ibérica

cifras en miles de euros

	Ventas	EBITDA	EBIT	B° Neto	C-F	Deuda Neta*
Presupuesto a 31.12.2004	183.034	18.014	15.999	8.874	10.889	63.275

\*Incluye € 14,7m de precio aplazado, representado por avales no reflejados en balance

1) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPRA

	EBITDAx	EBITx	Media	Participación Dinamia
Múltiplos de compra	7,1x	7,8x		18,10%
Valoración	65.106	61.061	63.084	11.415

2) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES

	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF	Media	Ajustado por iliquidez	Participación Dinamia
Valoración según comparables	89.590	142.024	142.708	103.190	119.378	83.565	15.121
						Descuento por iliquidez	30%
<b>Medias</b>	<b>8,5x</b>	<b>12,8x</b>	<b>16,1x</b>	<b>9,5x</b>			
ADECCO SA-REG	12,6x	16,3x					
AGGREKO PLC	5,2x	12,1x	14,7x	5,0x			
BUNZL PLC	8,5x	10,4x	13,1x	9,9x			
DAVIS SERVICE GROUP PLC	4,3x	12,7x		4,0x			
ISS A/S	7,7x	18,0x		7,5x			
MITIE GROUP PLC	7,4x	10,1x	17,0x	10,9x			
RANDSTAD HOLDING NV	14,4x			19,4x			
RENTOKIL INITIAL PLC	5,9x	7,8x	8,0x	5,4x			
SECURITAS AB-B SHS	8,5x	17,1x	26,6x	8,6x			
VEDIOR NV-CVA	12,1x			16,0x			
PROSEGUR COMP SEGURIDAD-REGD	6,7x	11,0x	17,1x	7,9x			

## General de Alquiler de Maquinaria (GAM)



### Alquiler de Maquinaria

Fecha de Inversión:	Julio 2003
Cantidad invertida:	12.070 miles de euros
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
<b>Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:</b>	<b>40,32%</b>
<b>Valoración a 30 de Junio de 2004 (miles de euros):</b>	<b>12.070</b>

### Resumen de la Transacción:

En Julio de 2003 Dinamia lideró el proyecto de build-up en el sector de alquiler de maquinaria. El proyecto consistió en la adquisición de tres compañías líderes en el sector de alquiler de maquinaria y grúas que debe servir como plataforma para la consolidación del sector. La transacción incluyó la adquisición del 100% de Alquioviedo (Asturias) y Cabrera (Andalucía) y del 100%, en dos fases, de Aldaiturriaga (País Vasco, Madrid y Levante).

La operación se estructuró con acciones ordinarias y preferentes (que devengan un dividendo preferente del 12%). Dinamia tomó una participación del 40,3%, constituyéndose el accionariado de la siguiente manera (en euros y nº de acciones – valor nominal de las acciones = 1 euro):

Participaciones A (Preferentes):	40,00%
Participaciones B (Ordinarias):	60,00%

	Total	Participaciones A	Participaciones B	% Capital Social	% Part. A	% Part. B
Dinamia	12.070.000,00	4.828.000,00	7.242.000,00	40,32%	43,77%	38,30%
Nmás1 PEF	12.070.000,00	4.828.000,00	7.242.000,00	40,32%	43,77%	38,30%
Caja Asturias	2.922.000,00	1.168.800,00	1.753.200,00	9,76%	10,60%	9,27%
Equipo Directivo	2.877.000,00	206.000,00	2.671.000,00	9,61%	1,87%	14,13%
<b>Total</b>	<b>29.939.000,00</b>	<b>11.030.800,00</b>	<b>18.908.200,00</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

El precio de entrada supuso un múltiplo de entrada de 3,7x EV/EBITDA y 9,0x EV/ EBIT Diciembre 2002.

### Descripción de la compañía

GAM nace como consecuencia de la integración de tres compañías relevantes en un sector extremadamente fragmentado. El objetivo es crear una plataforma inicial de tamaño suficiente que permita tener: una cobertura geográfica completa en la Península Ibérica, con bases operativas en todas las grandes áreas y una gama de productos extensa y profunda que permita a la compañía ofrecer a sus clientes un servicio integrado. Se va a desarrollar también una división de alquiler a la industria, lo que permite eliminar ciclicidad al negocio.

Como consecuencia de todo lo anterior, además de seguir prestando servicio a los constructores locales, se pretende ser un referente de servicio homogéneo para las grandes constructoras nacionales.

- **Alquioviedo:**

Compañía con sede en Oviedo y operaciones en Asturias, Galicia y León. El grupo está formado por 5 compañías: Alquioviedo, Alquioren, Alquioprinsa, Alquibierzo y Alquiferrol, lleva operando más de 10 años y tiene una cuota de mercado cercana al 15% en sus regiones de actuación.

Alquioviedo está dedicada al alquiler de maquinaria para la construcción en general, con una gama de productos extensa que va desde los dumpers hasta las grúas y vehículos (c. 2.300 unidades).

- **Aldaiturriaga:**

Compañía con sede en Bilbao y operaciones en el País Vasco, Madrid, Valencia, Cartagena y Lisboa. Aldaiturriaga tiene presencia en grúas, plataformas, y otros elementos de maquinaria pequeña.

- **T. Cabrera:**

Compañía con sede en Sevilla y operaciones en el sur de España (Sevilla, Cádiz, Huelva, Córdoba, Málaga y Granada).

Cabrera es líder en el mercado de maquinaria general en el sur de España. La gama de productos es equivalente a la de Alquioviedo, maquinaria pequeña principalmente y alguna incursión en la maquinaria pesada.

## Dirección de la compañía

Se ha seleccionado para liderar el proyecto a D. Pedro Luis Fernández. El Sr. Fernández cuenta con gran experiencia en el sector, al que lleva ligado más de 15 años, habiendo dirigido en el pasado su propia compañía (Caprisa).

El actual equipo directivo tiene su sede en Oviedo y está formado, a parte del Sr. Fernández, por un Director Financiero, un Director de Compras y un Director de RRHH. Adicionalmente cada área geográfica cuenta con su propia estructura y con un responsable encargado del funcionamiento de la delegación.

## Cuenta de Pérdidas y Ganancias

\*Cifras en miles de euros

	Real 30.06.2003	Real* 30.06.2004	Presupuesto 30.06.2004	Pro Forma 31.12.2003	Presupuesto 31.12.2004
Ingresos de Explotación	30.862	<b>35.385</b>	37.469	60.275	79.631
EBITDA	13.150	<b>15.151</b>	16.689	24.957	36.337
EBIT	7.455	<b>7.965</b>	9.350	13.190	18.383
BAI	6.653	<b>5.638</b>	7.126	10.810	14.618
Beneficio del ejercicio	4.287	<b>3.893</b>	4.777	8.107	10.268

\* Ajustado por el beneficio de venta de maquinaria que se va a materializar en julio pero que se produce durante todo el año.

## Balance de Situación

\*Cifras en miles de euros

ACTIVO	Pro Forma	Auditoría	PASIVO	Pro Forma	Auditoría
	30.06.2004	31.12.2003		30.06.2004	31.12.2003
Inmovilizado	<b>94.451</b>	65.263	Fondos Propios	<b>39.755</b>	36.868
Fondo de Comercio	<b>15.070</b>	14.340	Acreedores a largo plazo	<b>78.298</b>	43.378
Gastos a Distribuir	<b>3.648</b>	2.057	Deuda a corto plazo	<b>23.967</b>	19.053
Activo Circulante	<b>43.885</b>	35.635	Pasivo Circulante	<b>21.035</b>	24.114
Tesorería	<b>6.000</b>	6.118			
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>163.055</b>	123.413	<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>163.055</b>	123.413

## Descripción del mercado

El sector del Alquiler de Maquinaria en España se encuentra altamente fragmentado, con aproximadamente 1.500 compañías y un valor total de mercado de cerca de € 2.000 millones.

El sector se caracteriza por: el bajo grado de profesionalización, el pequeño tamaño de las compañías y una cobertura geográfica local.

La industria ha venido creciendo a ritmos fuertes en los últimos años. El mercado tiene dos grandes motores: la industria de la construcción y la tendencia a la subcontratación (sustitución de la compra de maquinaria por el alquiler).

El sector de la construcción ha obtenido un CAA superior al 10% para el periodo de 2001-2003 en términos corrientes. El porcentaje de penetración del alquiler de maquinaria en España es muy inferior al de otros países europeos (en Gran Bretaña es del 85%), con lo que se estima que parte del crecimiento de mercado ha de venir por esta vía.

## Evolución durante el primer semestre de 2004

La compañía ha venido creciendo a ritmos muy fuertes durante los primeros seis meses del año, sustentada en una política de inversiones muy fuerte y una apertura de bases muy agresiva.

Gracias a esta política de crecimientos fuertes, la compañía ha conseguido ganar cuota de mercado a sus competidores con crecimientos por encima del 14% con respecto al año anterior.

Actualmente se está consiguiendo concretar la estrategia planteada en el momento de la adquisición basada en lograr una imagen de marca única, una única ventanilla de negociación con clientes y una compra centralizada de maquinaria.

La cobertura geográfica nacional se ha logrado, mediante un proceso mixto de apertura de nuevas delegaciones (10 este año hasta un total de 30) y adquisiciones selectivas que, según el caso, inauguran o refuerzan una zona geográfica.

Desde el punto de vista de parque de maquinaria, GAM ofrece una flota completa y extensa, que permite dar un servicio integral a sus clientes.

De acuerdo con el equipo directivo el presupuesto de final de año es alcanzable y la diferencia que existe a junio está basada en un puro efecto temporal en la incorporación de las máquinas al parque de la compañía.

La adquisición de SAFE se enmarca dentro del proceso de build up diseñado en el momento de la adquisición inicial. SAFE refuerza la posición de GAM en la zona centro, convirtiéndola en la compañía líder en esta zona y en el segmento de plataformas. No se descartan futuras adquisiciones en el tiempo.

## Valoración

Siguiendo las directrices de la EVCA, y dado que no ha transcurrido un año desde las primeras adquisiciones del grupo, se mantiene su valoración a coste de adquisición, esto es, **12.070 miles de euros**.

A pesar de ello, a efectos ilustrativos, se ha realizado una valoración del Grupo GAM siguiendo los siguientes criterios:

- Según los múltiplos de compra de la compañía, se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 57.341 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 23.117 miles de euros.
- Comparación con múltiplos de otras empresas del sector europeas, aplicándose un descuento del 30% por iliquidez, con la que se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 76.298 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 30.760 miles de euros.

### Grupo GAM

*cifras en miles de euros*

	Ventas	EBITDA	EBIT	B° Neto	C-F	Deuda Neta
Resultados estimados a 31.12.2004	79.631	36.337	18.383	10.268	28.222	92.616

#### 1) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPRA

	EBITDAx	EBITx	Media	Participación Dinamia
Múltiplos de compra	3,7x	9,0x		40,32%
Valoración	41.349	73.333	57.341	23.117

#### 2) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES

Valoración según comparables	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF	Media	Ajustado por iliquidez	Participación Dinamia
	75.141	113.659	101.720	145.470	108.997	76.298	40,32%
						Descuento por iliquidez	30%
Medias	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF			
	4,6x	11,2x	9,9x	5,2x			
VP PLC	3,3x	7,1x	7,6x	3,2x			
ALLIANCE ET GESTION COMMERC	5,8x	13,9x		5,7x			
SPEEDY HIRE PLC	4,5x	8,4x	7,0x	3,5x			
LAVENDON GROUP PLC	4,4x						
ASHTHEAD GROUP PLC	3,9x						
RAKENTAJAIN KONEVUOKR-B SHS		12,1x	10,9x	5,7x			
UNITED RENTALS INC	6,0x	13,3x		9,4x			
NORTHGATE	4,5x	12,5x	14,1x	3,4x			

## High Tech Hoteles



### Gestión de una cadena de hoteles

Fecha de Inversión:	Enero 2003 / Enero 2004
Cantidad invertida:	11.250 miles de euros
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
<b>Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:</b>	<b>44,02%</b>
<b>Valoración a 30 de Junio de 2004 (miles de euros):</b>	<b>11.250</b>

### Resumen de la Transacción:

En Enero de 2003, Dinamia invirtió 9.500 miles de euros en la cadena hotelera High Tech, en una operación mixta de adquisición de acciones y suscripción de una ampliación de capital. El capital de la compañía se estructuró con acciones ordinarias y preferentes (con un dividendo preferente del 9%). En Febrero de 2004, Dinamia invirtió 1.750 miles de euros adicionales como parte del compromiso de inversión adquirido con el equipo directivo en el momento de la inversión inicial. En las mismas condiciones que Dinamia invirtió Nmás1 Private Equity Fund LP, fondo asesorado, al igual que Dinamia, por la filial de capital riesgo de Nmás1. El accionariado, por tanto, queda repartido de la siguiente manera:

Cifras en número de acciones	Acciones		Acciones (9%)		Total	
	Ordinarias		Preferentes			
Dinamia Capital Privado	1.409.768	30,00%	5.510.025	50,00%	6.919.793	44,02%
Nmás1 PEF, LP	1.409.767	30,00%	5.510.023	50,00%	6.919.790	44,02%
Management	1.879.690	40,00%		0,00%	1.879.690	11,96%
	4.699.225	100,00%	11.020.048	100,00%	15.719.273	100,00%

La inversión acometida en la compañía hasta la entrada de Dinamia ascendía a unos 12 millones de euros (9 millones aportados por el anterior socio financiero y unos 3 millones aportados por el equipo directivo<sup>4</sup>)

### Descripción de la compañía

High Tech Hotels & Resorts SA, es una cadena hotelera centrada en el segmento de tres estrellas y tres plus, enfocada a clientes de negocios y turísticos de ciudad. En este momento tiene 22 hoteles contratados, ubicados principalmente en Madrid y en las principales capitales de provincia. 15 de estos hoteles se encuentran operativos y el resto se irá abriendo una vez vayan concluyéndose las reformas en los mismos.

La estrategia de la compañía es crear una cadena líder en su segmento con unos 40 hoteles claramente identificados y reconocidos en un segmento por consolidar que en estos momentos está altamente fragmentado y caracterizado por una gestión familiar y con poco reconocimiento de marca.

<sup>4</sup> Para el caso del equipo directivo, su aportación incluye tanto aportaciones dinerarias (1,9 millones de euros), como una estimación de aportaciones no dinerarias (1,2 millones de euros)

## Dirección de la compañía

La compañía está dirigida por cinco ejecutivos provenientes de la cadena Tryp, de la que salieron tras la compra de Tryp por Sol Meliá, para embarcarse en la creación de su propia cadena hotelera, con amplia experiencia en el sector y muy involucrados con este proyecto. Estos cinco ejecutivos han realizado una importante inversión en la compañía y controlan el 40% del capital ordinario de la sociedad. Sus nombres son D. Antonio Fdez. Casado (Director General Comercial), D. Javier Candela (Director General Financiero), D. Tomás Baztarrica (Director de RRHH), D. Antonio Frutos (Arquitecto) y D. Francisco Sánchez (Director de Informática).

## Cuenta de Pérdidas y Ganancias

\*Cifras en miles de euros

	Real 30.06.2003	Real <b>30.06.2004</b>	Presupuesto 30.06.2004	Auditoría 31.12.2002	Auditoría 31.12.2003	Presupuesto 31.12.2004
Ingresos de Explotación	4.622	<b>7.943</b>	8.691	6.861	11.026	18.356
EBITDA	(41)	<b>836</b>	1.290	167	716	2.159
EBIT	(851)	<b>(1.057)</b>	n.d	(1.076)	(1.796)	n.d
BAI	(1.270)	<b>(1.071)</b>	n.d	(2.178)	(1.949)	n.d
Beneficio del ejercicio	(1.270)	<b>(1.071)</b>	n.d	(2.178)	(1.949)	n.d

## Balance de Situación

\*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	Real <b>30.06.2004</b>	Auditoría 31.12.2003	<u>PASIVO</u>	Real <b>30.06.2004</b>	Auditoría 31.12.2003
Inmovilizado	<b>22.019</b>	17.654	Fondos Propios	<b>17.455</b>	15.011
Activo Circulante	<b>9.386</b>	6.799	Provisiones	<b>359</b>	281
Tesorería	<b>1.043</b>	542	Acreedores largo plazo	<b>0</b>	415
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>32.448</b>	24.995	Pasivo Circulante	<b>14.634</b>	9.288
			<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>32.448</b>	24.995

## Descripción del mercado

El sector hotelero en tres estrellas se caracteriza por los siguientes aspectos:

- Forman la columna vertebral de la industria hotelera en España, siendo más del 33% de la totalidad de establecimientos y con más del 45% de la capacidad de camas.
- Desde 1987 la ocupación en los hoteles de tres estrellas ha sido la más alta de la industria.
- El segmento de tres estrellas ha sido el menos afectado por la crisis que sufre actualmente la industria hotelera española manteniéndose en niveles del año anterior.
- Este segmento está controlado por la gestión familiar, muy poco profesional, y por tanto está muy fragmentado, sin la existencia de una marca clara líder del sector.
- Existen una serie de barreras de entrada muy marcadas en el sector; las grandes cadenas internacionales (Accor, Six Continents, Starwood, Hyatt...) que han mostrado un gran interés por el mercado español tienen dificultades para instalarse debido a la falta de transparencia dentro de las pequeñas cadenas ya establecidas y a la falta de cadenas de cierto tamaño que les permita entrar con fuerza en el mercado español. Además se ha comprobado que la presencia de un promotor nacional es clave para el éxito de la cadena en España.

## **Evolución durante el primer semestre de 2004**

Durante el primer semestre se firmaron 5 contratos para nuevos hoteles: dos en Sevilla, dos en Madrid y uno en Barcelona. Dado el estado avanzado de las negociaciones con nuevos hoteles, el objetivo inicial de 7 hoteles contratados en el año parece, por tanto, alcanzable.

En cuanto a la evolución operativa de la compañía, los hoteles del centro de Madrid han sufrido el impacto del 11 de marzo. Sin embargo, se ha conseguido mantener los niveles de ocupación presupuestados, siempre por encima del 70%. Los hoteles de París, por su parte, siguen sin comportarse según lo esperado. Por último, los hoteles de Valencia y Bilbao se están comportando por encima de su presupuesto.

A pesar del retraso con respecto al presupuesto a junio, se estima que a final de año el EBITDA esté cercano a lo presupuestado, aprovechando la estacionalidad de la compañía hacia el segundo semestre y el adelanto en las aperturas con respecto al presupuesto.

## **Valoración**

Siguiendo las directrices de la EVCA, y dado su carácter de capital desarrollo, se mantiene su valoración a coste de adquisición, esto es, **11.250 miles de euros**.

## Ydilo Advanced Voice Solutions, S.A.



### Servicios Avanzados de Voz

Fecha de Inversión Inicial:	Abril 2001/Junio 2001
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Importe de adquisición:	1.420 miles de euros
<b>Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:</b>	<b>6,52%</b>
<b>Valoración a 30 de Junio de 2004 (miles de euros): 1.420</b>	

### Resumen de la Transacción:

La inversión data de abril y junio de 2001, cuando Ydilo realizó dos ampliaciones de capital en el marco de una única ronda de financiación, a la que acudieron todos sus accionistas (no directivos) y Dinamia como único inversor externo invitado directamente por los gestores y fundadores de la compañía.

En Enero de 2003, Dinamia, junto al resto de inversores financieros y de acuerdo con los pactos entre accionistas, adquirió acciones de Ydilo por un importe de 27 miles de euros, provenientes de la participación de uno de los fundadores de la compañía, que abandonó la misma. Debido a esto, Dinamia elevó su participación hasta el 6,52%, desde el 5,98%, quedando el resto del accionariado repartido de la forma siguiente:

➤ Equipo directivo y plan de opciones	36,76%
➤ BBVA	18,07%
➤ Mercapital	22,59%
➤ Ericsson Innova	16,06%

### Descripción de la compañía

Ydilo es una compañía especializada en tecnologías de reconocimiento de lenguaje natural y conversión de texto escrito en voz. Estas tecnologías han tenido en los últimos años un fuerte desarrollo, principalmente en Estados Unidos, por las amplias posibilidades que ofrecen en el campo de los servicios de atención telefónica automatizada.

Sobre la base de estas tecnologías, Ydilo ofrece Servicios Avanzados de Voz en tres áreas diferenciadas: Ticketing (o portal de voz agregador de contenidos transaccionales), Servicios ASP y Soluciones Verticales.

En el área de ticketing, Ydilo ha creado y opera desde septiembre de 2001, uno de los primeros servicios europeos de venta automática de entradas de espectáculos por voz con más de 300.000 entradas de cine vendidas. También en el ámbito de los eventos deportivos, Ydilo ha sido pionero en la venta de miles de entradas de fútbol, en concreto, para las finales de Copa del Rey y Champions League para el Real Madrid y la Federación Española de Fútbol.

En cuanto a servicios ASP, la compañía ofrece soluciones de automatización parcial o completa de centros de atención telefónica asistidos por operadores.

Para clientes que por razones de confidencialidad de los datos y contenidos no pueden subcontratar los servicios de Ydilo en formato ASP, la compañía ofrece de soluciones verticales, combinando su propia tecnología con soluciones de terceros con los que tiene acuerdos de “Value Added Reseller”.

Entre sus clientes se encuentran Vodafone, ING, El Corte Inglés, Retevisión, Air Miles, Grupo Logístico Santos, Real Madrid, Dirección General de Tráfico.

## **Dirección de la compañía**

La compañía está liderada por Javier Álvarez Vara (Presidente) y Domingo López Montesdeoca (procedentes de Meta4). La compañía se ha aproximado a las 100 personas en plantilla al final del primer semestre de 2004.

## **Descripción del mercado**

La utilización de las tecnologías de reconocimiento de fonemas, síntesis de voz y modelos acústicos han tenido un fuerte desarrollo en los últimos años. Este desarrollo se prevé imparable en la próxima década, ya que la voz es el interfaz de comunicación por excelencia. De este modo, los principales proveedores de estas tecnologías base como Nuance, Scansoft/Speechworks, IBM, etc. están trabajando en nuevos sistemas de reconocimiento, basados en modelos estadísticos que permitirán ofrecer soluciones de diálogos más abiertos, intuitivos, flexibles y directos que los actuales.

Ydilo desarrolla su actividad según un modelo de sustitución. El modelo de negocio fundamentalmente consiste en sustituir una actividad muy intensiva en mano de obra (operadores de los Centros de Atención Telefónica –CAT) por otra intensiva en tecnología, que permite la automatización parcial o total de las transacciones orales entre los usuarios y el CAT.

La compañía sigue aventajando a la competencia en su mercado natural, tanto por la calidad probada de la plataforma tecnológica, como por la especialización y complejidad de las aplicaciones de voz y el tiempo de ventaja en desarrollos que lleva la compañía sobre otros proveedores de estos servicios. No obstante, la creciente demanda de aplicaciones basadas en estas tecnologías –prácticamente todos los nuevos concursos de servicios de CRM basados en call-centers, incorporan la necesidad de automatizar parte de los servicios- permite anticipar la entrada más tarde o más temprano de las grandes multinacionales especializadas en outsourcing. En general se percibe un entorno más dinámico y una mayor voluntad de inversión en tecnología por parte de las grandes empresas españolas, clientes potenciales de estas tecnologías al ser usuarios de grandes centros de atención telefónica a clientes.

## **Evolución durante el primer semestre de 2004**

Se han superado los objetivos de ventas y EBITDA sobre el presupuesto para el primer semestre de 2004, gracias al tirón de nuevos desarrollos de aplicaciones para clientes, principal motor de rentabilidad. La estimación más reciente de EBITDA para el conjunto del año será de unos €2-2,3m, casi el doble del presupuesto inicial, con beneficio neto positivo.

Los últimos meses han estado marcados por nuevas inversiones en inmovilizado, en torno a €2m, que incluyen el desdoblamiento de la plataforma por razones de seguridad en el centro de datos de una empresa especializada y la inversión en la plataforma tecnológica puesta a servicio de un cliente teleco, entre otras.

La inversión realizada en el desarrollo de la plataforma tecnológica y la labor comercial ya iniciada en el ejercicio 2002 empiezan a dar frutos. El crecimiento en ventas procede principalmente de clientes de telecomunicaciones, segmento en donde a finales de 2003 se firmó un contrato a tres años con uno de los principales operadores de móviles, que además de significativo por la tecnología empleada, la diversidad de funcionalidades y aplicaciones y los niveles de servicio establecidos, supone para Ydilo una base sólida de negocio para los próximos ejercicios. Igualmente se ha desarrollado con éxito y está plenamente operativa la primera automatización de call center mediante lenguaje natural en España para una entidad financiera. Estos y otros destacados desarrollos, para otras entidades financieras, empresas de energía, clubes de fútbol o grandes almacenes, han permitido posicionar la plataforma de Ydilo como una de las mejores opciones disponibles en el mercado.

## Valoración

Dado el carácter de inversión “early-stage”, y siguiendo las directrices de la EVCA, se mantiene su valoración a coste de adquisición, **1.420 miles de euros**.

## Educa Borrás, S.A.



### Juguetes Educativos

Fecha de Inversión:	Diciembre 2000
Cantidad inicial invertida:	3.005 miles de euros
Fecha cierre de contabilidad:	31 Marzo
<b>Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:</b>	<b>38,44%</b>
<b>Valoración a 30 de Junio de 2004 (miles de euros): 2.907</b>	

### Resumen de la Transacción:

En Diciembre de 2000, Dinamia suscribió una ampliación de capital en Borrás Plana por un importe de 3.005 miles de euros. A su vez, Catalana d'Iniciatives y Team Toys (equipo directivo) suscribieron 1.803 miles de euros cada uno. Con estas aportaciones, Borrás Plana adquirió el 100% del capital de Educa Sallent. Durante el mes de Abril de 2001, se procedió a la fusión de ambas compañías.

Tras la venta del 1,3% del capital al equipo directivo en Julio de 2002, el resto del accionariado queda repartido de la siguiente manera:

- Catalana d'Iniciatives 23,83%
- Team Toys (directivos) 34,42%
- Otros 3,31%

### Descripción de la compañía

Antes de la fusión, Borrás era una sociedad con un producto muy complementario al de Educa (juegos de magia, juegos educativos de mesa, construcciones, manualidades y otros). Tiene varias marcas y productos de reconocido prestigio como Magia Borrás, Tente, Telesquech o Conector. Educa, por su parte, se dedicaba a la fabricación y comercialización de juguetes educativos, con un extenso catálogo de puzzles y juguetes educativos, juegos de mesa y juguetes electrónicos educativos. Las gamas de ambas marcas permitieron una integración total del negocio.

La importancia de la actividad exportadora es grande, pues casi un 30% de la facturación se dedica a la exportación a más de cuarenta países, principalmente Latinoamérica.

### Dirección de la compañía

Borrás Plana fue objeto de un *management-buy-in* efectuado en 1996 por el anterior equipo directivo de Diset (uno de los líderes del sector y competencia directa de Educa). Al frente del equipo estaba José Maxenchs, ejecutivo con grandes dotes comerciales y con una amplia experiencia en multinacionales de gran consumo (Braun, Tefal,...). El Sr. Maxenchs, -anterior Consejero Delegado de Borrás Plana, S.A.- es ahora el Presidente Ejecutivo de Educa Borrás y Florenci Verbón -anterior Director General de Educa- lo es ahora de la compañía fusionada.

## Cuenta de Pérdidas y Ganancias

\*Cifras en miles de euros

	Auditoría 12 meses 31.03.2002	Auditoría 12 meses 31.03.2003	<b>Auditoría 12 meses 31.03.2004</b>	Presupuesto 12 meses 31.03.2005
Ingresos de Explotación	20.420	21.971	<b>20.520</b>	21.812
EBITDA	2.966	3.221	<b>2.593</b>	3.571
EBIT	1.993	2.169	<b>1.445</b>	2.254
Beneficio antes de impuestos	1.475	723	<b>654</b>	983
Beneficio del ejercicio	1.507	683	<b>629</b>	983

\* Eliminado el efecto de los gastos extraordinarios de fusión

## Balance de Situación

\*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	Auditoría 31.03.2003	<b>Auditoría 31.03.2004</b>	<u>PASIVO</u>	Auditoría 31.03.2003	<b>Auditoría 31.03.2004</b>
Inmovilizado	5.884	<b>5.778</b>	Fondos Propios	8.215	<b>8.435</b>
Activo Circulante	18.362	<b>16.251</b>	Acreedores a largo plazo	1.817	<b>1.731</b>
Tesorería	996	<b>207</b>	Deuda a corto plazo	8.759	<b>7.481</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>25.242</b>	<b>22.236</b>	Pasivo Circulante	6.451	<b>4.589</b>
			<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>25.242</b>	<b>22.236</b>

## Descripción del mercado

Educa-Borrás es líder nacional en puzzles y segundo fabricante nacional del sector del juguete, lo que lo sitúa como sexto del sector, incluyendo a los extranjeros. Por otra parte, dispone de la más amplia gama de juguetes educativos existente en castellano y portugués fabricados en madera y cartón. La posición de la compañía le permite obtener licencias de imágenes y dibujos animados de moda, como es el caso de Walt Disney. Además de la conocida marca Educa, la compañía comercializa algunas de las marcas más conocidas del panorama juguetero español, como son Magia Borrás, Tente, Telesquech o Conector.

Educa-Borrás es el líder del sector del juego y puzzle del mercado español y una de las primeras a nivel europeo.

## Evolución durante el primer semestre de 2004

El ejercicio cerrado a Marzo 2004 ha sido complicado para el mercado de juguetes en general principalmente en lo referente a las exportaciones, donde la actividad ha sufrido retrocesos del 12%.

Educa ha sido capaz de consolidar su posición de liderazgo en la península Ibérica con un crecimiento en ventas del 2% respecto al año anterior. No obstante, la exportación ha sufrido un descenso importante (descenso en ventas de unos 1,5 millones de euros), en un 50% provocado por un puro efecto tipo de cambio (caída del dólar). El 50% restante del menor ingreso por ventas internacionales se explica por un descenso en la actividad exportadora a Portugal y Latinoamérica.

Para el ejercicio 2004-2005 actual, se prevé una subida fuerte en ventas, ya reflejada en la evolución durante el primer trimestre, cimentada en un mantenimiento de las tasas de crecimiento en el mercado doméstico y sobretodo en una recuperación de la actividad exportadora. Se espera también que el efecto dólar durante el 2004 sea favorable, o

cuanto menos no perjudicial, a la compañía. No se descarta que durante este año se realicen adquisiciones corporativas que potencien la compañía a nivel internacional.

## Valoración

Se ha realizado una valoración de Educa Borrás siguiendo el siguiente criterio:

- Comparación con múltiplos de otras empresas del sector, aplicándose un descuento del 30% por iliquidez, con la que se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 8.601 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 3.306 miles de euros.

Dado que la anterior valoración es similar a su coste de adquisición, se mantiene la valoración de Educa Borrás en 7.564 miles de euros, que supone una **valoración de la participación de Dinamia de 2.907 miles de euros.**

### Educa Borrás, S.A.

*cifras en miles de euros*

	Ventas	EBITDA	EBIT	Bº Neto	C-F	Deuda Neta*
Resultados a 31.03.2004	20.520	2.593	1.445	629	1.777	11.279

\*Deuda media durante el ejercicio

VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES							
Valoración según comparables	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF	Media	Ajustado por iliquidez	Participación Dinamia
		10,867	4,372	11,585	22,324	12,287	8,601
						Descuento por iliquidez	30%
Medias	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF			
VERMONT TEDDY BEAR CO INC	8,5x	10,8x	18,4x	12,6x			
BRIO AB-B SHS							
CHARACTER GROUP PLC			39,5x	24,2x			
GAMES WORKSHOP GROUP PLC	8,2x	10,9x	16,2x	10,9x			
HASBRO INC	7,0x	10,3x	21,3x	10,4x			
HORNBY PLC	10,2x	12,4x	18,8x	14,5x			
KOMPAN A/S-B	8,0x						
MATTEL INC	8,3x	10,2x	14,3x	10,7x			
MEGA BLOKS INC	10,3x	12,3x	20,7x	16,5x			
MARVEL ENTERPRISES INC	12,7x	13,1x	14,0x	13,6x			
SMOBY SA	4,1x	7,1x	8,6x	3,9x			
ZAPF CREATION AG	8,4x	11,3x	12,8x	8,2x			
LEAPFROG ENTERPRISES INC	8,1x	9,4x	16,3x	13,3x			

## Grupo Undesa



### Desarrollo, producción y comercialización de productos oleoquímicos

Fecha de Inversión:	Julio 2000
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Importe de adquisición:	10.217 miles de euros
<b>Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:</b>	<b>48,63%</b>
<b>Valoración a 30 de Junio de 2004 (miles de euros):</b>	<b>13.747</b>

#### Resumen de la Transacción:

En Julio de 2000 Dinamia lideró el LMBO (*leveraged management buyout*) del Grupo Undesa, formado por Unión Deriván, S.A. y Undesa Italia, S.r.L (antes Mirachem, S.r.L.), ambas filiales de Reckitt-Benckiser. La operación fue apalancada mediante deuda bancaria proporcionada por Paribás por un importe de 26 millones de euros.

Dinamia mantiene una participación del 48,6% no diluido del capital (no diluido y ajustado por autocartera); el resto del accionariado se reparte de la forma siguiente.

- Fondos gestionados por Corpfín 28,6%
- Fondos gestionados por Espiga 18,6%
- Equipo directivo 4,2%

El precio de compra representa los siguientes múltiplos de entrada (sobre cifras de 1999):

EBITDA*	EBIT
4,2x	6,3x

\*EBITDA se define como EBIT más amortizaciones, siendo EBIT igual al beneficio de explotación. Los múltiplos de EBITDA y EBIT se calculan basándose en el "enterprise value", definido como equity value + deuda – tesorería.

#### Descripción de la compañía

El Grupo Undesa está formado por Unión Deriván, S.A. y Undesa Italia S.r.L. (antiguamente denominada Mirachem, S.r.L.) y es un grupo industrial de especialidades químicas que desarrolla, produce y comercializa productos oleoquímicos (ácidos grasos, glicerinas y productos derivados). Las dos compañías constituían la División de Ácidos Grasos de Reckitt Benckiser, uno de los mayores fabricantes de detergentes y productos de limpieza del hogar.

Undesa produce un amplio rango de ácidos grasos y productos derivados (estearina, oleina, ésteres, estearatos, ester-quats, estabilizantes, etc.) fabricados a medida de la necesidad de una amplia y tradicional base de clientes industriales. Los principales clientes pertenecen a los sectores de detergentes, cosmética, plásticos, neumáticos, pinturas, química y farmacia. La compañía exporta cerca del 40% de su producción.

El Grupo es el cuarto productor de ácidos grasos en Europa y ostenta la posición número uno en España y número dos en Italia. Con tres fábricas localizadas en Barcelona, Zaragoza y Bolonia, la capacidad de producción del Grupo excede las 100.000 toneladas.

## Dirección de la compañía

El principal ejecutivo del Grupo Undesa es D. Santiago Bargueño, basado en Barcelona y que con más de 10 años al frente de la empresa ha sido el principal artífice de su exitosa evolución. Durante el año 2002 se incorporó un nuevo Director General en Italia para impulsar el desarrollo de la fábrica de Bolonia que dispone, a juicio de la dirección, de importantes posibilidades de mejora.

## Cuenta de Pérdidas y Ganancias

\*Cifras en miles de euros

	Real 30.06.2003	Real 30.06.2004	Presupuesto 30.06.2004	Auditoría 31.12.2002	Auditoría 31.12.2003	Presupuesto 31.12.2004	Previsión 31.12.2004
Ingresos de Explotación	44.964	<b>42.723</b>	46.143	81.332	83.029	88.963	84.041
EBITDA	5.003	<b>3.268</b>	5.384	8.558	9.629	10.699	7.358
EBIT	3.178	<b>1.464</b>	3.579	5.198	6.035	6.970	3.629
BAI	2.775	<b>1.395</b>	3.486	4.343	5.428	6.650	3.309
Beneficio del ejercicio	1.594	<b>455</b>	2.123	3.343	3.335	3.917	2.151

## Balance de Situación

\*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	Real 30.06.2004	Auditoría 31.12.2003	<u>PASIVO</u>	Real 30.06.2004	Auditoría 31.12.2003
Acciones Propias	<b>1.505</b>	1.505	Fondos Propios	<b>32.813</b>	32.834
Inmovilizado	<b>24.978</b>	25.374	Fondo de Pensiones	<b>1.433</b>	1.433
Activo Circulante	<b>32.805</b>	31.808	Acreedores a largo plazo	<b>326</b>	7.134
Tesorería	<b>(516)</b>	3.972	Deuda a corto plazo	<b>939</b>	3.424
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>58.772</b>	62.659	<b>Pasivo Circulante</b>	<b>23.261</b>	17.834
			<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>58.772</b>	62.659

## Descripción del mercado

Los productos oleoquímicos se obtienen a partir de grasas y aceites naturales de origen animal y vegetal como el sebo, aceite de palma, aceite de semilla de colza, girasol, aceite de coco, aceite de pescado, etc. Genéricamente, pueden clasificarse en las siguientes tres categorías: Ácidos grasos, glicerina y productos derivados de ácidos grasos como ésteres, amidas, estearatos, lubricantes, etc. Undesa produce las tres categorías.

Estos productos encuentran su uso en una amplia matriz de aplicaciones. En muchos casos como sustitutos de productos químicos derivados del petróleo. Los principales usos finales se encuentran en las industrias de detergente y limpieza (35%), plásticos (14%), pinturas y adhesivos (12%), lubricantes (12%), papel y textil (6%) y alimentación (6%). El mayor uso por volumen es la fabricación de surfactantes para su uso en la fabricación de detergentes. Sin embargo, también de importancia creciente son otras áreas como aditivos para polímeros, aditivos para cosmética, e incluso aditivos para la alimentación, sectores que permiten una buena diversificación de la demanda final para beneficio del negocio.

Se estima que el consumo anual mundial de ácidos grasos es de 4,8 millones de toneladas, de los cuales Europa es el mayor consumidor. El consumo anual de glicerina es de aproximadamente 700.000 toneladas incluyendo 150.000 toneladas de glicerina sintética. Europa representa cerca del 30% del consumo de glicerina mundial. En Europa, Alemania es el mayor mercado para los productos oleoquímicos, con cerca del 31% del total consumo, seguido por Francia (20%), Inglaterra e Italia (15%) Benelux (9%) y España

(8%). Es un mercado maduro que tiende a crecer en línea con las tasas de crecimiento de la economía en general.

### **Evolución durante el primer semestre de 2004**

La evolución de la compañía durante el primer semestre del año ha sido peor de lo esperado, principalmente por dos factores; el descenso del precio de la glicerina y la debilidad de la demanda en algunos mercados centro europeos. Estos factores se han visto acrecentados por el incremento en el precio de las materias primas.

No obstante lo anterior, la compañía ha sido capaz de mantener cuota de mercado y volumen de producción en los niveles del año anterior. En concreto, España ha sido capaz de superar mejor estos factores que Italia, al ser menor su dependencia de la exportación y de la glicerina.

Como consecuencia de todos estos efectos, las magnitudes financieras de la compañía no han sido las esperadas, con descensos significativos en algunas de ellas (EBITDA – 30%). Aún así, la compañía ha seguido generando un fuerte cash flow de operaciones que le ha permitido rebajar el endeudamiento neto del balance hasta menos de € 1,5 millones desde los € 5,7 millones con los que finalizó el primer semestre de 2003.

Esta caída en resultados se debe a circunstancias estructurales del mercado, y ha afectado más negativamente a los competidores de la compañía. El management sigue realizando una excelente labor en la gestión.

Gracias a la sólida posición financiera de la compañía, Dinamia recibió un dividendo preferente por la cantidad de €1,5 millones durante el mes de julio de 2004.

### **Valoración**

Se ha realizado una valoración del Grupo Undesa siguiendo los siguientes criterios:

- Según los múltiplos de compra de la compañía, se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 29.058 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 13.747 miles de euros.
- Comparación con múltiplos de otras empresas del sector europeas, aplicándose un descuento del 30% por iliquidez, con la que se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 33.400 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 15.667 miles de euros.

Debido a que las estimaciones de cierre de año se han visto reducidas, y siguiendo el más conservador de los criterios se reduce la valoración de la compañía a 29.058 miles de euros con lo que la **participación de Dinamia queda valorada en 13.747 miles de euros.**

### Grupo Undesa

cifras en miles de euros

	Ventas	EBITDA	EBIT	B <sup>o</sup> Neto	C-F	Deuda Neta
Resultados estimados a 31.12.2004	84.041	7.358	3.629	2.151	5.880	1.781

#### 1) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPRA

	EBITDAx	Media	Participación Dinamia
Múltiplos de compra	4,2x		47,31%
Valoración	29.058	29.058	13.747

#### 2) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES

	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF	Media	Ajustado por iliquidez	Participación Dinamia	46,91%
Valoración según comparables	53.926	43.881	42.631	50.421	47.715	33.400	15.667	
						Descuento por iliquidez		30%
<b>Medias</b>	<b>7,6x</b>	<b>12,6x</b>	<b>19,8x</b>	<b>8,6x</b>				
DEGUSSA AG	4,2x	13,2x		4,8x				
RHODIA SA	9,2x							
CIBA SPECIALTY CHEMICALS-REG	9,0x	14,6x	17,6x	8,8x				
CLARIANT AG-REG	5,9x	11,8x	25,9x	5,8x				
CRODA INTERNATIONAL PLC	6,5x	8,7x	11,0x	7,7x				
CHR HANSEN HOLDING-B	11,1x			13,1x				
DSM NV	6,2x	15,0x	26,9x	6,7x				
SOLVAY SA	7,2x	12,0x	13,6x	6,7x				
EMS-CHEMIE HOLDING AG-REG	8,9x	12,8x	23,9x	15,0x				

## Net TV



### Televisión digital terrestre en abierto

Fecha de Inversión:	Junio 2000
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Importe de adquisición:	115 miles de euros
<b>Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:</b>	<b>1,64%</b>
<b>Valoración a 30.06.2004 (miles de euros): 115</b>	

### Resumen de la Transacción:

En junio de 2000, Dinamia tomó una participación del 1,5% en el consorcio Net TV. Tras la salida de TF-1 del accionariado en julio de 2002, Dinamia amplió ligeramente su participación hasta el 1,64%, quedando repartido el resto del accionariado:

➤ Grupo Correo Prensa Española	27,33%
➤ Pantalla Digital (Globomedia, Telson)	26,24%
➤ Viaplus (Altadis)	18,00%
➤ Europroducciones	9,84%
➤ Radio Intereconomía	8,75%
➤ SIC	7,65%
➤ Denodo Technologies	0,55%

### Descripción de la compañía

En junio de 2000 se creó el consorcio NetTV, formado por algunos de los grupos de medios más relevantes, tanto del ámbito nacional, como europeo. Este consorcio consiguió en Noviembre de 2001 una de las dos licencias de televisión digital terrestre en abierto. Hasta la fecha, se ha ido preparando la estrategia para el lanzamiento del nuevo canal y próximamente se comenzarán a acometer las inversiones para dicho lanzamiento. El pequeño desembolso realizado por los accionistas se ha limitado a los gastos derivados del concurso para la licencia y el propio mantenimiento de la sociedad, con limitada actividad hasta la fecha.

### Valoración

Dado su carácter de start-up y el no haber comenzado aún sus operaciones, y siguiendo las directrices de la EVCA, se mantiene su valoración a coste de adquisición, esto es, una **valoración de la participación de Dinamia de 115 miles de euros.**

## Grupo Robbialac



### Fabricación y comercialización de pinturas

Fecha de Inversión:	Diciembre 1999/ Mayo 2004
Cantidad invertida:	17.820 miles de euros
Fecha cierre de contabilidad:	31 de Diciembre
<b>Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:</b>	<b>43,89%</b>
<b>Valoración a 30 de Junio de 2004 (miles de euros): 26.706</b>	

#### Resumen de la Transacción:

En Diciembre de 1999, Dinamia lideró junto a Bridgepoint Capital el MBO de esta compañía, adquiriendo el 33,46% del capital de la misma. En mayo 2004, Dinamia (con una inversión de 3.242 miles de euros) y Bridgepoint aumentaron su participación mediante la compra a Williams plc de su paquete accionarial (23,64%), resultando la participación final de Dinamia en el 43,89% actual.

El resto del accionariado se reparte de la forma siguiente:

- Fondos gestionados por Bridgepoint Capital 54,31%
- Equipo directivo 1,80%

El precio de compra implica los siguientes múltiplos de adquisición (sobre resultados de 1999):

EBITDA*	EBIT
6,0x	6,9x

\*EBITDA se define como EBIT más amortizaciones, siendo EBIT igual al beneficio de explotación. Los múltiplos de EBITDA y EBIT se calculan basándose en el "enterprise value", definido como equity value + deuda – tesorería.

#### Descripción de la compañía

El grupo Robbialac está formado por Tintas Robbialac y Duraval y dedica su actividad a la fabricación y comercialización de pinturas y barnices en Portugal y España respectivamente. Además Duraval fabrica resinas y emulsiones para su propio consumo y venta a terceros. Robbialac inició su actividad en Lisboa en 1931; en 1970 fue adquirida por el grupo alemán Hoechst, y en 1988 el grupo de sistemas y productos de seguridad británico Williams plc compró Robbialac como parte de su adquisición del grupo de pinturas decorativas Hoechst en el Reino Unido y otros países.

Robbialac es líder portugués en fabricación y comercialización de pinturas decorativas, con una cuota de mercado del 32%, y goza de gran prestigio gracias a la fortaleza de su marca. Aproximadamente el 83% de sus ventas proceden del segmento de pinturas decorativas, aunque produce además, pinturas industriales (14%) y otros productos secundarios (3%). La sociedad enfoca su negocio hacia productos de alta calidad; Robbialac fue la primera empresa portuguesa en conseguir el certificado de calidad ISO 9002, y obtuvo la certificación ISO 9001 en 1995.

La compañía basa su liderazgo en su imagen de marca y su efectiva red de distribución, que incluye unas 50 tiendas propias repartidas por el país que representan aproximadamente el 50% de las ventas. El elevado grado de productividad, su eficiente red de distribución y su posición en pinturas de gama alta, hacen de Robbialac una empresa altamente rentable en el concentrado mercado Portugués.

Duraval produce y vende pinturas decorativas e industriales, barnices y resinas y emulsiones en el mercado español. Está también especializada en el segmento de la decoración, con un 60% de sus ventas procedentes de esta actividad que vende, fundamentalmente, a través de distribuidores especializados. La compañía está posicionada en la gama media en precio, siendo una de las compañías más rentables del sector en términos porcentuales. El mercado español de pinturas está mucho más fragmentado que el portugués y por tanto ofrece posibilidades de concentración. Duraval es especialmente fuerte en Madrid, Andalucía y Galicia y posee una fábrica muy eficiente y con gran capacidad de crecimiento en Guadalajara.

## Dirección de la compañía

El equipo directivo es altamente experimentado y de elevado nivel. Está liderado por D. Carlos Pacheco, que ha sido el responsable de la excelente evolución en ventas y resultados de los últimos diez años. En enero de 2003, se incorporó a la dirección D. Iñaki Eguía como Director General de Duraval y responsable del desarrollo del grupo en España. El Sr. Eguía acumuló 15 años de experiencia en una conocida multinacional de bienes de consumo donde tuvo oportunidad de liderar con éxito la adquisición e integración de varias sociedades y cuya aportación al grupo permitirá alcanzar una mayor penetración en el mercado español, tanto por la vía del crecimiento orgánico como por la vía de adquisiciones, que se siguen estudiando activamente. Los diez ejecutivos clave de la compañía han tomado participaciones accionariales en el capital de la misma.

## Cuenta de Pérdidas y Ganancias

\*Cifras en miles de euros

	Real 30.06.2003	Real 30.06.2004	Presupuesto 30.06.2004	Auditoría 31.12.2002	Auditoría 31.12.2003	Presupuesto 31.12.2004
Ingresos de Explotación	39.572	<b>40.387</b>	42.405	82.385	79.609	86.134
EBITDA	7.779	<b>7.446</b>	8.253	18.005	16.779	17.609
EBIT	6.672	<b>6.357</b>	7.129	14.818	14.524	15.369
BAI	4.227	<b>4.061</b>	5.145	9.258	9.650	11.450
Beneficio del ejercicio	2.855	<b>2.968</b>	3.755	6.091	7.032	8.342

\* las cuentas de resultados no incluyen la amortización del fondo de comercio de consolidación

## Balance de Situación

\*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	Real 30.06.2004	Auditoría 31.12.2003	<u>PASIVO</u>	Real 30.06.2004	Auditoría 31.12.2003
Inmovilizado	<b>11.660</b>	11.978	Fondos Propios	<b>41.825</b>	40.860
Fondo de Comercio	<b>65.809</b>	67.962	Deuda y asimilados	<b>52.634</b>	52.410
Activo Circulante	<b>42.343</b>	36.572	Pasivo Circulante	<b>27.894</b>	25.890
Tesorería	<b>2.541</b>	2.649			
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>122.353</b>	119.160	<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>122.353</b>	119.160

## Evolución durante el primer semestre de 2004

El primer semestre de la compañía ha sido positivo, produciéndose una ligera recuperación del volumen de ventas en Portugal, aunque todavía no se ha visto reflejado en los resultados. Se espera que esta mejora continúe y se consolide durante este segundo semestre.

Dentro de las previsiones de mejora para el segundo semestre, se incluye una recuperación en las ventas y la rentabilidad de Duraval, sustentada en un nuevo contrato y un menor impacto del coste de materias primas. Por su parte, en Robbialac, se espera acabar el año en volúmenes superiores al año anterior, aunque con un cierto incremento en el coste de materias primas, el coste de apertura de nuevas tiendas aún no maduras y un mix de productos algo más desfavorable.

A pesar de que la economía portuguesa no acaba de reactivarse, Robbialac ha demostrado ser un negocio muy resistente a la crisis y, sobre todo, una gran generadora de caja, lo que está permitiendo aumentar el valor de la inversión de Dinamia a un ritmo satisfactorio gracias a la reducción de la deuda de adquisición.

## Valoración

Se ha realizado una valoración del Grupo Robbialac siguiendo los siguientes criterios:

- Según los múltiplos de compra de la compañía, se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 60.851 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 26.706 miles de euros.
- Comparación con múltiplos de otras empresas del sector europeas, aplicándose un descuento del 30% por iliquidez, con la que se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 72.882 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 31.986 miles de euros.

Siguiendo el primero de los métodos, se incrementa la valoración de los fondos propios del Grupo Robbialac hasta 60.851 miles de euros, lo que supone una **valoración de la participación de Dinamia de 26.706 miles de euros**.

Grupo Robbialac

cifras en miles de euros

	Ventas	EBITDA	EBIT	B° Neto	C-F	Deuda Neta
Resultados estimados a 31.12.2004	86.134	17.609	15.369	8.342	10.581	50.093

1) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPRA

-

	Ventasx	EBITDAx	EBITx	Media	Participación Dinamia
Múltiplos de compra	1,4x	6,0x	6,9x		43,89%
Valoración	71.102	56.120	55.329	60.851	26.706

2) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES

	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF	Media	Ajustado por iliquidez	Participación Dinamia
Valoración según comparables	82.152	102.295	128.552	103.471	104.118	72.882	31.986
						Descuento por iliquidez	30%
<b>Medias</b>	<b>7,5x</b>	<b>9,9x</b>	<b>15,4x</b>	<b>9,8x</b>			
CIN-CORP INDUSTRIAL DO NORTE	6,0x	8,3x	10,7x	6,4x			
SHERWIN-WILLIAMS CO/THE	8,9x	10,7x	17,5x	13,0x			
SICO INC	7,5x	9,7x	13,7x	8,9x			
BOERO BARTOLOMEO	6,4x	10,2x	21,3x	7,3x			
SP GROUP A/S							
FLUGGER A/S-B SHS	6,3x	7,6x	10,1x	8,1x			
RPM INTERNATIONAL INC	7,8x	9,8x	12,3x	8,5x			
VALSPAR CORP	11,8x	14,6x	22,4x	15,1x			
IMPERIAL CHEMICAL INDS PLC	5,4x	8,4x	10,9x				
AKZO NOBEL	5,7x	8,5x	14,0x	6,8x			

## Industrias Anayak, S.A.



### Diseño, fabricación y comercialización de máquinas-herramienta

Fecha de Inversión:	Septiembre 1999
Cantidad invertida:	7.033 miles de euros
Fecha cierre de contabilidad:	31 de Diciembre
<b>Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:</b>	<b>63,06%</b>
<b>Valoración a 30 de Junio de 2004 (miles de euros): 3.517</b>	

### Resumen de la Transacción:

En Septiembre de 1999, Dinamia lideró un MBO de esta compañía, adquiriendo el 56,87% del capital de la misma. Existía un acuerdo para adquirir un 6,19% adicional al mismo precio al que se adquirió el paquete actual y que se materializó en Diciembre del año 2000.

El resto del accionariado se reparte de la forma siguiente:

- Equipo directivo 36,94%

El precio de compra implica los siguientes múltiplos de adquisición (sobre resultados de 1.999):

EBITDA*	EBIT	B° Neto
4,4x	6,3x	7,5x

\*EBITDA se define como EBIT más amortizaciones, siendo EBIT igual al beneficio de explotación. Los múltiplos de EBITDA y EBIT se calculan basándose en el "enterprise value", definido como equity value + deuda – tesorería.

### Descripción de la compañía

Anayak se dedica al diseño, fabricación y comercialización de máquinas-herramienta de tamaño mediano-grande (fresadoras y centros de mecanizado). El tamaño de la fresadora va directamente relacionado con la complejidad de la misma: a mayor tamaño, mayor complejidad y valor añadido de la misma y, lógicamente, mayores márgenes. De hecho, las máquinas más pequeñas provenientes de Oriente han tomado una parte del mercado europeo, dedicándose a las máquinas más pequeñas y menos sofisticadas, debido a los bajos costes de los países orientales, ya que por su simplicidad son capaces de fabricar las máquinas en serie. Por ello, ahora mismo en Europa se tiende a fabricar máquinas mayores, a las que, por su complejidad, se les puede añadir mayor valor y en las que el servicio técnico es fundamental; y dado lo difícil de integrarlas en producción en serie.

Las máquinas se adaptan a las especificaciones de cada cliente e incluso las comercializadas sufren modificaciones para satisfacer las necesidades específicas de cada comprador. Las fresadoras de Anayak incluyen la tecnología más avanzada en sus cabezales, lo que le permite trabajar en cinco ejes, esto es, son capaces de producir elementos esféricos y otras formas geométricas complejas. Por otra parte, dos características esenciales diferencian a las máquinas de Anayak con respecto a los competidores: el cabezal rígido y las cinco vías (en lugar de tres) sobre las que reposa y se desliza la máquina. Estas dos características, además de garantizar una mayor durabilidad de la máquina, minimizan las vibraciones cuando la máquina está funcionando,

con lo que el riesgo de que las vibraciones afecten a la pieza que se está fresando es mucho menor, además de permitir el fresado a alta velocidad.

## Dirección de la compañía

El equipo directivo de la compañía, liderado por D. José Ignacio Sáez, es de alto nivel, muy motivado y cohesionado, con una muy dilatada experiencia en el sector de la máquina-herramienta. Todos los directivos clave de la compañía participan en el capital de la misma.

## Cuenta de Pérdidas y Ganancias

\*Cifras en miles de euros

	Real 30.06.2003	Real 30.06.2004	Presupuesto 30.06.2004	Auditoría 31.12.2002	Auditoría 31.12.2003	Presupuesto 31.12.2004
Ingresos de Explotación	8.147	<b>8.668</b>	10.187	25.996	16.554	20.039
EBITDA	(838)	<b>(716)</b>	(269)	1.564	(1.366)	(40)
EBIT	(1.270)	<b>(1.136)</b>	(683)	711	(2.226)	(793)
Beneficio antes de impuestos	(1.298)	<b>(1.207)</b>	(797)	733	(2.287)	(1.014)
Beneficio del ejercicio	(1.298)	<b>(1.207)</b>	(797)	963	(1.395)	(1.014)

## Balance de Situación

\*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	Real 30.06.2004	Auditoría 31.12.2003	<u>PASIVO</u>	Real 30.06.2004	Auditoría 31.12.2003
Inmovilizado	<b>6.160</b>	6.453	Fondos Propios	<b>7.381</b>	8.588
Activo Circulante	<b>10.680</b>	11.832	Acreedores a largo plazo	<b>2.794</b>	2.791
Tesorería	<b>691</b>	727	Deuda a corto plazo	<b>1.112</b>	731
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>17.531</b>	19.012	Pasivo Circulante	<b>6.244</b>	6.902
			<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>17.531</b>	19.012

## Evolución durante el primer semestre de 2004

Según datos de la Asociación de Fabricante de Máquinas-Herramienta (AFM), la cartera a junio de 2004 de los fabricantes españoles se situaba aproximadamente en un 70% del nivel equivalente en 2001. Esta situación se ha reflejado de forma muy parecida en Anayak.

Con la cartera de pedidos actuales, que comienza a mostrar señales de recuperación, parece razonable que se pueda estar cerca de la cifra de ventas del presupuesto. Las medidas de ajustes de costes e inversiones y la liberación de circulante permitieron un año 2003 con cash-flow libre positivo, a pesar de las pérdidas. La situación financiera de la compañía sigue, por tanto, siendo sólida, habiéndose conseguido además traspasar la mayor parte del endeudamiento a largo plazo.

En esta situación, con poca presión del endeudamiento, una cartera de pedidos con los primeros signos de recuperación y una cartera de productos renovada tecnológicamente gracias a los esfuerzos en I+D, la compañía esta lista para una próxima recuperación de la demanda.

## Valoración

Dada la aún incierta situación de mercado y la fuerte caída en ventas y resultados de la compañía, se mantiene la valoración realizada a 31 de Diciembre de 2002, en la que se provisionó el 50% de la valoración de la compañía hasta los 5.557 miles de euros, con lo que **la participación de Dinamia queda valorada en 3.517 miles de euros.**

## Arco Bodegas Unidas



### Bodegas de vino

Fecha de Inversión:	Marzo 1999
Cantidad inicial invertida:	5.457 miles de euros
Ampliación de Capital Marzo 2001	12.020 miles de euros
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
<b>Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:</b>	<b>8,68%</b>
<b>Valoración a 30 de Junio de 2004 (miles de euros): 18.040</b>	

### Resumen de la Transacción:

En Marzo de 1999 Arco Bodegas Unidas (antiguo Grupo Berberana) reorganizó su accionariado con la compra a NH Hoteles (antigua Cofir) del 56% de su capital por parte de diversos socios, entre los que se encontraba Dinamia. En Marzo de 2000 se acometió una ampliación de € 30m, de los que Dinamia suscribió € 12m, con lo que su participación en el capital de la compañía se elevó hasta el 8%. El resto del accionariado, ajustado por autocartera, queda repartido como sigue:

- Corporación Financiera Arco 63,75%
- Otros 27,57%

El precio inicial de adquisición supone unos múltiplos de entrada (sobre los resultados de 1999):

EBITDA*	EBIT	Bº Neto
10,9x	12,3x	16,0x

\*EBITDA se define como EBIT más amortizaciones, siendo EBIT igual al beneficio de explotación. Los múltiplos de EBITDA y EBIT se calculan basándose en el "enterprise value", definido como equity value + deuda – tesorería.

### Descripción de la compañía

Arco es un grupo bodeguero independiente líder en vinos de calidad y está formado por Bodegas Berberana, Marqués de Griñón, Cavas Marqués de Monistrol, Bodegas Lagunilla, y Bodegas Hispano Argentinas; adicionalmente elabora y comercializa Vinos Mediterráneos y otros Vinos de la Tierra. Sus principales competidores son Freixenet, Codorníu, Bodegas y Bebidas, y otras muchas bodegas de mucho menor tamaño.

La compañía centra su estrategia fundamentalmente en fortalecer el desarrollo internacional, ofrecer una gama de productos basada en la calidad, diversificar el negocio hacia la producción de vinos fuera de La Rioja y asegurarse el suministro de la uva, así como potenciar las actividades de venta directa y e-commerce.

## Dirección de la compañía

El equipo directivo, liderado por D. Víctor Redondo y que ostenta un porcentaje significativo del capital de la compañía, cuenta con gran experiencia en el sector y motivación (dada su involucración en el capital de la compañía).

## Cuenta de Pérdidas y Ganancias

\*Cifras en miles de euros

	Real 30.06.2003	Real 30.06.2004	Auditoría 31.12.2002	Auditoría 31.12.2003	Presupuesto 31.12.2004
Ingresos de Explotación	68.908	<b>83.546</b>	189.237	197.780	199.596
EBITDA	5.457	<b>6.779</b>	20.023	19.438	20.051
EBIT	3.811	<b>5.058</b>	16.890	16.133	16.132
Beneficio antes de impuestos	3.433	<b>7.694</b>	13.171	15.807	14.608
Beneficio del ejercicio	3.185	<b>5.001</b>	10.918	12.871	11.195

## Balance de Situación

\*Cifras en miles de euros

ACTIVO	Real	Auditoría	PASIVO	Real	Real
	30.06.2004	31.12.2003		30.06.2004	31.12.2003
Inmovilizado	<b>71.015</b>	60.172	F. Propios	<b>101.248</b>	101.354
Activo Circulante	<b>107.900</b>	111.165	Socios Externos	<b>10.186</b>	10.120
Tesorería	<b>27.536</b>	2.209	Deuda a largo plazo	<b>34.360</b>	11.952
TOTAL ACTIVO	<b>206.451</b>	173.546	Deuda a corto plazo	<b>16.487</b>	14.328
			Pasivo Circulante	<b>44.170</b>	35.792
			TOTAL PASIVO	<b>206.451</b>	173.546

## Evolución durante el primer semestre de 2004

El primer semestre de 2004 ha sido muy favorable, la compañía ha aumentado sus ingresos un 21% y el EBITDA en casi un 50% en comparación al primer semestre del año anterior gracias a un importante esfuerzo comercial y a un mercado en recuperación.

Los márgenes también han mejorado sensiblemente debido al incremento del precio de ingreso unitario por la continuada mejora del mix y a la recuperación de los precios. Con todo esto, el margen unitario ha pasado de 0.68 eur./botella a 0.77 eur./botella.

El equipo directivo está confiado en lograr el presupuesto de final de año.

## Valoración

Se ha realizado una valoración de Arco siguiendo los siguientes criterios:

- Según los múltiplos de compra de la compañía, se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 202.828 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 17.608 miles de euros.
- Comparación con múltiplos de otras empresas del sector europeas, aplicándose un descuento del 30% por iliquidez, con la que se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 202.452 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 17.576 miles de euros.

Los dos métodos utilizados arrojan valoraciones cercanas a la valoración del informe anterior, en la que se mantuvo la valoración de la compañía en el momento de la adquisición, ajustando la participación inicial a la valoración aplicada para la ampliación de capital de Marzo de 2000, **quedando la participación de Dinamia valorada en 18.040 miles de euros**. Este aspecto se justifica, además, por la situación de liderazgo de la compañía, como grupo bodeguero independiente más grande del país y uno de los mayores del mundo, junto con los altos múltiplos pagados en las últimas transacciones en el sector.

**Arco Bodegas Unidas, S.A.**

*cifras en miles de euros*

	Ventas	EBITDA	EBIT	B° Neto	C-F	Deuda Neta
Resultados estimados a 31.12.2004	199.596	20.051	16.132	11.195	15.113	(5.654)

**1) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPRA**

	EBITDAx	EBITx	P/E	P/CF	Media	Participación Dinamia
Múltiplos de compra	10,9x	12,3x	16,0x	13,5x		8,68%
Valoración	223.708	204.615	179.229	203.761	202.828	17.608

**2) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES**

	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF	Media	Ajustado por iliquidez	Participación Dinamia
Valoración según comparables	296.390	338.481	273.747	248.252	289.218	202.452	17.576
						Descuento por iliquidez	30%
<b>Medias</b>	<b>14,5x</b>	<b>20,6x</b>	<b>24,5x</b>	<b>16,4x</b>			
BARON DE LEY	7,9x	10,5x	11,7x	8,5x			
BELVEDERE SA	15,1x	18,9x	14,6x	11,6x			
BROWN-FORMAN CORP -CL A	13,1x	14,8x	22,1x	18,3x			
BODEGAS RIOJANAS SA	20,9x	31,8x	46,1x	22,1x			
VINA CONCHA Y TORO S.A.	14,3x	18,2x	19,1x	14,5x			
CIA VINICOLA DEL NORTE DE ES	12,8x	19,3x	16,6x	10,9x			
PETER LEHMANN WINES LIMITED	16,0x	18,8x	24,8x	19,3x			
ROBERT MONDAVI CORP-CL A	12,5x	18,6x	23,3x	11,8x			
VINA SAN PEDRO S.A.	21,4x	34,7x	44,2x	22,6x			
CHALONE WINE GROUP LTD (THE)	14,6x	30,5x		15,5x			
SOUTHCORP LIMITED	14,2x	18,4x		25,2x			
VINCOR INTERNATIONAL INC	11,2x	13,2x	22,1x	17,0x			

## Capital Safety Group



CAPITAL SAFETY GROUP LIMITED

### Fabricación de equipos de seguridad para el trabajo

Fecha de Inversión:	Enero 1999
Cantidad invertida:	5.836 miles de euros (incluye crédito a la participada)
Fecha cierre de contabilidad:	31 Marzo
<b>Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:</b>	<b>7,37%</b>
<b>Valoración a 30 de Junio de 2004 (miles de euros): 8.808</b> (incluye el crédito a la participada)	

#### Resumen de la Transacción:

En Enero de 1999 Dinamia materializó, junto a fondos gestionados por Electra, el MBO de Capital Safety Group. El valor total de la transacción fue de £96,7m (unos €140m). El resto del accionariado se reparte de la forma siguiente:

- Fondos gestionados por Electra y otros 81,6%
- Directivos 11,0%

El precio de la transacción supone unos múltiplos de compra (sobre cifras a 31.03.1999):

EBITDA*	EBIT
8,3x	9,0x

\*EBITDA se define como EBIT más amortizaciones, siendo EBIT igual al beneficio de explotación. Los múltiplos de EBITDA y EBIT se calculan basándose en el "enterprise value", definido como equity value + deuda – tesorería.

#### Descripción de la compañía

CSG es líder mundial en la fabricación y venta de equipos de seguridad para evitar los accidentes laborales. CSG comercializa una amplia gama de productos orientados a la seguridad personal del trabajador: arneses, cinturones, acolladores, mallas, y otros diseños que incluyen sistemas de seguridad a medida. Dentro de su estrategia está el desarrollo de nuevos productos mediante iniciativa propia o mediante la adquisición de compañías del sector sobre todo en países europeos (Suecia, Alemania, Suiza).

La compañía ostenta el liderato mundial, con un 27% de cuota de mercado; en Estados Unidos controla un 34% del mercado (donde la producción representa un 70% de los beneficios) y en Europa un 24% (operando más activamente en Francia y Gran Bretaña). CGS comercializa bajo dos marcas: Sala y Protecta. Sus principales competidores son Christian Dalloz y MSA con unas cuotas del 15 y 14 por ciento respectivamente.

#### Dirección de la compañía

El equipo directivo, que ostenta el 10% del capital de la compañía, fue una de las razones fundamentales para llevar a cabo este MBO, dada su experiencia, motivación e

involucración en el capital de la compañía y la excelente evolución de los resultados de la compañía en los últimos años. Todo ello ha convertido a CSG en el líder de su mercado.

## Cuenta de Pérdidas y Ganancias

*Cifras en miles de euros	3 meses	3 meses	3 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
	Real	Real	Presupuesto	Auditoría	Auditoría	Auditoría	Presupuesto
	30.06.2003	30.06.2004	30.06.2004	31.03.2002	31.03.2003	31.03.2004	31.03.2005
Ingresos de Explotación	25.333	<b>25.299</b>	25.931	105.864	99.527	102.524	109.524
EBITDA	4.810	<b>4.693</b>	4.389	19.736	18.209	19.697	20.420
EBIT	4.407	<b>4.337</b>	4.010	18.108	16.596	18.104	18.746
BAI	2.278	<b>2.798</b>	2.363	8.245	8.456	11.362	12.262
Beneficio del ejercicio	1.412	<b>1.522</b>	1.154	6.754	5.254	7.187	6.889

## Balance de Situación

\*Cifras en miles de euros

ACTIVO	Real	Auditoría	PASIVO	Real	Auditoría
	30.06.2004	31.03.2004		30.06.2004	31.03.2004
Inmovilizado	<b>28.168</b>	29.093	Fondos Propios	<b>80.695</b>	79.751
F. de Comercio	<b>123.870</b>	123.870	Crédito Accionistas	<b>51.836</b>	50.943
Activo Circulante	<b>36.139</b>	36.201	Acreedores a largo plazo	<b>36.997</b>	39.423
Tesorería	<b>2.687</b>	3.618	Deuda a corto plazo	<b>18</b>	21
TOTAL ACTIVO	<b>190.864</b>	192.783	Pasivo Circulante	<b>21.318</b>	22.645
			TOTAL PASIVO	<b>190.864</b>	192.783

## Descripción del mercado

El mercado de equipos de seguridad en el mundo se estima en más de US\$400m, con un crecimiento anual acumulativo de alrededor del 15%. Sus mayores clientes son las compañías constructoras (nueva edificación y rehabilitación) -que representan aproximadamente un 25-30% del negocio-, compañías petrolíferas, empresas de telecomunicaciones, compañías eléctricas, etc. La mayor severidad de las nuevas regulaciones de los gobiernos para evitar accidentes laborales está creando nuevas necesidades. Se espera un crecimiento importante en el sur de Europa según se vayan recrudesciendo dichas regulaciones y vaya existiendo una mayor concienciación por parte del trabajador de su propia seguridad.

## Evolución durante el primer semestre de 2004

El importante esfuerzo de reestructuración (con un coste de £ 3m) que acometió la compañía el pasado año, con el cierre de dos plantas y una reorganización comercial de su negocio en USA, está dando sus frutos durante el presente ejercicio. A pesar de que la situación del mercado no ha mejorado sustancialmente, CSG está ganando cuota de mercado a sus competidores.

Con sólo tres meses del presente ejercicio, ya se está superando el presupuesto y la cartera de pedidos sugiere que el mismo sea superado.

## Valoración

Se ha realizado una valoración de CSG siguiendo los siguientes criterios:

- Según los múltiplos de compra de la compañía, se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 84.510 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 6.232 miles de euros.
- Comparación con múltiplos de otras empresas del sector europeas, aplicándose un descuento del 30% por iliquidez, con la que se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 62.292 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 4.594 miles de euros.

Siguiendo el segundo de los métodos, se incrementa la valoración de los fondos propios de Capital Safety Group hasta 62.292 miles de euros, lo que supone una **valoración de la participación de Dinamia de 4.594 miles de euros**, a los que hay que añadir los 4.214 miles de euros del crédito a la participada.

Capital Safety Group

cifras en miles de euros

	Ventas	EBITDA	EBIT	B° Neto	C-F	Deuda Neta
Resultados a 31.03.2004	102.524	19.697	18.104	7.187	8.781	78.794

1) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPRA

	EBITDAx	EBITx	Media	Participación Dinamia
Múltiplos de compra	8,3x	9,0x		7,37%
Valoración	85.008	84.012	84.510	6.232

2) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES

	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF	Media	Ajustado por iliquidez	Participación Dinamia	7,37%
Valoración según comparables	65.502	104.294	108.937	77.219	88.988	62.292	4.594	
						Descuento por iliquidez		30%
<b>Medias</b>	<b>7,3x</b>	<b>10,1x</b>	<b>15,2x</b>	<b>8,8x</b>				
NOVAR PLC	5,9x	11,4x						
WMH WALTER MEIER AG-REG A	7,6x			12,0x				
KONE OYJ-B SHS	7,2x	10,9x	14,6x	8,2x				
CARDO AB	8,5x		18,3x	9,6x				
UPONOR OYJ	9,8x			11,4x				
TARKETT AG	5,0x	9,3x	12,0x	4,0x				
ULTRAFRAME PLC	3,5x	4,3x	6,4x	4,7x				
DECEUNINCK	7,8x	12,5x	20,1x	9,1x				
SIG PLC	7,1x	9,7x	14,3x	8,8x				
WIENERBERGER AG	8,9x		19,2x	7,8x				
LATCHWAYS PLC	9,4x	11,0x	16,4x	13,0x				
BACOU DALLOZ	7,3x	11,7x		8,1x				

## Deutsche Woolworth



### Cadena de grandes almacenes en Alemania y Austria

#### Deutsche Woolworth:

Fecha de Inversión:	Diciembre 1998
Cantidad invertida:	4.309 miles de euros
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
<b>Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:</b>	<b>6,61%</b>
➤ DWW Deutsche Woolworth Holdings GmbH	6,52%
➤ DWW Beteteiligungs GMBH	7,35%
<b>Valoración a 30 de Junio de 2004 (miles de euros):</b>	<b>-</b>

#### Forthpanel Limited:

Fecha de Inversión:	Mayo 2003
Cantidad invertida:	1.000 miles de euros
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
<b>Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:</b>	<b>5%</b>
<b>Valoración a 30 de Junio de 2004 (miles de euros):</b>	<b>1.000</b>

#### **Resumen de la Transacción:**

Dinamia adquirió en Diciembre de 1998 una participación del 5% de Deutsche Woolworth, proveniente de la operación de MBO liderada por Electra, a través de dos sociedades patrimoniales instrumentales: DWW Deutsche Woolworth Holdings GmbH y DWW Beteteiligungs GmbH. El resto del accionariado se reparte de la forma siguiente:

- Fondos gestionados por Electra y otros 82,9%
- Directivos y autocartera 10,5%

El precio total de compra ascendió a €562m:

millones	€
Equity	20,8
Shareholders' Loan	55,9
Deuda Bancaria	485,7
<b>TOTAL</b>	<b>562,4</b>

El precio de compra supone unos múltiplos de adquisición de: (sobre cifras de 1.998)

EBITDA*	EBIT
7,41x	12,20x

\*EBITDA se define como EBIT más amortizaciones, siendo EBIT igual al beneficio de explotación. Los múltiplos de EBITDA y EBIT se calculan basándose en el "enterprise value", definido como equity value + deuda – tesorería.

En Mayo de 2003, Dinamia invirtió € 1 millón en la compañía Forthpanel Ltd., obteniendo un 5% del capital de la misma.

Esta operación se engloba dentro del plan de relanzamiento de la participada Deutsche Woolworth, que comenzó el pasado año con la sustitución del equipo directivo, un reenfoque estratégico de su negocio y una reestructuración accionarial que implica la salida sin coste de los accionistas de la compañía que no compartían la visión estratégica del nuevo equipo directivo y del resto de accionistas. Forthpanel Ltd. ha adquirido ciertos activos inmobiliarios de Deutsche Woolworth por un importe de € 19 millones, con objeto de dotar de mayores recursos a la compañía y, a la vez, asegurar la inversión de los accionistas de Forthpanel con la propiedad de dichos activos, realquilados a Deutsche Woolworth. Como resultado de esta operación, y sin coste adicional, Dinamia ha aumentado su participación en Deutsche Woolworth hasta el 6,61%, frente al 5,00% que poseía anteriormente. Adicionalmente, la reestructuración accionarial establece un retorno preferente en caso de venta de Deutsche Woolworth de 4 veces la inversión realizada por los inversores en Forthpanel. El resto del accionariado de Forthpanel está formado por Electra, con un 92% y otros dos inversores privados, con un 3%.

### Descripción de la compañía

El grupo alemán Woolworth, está formado por una cadena de unos 350 grandes almacenes, enfocados a un segmento de población de clase media, con unos niveles de precio bajo. Los establecimientos están ubicados principalmente en Alemania, y parte en Austria.

El grupo tiene un importante patrimonio inmobiliario ya que, en el momento de la adquisición 118 de los 357 establecimientos eran propiedad del grupo, y estaban valorados en Eur614m. Dicho patrimonio ha servido de soporte para el apalancamiento al que se ha sometido el grupo en la adquisición.

El grupo Woolworth se encuentra en la fase final de un proceso de reestructuración, iniciado en 1997, en el que se ha mejorado el rendimiento del grupo en un escenario de constricción de la demanda.

### Dirección de la compañía

Tras el retraso en la reestructuración de la compañía, se decidió durante el año 2001 la sustitución del equipo directivo anterior. Dicho equipo fue sustituido por un grupo gestor de probado éxito en anteriores procesos de reestructuración (Puma, Escada, Bally). Los principales ejecutivos actuales son Hans Woitschätske (Chairman) Bernd Szymanski (Managing Director) y Jörg Ulmschneider (Retail Director).

### Cuenta de Pérdidas y Ganancias

\*Cifras en miles de euros

	Real 30.06.2003	Real 30.06.2004	Presupuesto 30.06.2004	Auditoría 31.12.2002	Auditoría 31.12.2003	Presupuesto 31.12.2004	Previsión 31.12.2004
Ingresos de Explotación	423.739	<b>414.769</b>	428.021	940.099	938.475	935.017	902.934
EBITDA	(2.898)	<b>(4.530)</b>	(1.998)	2.299	9.799	17.831	13.954
EBIT	(11.425)	<b>(13.474)</b>	(11.040)	(16.302)	(9.106)	(1.384)	(4.642)
BAI	(10.533)	<b>(19.647)</b>	(16.346)	5.765	(3.882)	(10.892)	(13.070)
Beneficio del ejercicio	(10.644)	<b>(19.726)</b>	(16.452)	4.705	(4.594)	(11.429)	(13.602)

## Balance de Situación

\*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	Real	Auditoría	<u>PASIVO</u>	Real	Auditoría
	30.06.2004	31.12.2003		30.06.2004	31.12.2003
Acciones propias	733	733	Fondos Propios	38.139	57.852
Inmovilizado	321.276	349.895	Socios Externos	(24)	(24)
Activo Circulante	126.261	138.967	Fondo de Pensiones	165.445	163.841
Tesorería	55.876	89.221	Deuda bancaria	155.203	170.052
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>504.145</b>	<b>578.816</b>	<b>Pasivo Circulante</b>	<b>145.382</b>	<b>187.095</b>
			<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>504.145</b>	<b>578.816</b>

## Evolución durante el primer semestre de 2004

El mercado de comercio al por menor en Alemania no está siendo favorable para la compañía; durante el primer semestre ha caído un 5%, con alimentación teniendo el mejor comportamiento (repitiendo niveles del año anterior), llevándose el textil la peor parte con caídas del 10%.

En esta situación, el presupuesto no va a ser alcanzable, principalmente a nivel de ventas consolidadas. Las ventas comparables se estima que caigan alrededor del 3% con respecto al año anterior. El resultado, sin embargo, será mejor que el del año anterior en unos 4,5 millones de euros, gracias a una mejora en el margen bruto de casi dos puntos, fruto fundamentalmente de la mejora en la oferta de productos, que permite reducir significativamente la cantidad de mercancía a saldar a márgenes reducidos, y a un ahorro en gastos de unos 11 millones de euros. Por otra parte, la apertura de tiendas aún no maduras durante el ejercicio ha supuesto un aumento en ventas pero una reducción en márgenes.

## Valoración

Dados los resultados aún negativos de la compañía, junto con las inciertas perspectivas de la economía alemana, se mantiene la provisión por la totalidad de la participación de Dinamia en Woolworth, en tanto no se haga patente una clara recuperación de la compañía.

**Marie Claire, S.A.**

**MARIE CLAIRE**

**Fabricación y comercialización de medias, calcetines, lencería y ropa de baño.**

Fecha de Inversión:	Julio 1998
Cantidad invertida:	4.820 miles de euros
Fecha cierre de contabilidad:	31 Marzo
<b>Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:</b>	<b>25,06%</b>
<b>Valoración a 30 de Junio de 2004: 4.820</b>	

**Resumen de la Transacción:**

Dinamia adquirió en Julio de 1998 el 25,06% del Grupo Aznar a Hartstone Plc, ascendiendo el precio total de compra a €38,4m. Esta adquisición se realizó a través de una compañía de nueva creación que actúa a modo de holding y en la que se inyectaron €40,3 (€19,2m por los accionistas y €21,0m de deuda bancaria). El resto del accionariado se reparte de la forma siguiente:

- Fondos gestionados por Bridgepoint Capital 25,06%
- Espiga 16,88%
- Calpe Invest 33,00%

El precio de adquisición representa unos múltiplos, sobre cifras a 31.03.1998, de:

EBITDA*	EBIT
4,2x	6,0x

\*EBITDA se define como EBIT más amortizaciones, siendo EBIT igual al beneficio de explotación. Los múltiplos de EBITDA y EBIT se calculan basándose en el "enterprise value", definido como equity value + deuda – tesorería.

**Descripción de la compañía**

El grupo Aznar (anterior nombre de Marie Claire) se fundó en 1907 por la familia Aznar en Villafranca del Cid (Castellon). Tiene como actividades fundamentales la fabricación de medias, calcetería de señora y caballero y en los últimos años ha ido adquiriendo una posición relevante en negocios de ropa interior de señora y caballero, lencería, y baño.

Desde el 1 de Abril de 2003 (primer día del ejercicio fiscal) Marie Claire S.A. opera como una única compañía después de producirse la fusión por absorción en Marie Claire S.A. de las actividades realizadas por las compañías que conformaban antiguamente el grupo y que fueron adquiridas a Hartstone Plc en 1998. Hartstone Plc, a su vez, había adquirido el 100% del capital de la compañía a la familia Aznar en 1992.

**Dirección de la compañía**

Como consecuencia de la fusión comentada en el párrafo anterior que buscaba fundamentalmente una simplificación administrativa y de procesos, se puso de manifiesto igualmente la necesidad de contar con una dirección única que permitiera una mejor coordinación de todas las áreas de negocio del grupo y que permitiera hacer frente de una

manera más eficiente a los nuevos retos derivados del desarme arancelario que se producirá en Enero de 2005. A este fin el Consejo de Administración de la compañía decidió la contratación de D. Joan Jubert, profesional reconocido y de amplia trayectoria en el sector.

## Cuenta de Pérdidas y Ganancias

\*Cifras en miles de euros

	3 meses Real 30.06.2003	<b>3 meses Real 30.06.2004</b>	3 meses Presupuesto 30.06.2004	12 meses Auditoría 31.03.2003	<b>12 meses Auditoría 31.03.2004</b>	12 meses Presupuesto 31.03.2005
Ingresos de Explotación	18.546	<b>17.620</b>	19.566	88.066	<b>86.254</b>	90.979
EBITDA	1.547	<b>1.315</b>	1.656	8.755	<b>8.278</b>	9.045
EBIT	716	<b>453</b>	960	5.495	<b>4.889</b>	5.647
BAI	483	<b>300</b>	803	4.211	<b>4.141</b>	n.d.
Beneficio del ejercicio	507	<b>264</b>	821	2.786	<b>2.690</b>	n.d.

## Balance de Situación

\*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	<u>Real</u> <u>30.06.2004</u>	<u>Auditoría</u> <u>31.03.2004</u>	<u>PASIVO</u>	<u>Real</u> <u>30.06.2004</u>	<u>Auditoría</u> <u>31.03.2004</u>
Inmovilizado	<b>16.376</b>	16.755	F. Propios	<b>33.421</b>	34.112
Activo Circulante	<b>51.135</b>	51.449	Crédito Accionistas	<b>0</b>	0
Tesorería	<b>1.511</b>	1.777	Deuda a largo plazo	<b>8.636</b>	8.186
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>69.022</b>	69.980	Deuda a corto plazo	<b>9.731</b>	11.048
			Pasivo circulante	<b>17.234</b>	16.634
			<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>69.022</b>	69.980

## Descripción del mercado

Marie Claire opera en el mercado de medias, en el de calcetines y en algunos segmentos del mercado de confección, en donde la marca, el diseño y la capacidad de servicio permite seguir estrategias de mayor valor añadido. Marie Claire basa su potencial en la fortaleza de sus marcas, de su red de distribución que llega a todos los canales presentes en España, en su capacidad de servicio y en su fuerte potencia industrial que le permite ser competitivo frente a otros fabricantes fundamentalmente europeos.

Marie Claire opera con las marcas Marie Claire y Cherie en productos destinados a la mujer y con Kler y Onne para los productos masculinos. Es igualmente licenciataria de marcas tan prestigiosas como Agatha Ruiz de la Prada, Kukuxumuxu, Purificación García y Disney.

En cuanto a la situación del mercado, Marie Claire sigue manteniendo su liderazgo en el mercado español de medias, mercado al igual que el mundial tremendamente maduro y en donde existe una fuerte competencia en todos los órdenes. Durante este ejercicio se ha producido el cierre industrial del último competidor nacional de relevancia en el mercado, quedando el mercado español como un mercado que Marie Claire lidera compitiendo contra los grandes productores europeos, básicamente italianos. De hecho Marie Claire con sus diferentes marcas sigue incrementando sus cuotas de participación y además empieza a ganar cada vez más peso su actividad internacional que se concentra en los mercados de la Unión Europea. Para dar una idea de la relevancia de la actividad exterior de Marie Claire en este producto baste decir que durante el ejercicio anterior el 45% de las unidades vendidas de medias han sido fuera de España, principalmente en la UE.

El mercado nacional de calcetines, muestra ya también claramente signos de madurez, y aquí Kler ocupa el segundo lugar en cuanto a cuota de mercado. El mercado es tremendamente fragmentado en cuanto a número de competidores lo que tiene que originar una posibilidad de crecimiento basada en la concentración, al menos en el producto de marca.

En el mercado de confección (bañadores, ropa interior masculina y femenina etc) la compañía sigue una estrategia diferente a la de los mercados anteriores. Aquí el acento se pone en la moda y en el diseño, tratando de explotar nichos muy determinados y creciendo mediante la introducción de nuevas gamas de producto basadas en una relación diseño, calidad y precio muy adecuado y todo ello al amparo de las marcas de la compañía.

## **Evolución durante el primer semestre de 2004**

Como se exponía en el anterior Informe de Valoración, el ejercicio 2003/04 se cerró con las mismas tendencias que se venían apuntando, esto es, madurez y estabilidad en los negocios de medias y calcetines y alta volatilidad en el negocio de confección, afectado por la fuerte presión a la que se ven sometidos los canales de ventas tradicionales y especialmente por un cambio en el modelo de distribución de los productos licenciados que ha significado ciertos decrecimientos en estas líneas.

En cuanto al ejercicio 2004 del que sólo ha transcurrido un trimestre y que es poco significativo, se presenta como un ejercicio de transición ya que el efecto de la incorporación del nuevo equipo directivo no empezará a surtir efecto hasta el ejercicio 05/06 debido al decalaje de la compañía.

A pesar de que se ha presentado un presupuesto agresivo en crecimientos, se espera continuar con las tendencias de años anteriores aunque por primera vez en varios años se espera que crezcan las ventas de medias.

El año estará afectado de nuevo por una evolución negativa de algunas líneas de confección que son volátiles y que habrá que desarrollarlas. Se producirán cambios sustanciales para el futuro con la puesta en marcha del nuevo sistema informático que ha sido arrancado con éxito y gracias al nuevo sistema logístico que estará operativo en el trimestre Enero-Marzo 05.

## **Valoración**

Se ha realizado una valoración de Marie Claire siguiendo los siguientes criterios:

- Según los múltiplos de compra de la compañía, se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 19.500 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 4.887 miles de euros.
- Comparación con múltiplos de otras empresas del sector europeas, aplicándose un descuento del 30% por iliquidez, con la que se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 28.647 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 7.180 miles de euros.

Dado que el primero de los criterios arroja una valoración similar al coste de adquisición, se reduce la valoración de Marie Claire hasta aquél, esto es, una valoración de la **participación de Dinamia de 4.820 miles de euros.**

Marie Claire, S.A.

cifras en miles de euros

	Ventas	EBITDA	EBIT	B <sup>o</sup> Neto	C-F	Deuda Neta
Resultados a 31.03.2004	86.254	8.278	4.889	2.690	6.078	16.855

1) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPRA

-

	Ventasx	EBITDAx	EBITx	Media	Participación Dinamia
Múltiplos de compra	0,5x	4,2x	6,0x		25,06%
Valoración	28.609	17.554	12.338	19.500	4.887

2) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES

	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF	Media	Ajustado por iliquidez	Participación Dinamia	25,06%
Valoración según comparables	38.058	26.150	37.127	62.363	40.924	28.647	7.180	
						Descuento por iliquidez		30%
<b>Medias</b>	<b>6,6x</b>	<b>8,8x</b>	<b>13,8x</b>	<b>10,3x</b>				
STEFANEL SPA	7,2x			3,2x				
KINDY				12,5x				
WOLFORD AG				17,3x				
CSP INTL INDUSTRIA CALZE SPA								
IC COMPANYS A/S	5,6x	10,8x		6,8x				
SLIMMA PLC	6,4x	8,5x		12,4x				
VILENZO INTERNATIONAL NV								
BIG STAR HOLDING AG								
ALEXON GROUP PLC	5,7x	7,2x	9,8x	7,2x				
GERRY WEBER INTL AG	7,2x	9,1x	18,7x	11,3x				
VAN DE VELDE NV	7,7x	8,5x	12,9x	11,4x				

## Anexo

### Revisión de la valoración realizada por el gestor

**Dinamia Capital Privado  
Sociedad de Capital Riesgo, S.A.**

Revisión de la valoración de la cartera  
de inversiones en participaciones de  
empresas no cotizadas a 30 de junio de  
2004 realizada por el Gestor

KPMG Corporate Finance  
*Este informe contiene 5 páginas*  
*Este informe contiene 1 anexo*  
Ref.: 04s29nrm1.doc



## Corporate Finance

Edificio Torre Europa  
Paseo de la Castellana, 95  
28046 Madrid

A los Administradores de  
Dinamia Capital Privado,  
Sociedad de Capital Riesgo, S.A.

De acuerdo con las instrucciones de la carta de fecha 16 de septiembre de 2004 enviada por Nmás1 Capital Privado Sociedad Gestora de Entidades de Capital Riesgo, S.A. (en adelante el Gestor) y nuestra propuesta de servicios profesionales de fecha 7 de febrero de 2004, hemos llevado a cabo los trabajos que a continuación se describen en relación con la revisión de la valoración de la cartera de inversiones en sociedades no cotizadas de Dinamia Capital Privado, Sociedad de Capital Riesgo, S.A. (en adelante Dinamia o la Sociedad) a 30 de junio de 2004, realizada por el Gestor.

# 1 Antecedentes

Según hemos sido informados, la cartera de inversiones de Dinamia en sociedades no cotizadas a 30 de junio de 2004 está integrada por las siguientes participaciones accionariales y créditos:

Participaciones accionariales	Porcentaje de participación
Marie Claire, S.A.	25,06%
DWW Deutsche Woolworth Holdings GmbH (Grupo Deutsche Woolworth)	6,52%
DWW Beteiligungs GmbH (Grupo Deutsche Woolworth)	7,35%
Forthpanel Limited	5,00%
Capital Safety Group Limited	7,37%
Arco Bodegas Unidas, S.A.	8,68%
Industrias Anayak, S.A.	63,06%
Nova Robbialac Industria Ibérica de Tintas, S.A. (Grupo Robbialac)	43,89%
Sociedad Gestora de Televisión, NetTV, S.A.	1,64%
Unión Derivan, S.A. (Grupo Undesa)	48,63%
Educa Borrás, S.A.	38,44%
Ydilo Advanced Solutions, S.A.	6,52%
High Tech Hotels & Resorts, S.A.	44,02%
General Alquiler de Maquinarias, S.L.	40,32%
Grupo Segur Ibérica	18,10%



<b>Créditos</b>	<b>Principal (miles de euros)</b>
Capital Safety Group Limited	3.258

De acuerdo con el contrato de gestión suscrito entre la Sociedad y el Gestor el 29 de junio de 2000, el Gestor está obligado a realizar, sin perjuicio de la valoración correspondiente conforme a los principios contables generalmente aceptados, una valoración del activo de la Sociedad. De acuerdo con el mencionado contrato, los procedimientos a seguir son los siguientes:

- El Gestor preparará una valoración trimestral del activo de la Sociedad que será aprobada, en su caso, por el Consejo de Administración de Dinamia.
- El experto independiente que el Gestor proponga y que designe el Consejo de Administración de la Sociedad revisará o examinará, semestral y anualmente que, en términos generales, la valoración del activo de la Sociedad, integrado por participaciones accionariales y créditos participativos u otros créditos en Sociedades no cotizadas, que prepara el Gestor con carácter previo a la aprobación de la misma por el Consejo de Administración, se ha preparado de acuerdo con los criterios que se recogen en el anexo al contrato de gestión.
- Las participaciones de la cartera de la Sociedad se valorarán de acuerdo con criterios y convenciones que gocen de generalizado reconocimiento en la práctica internacional en relación con empresas cuyo objeto de actividad sea equivalente al de Dinamia.

El anexo al mencionado contrato de gestión recoge una descripción de los criterios a utilizar por el Gestor, los cuales están basados, fundamentalmente, en los propuestos por la European Venture Capital Association (EVCA).

De acuerdo con el contrato mencionado anteriormente y la carta de fecha 16 de septiembre de 2004 enviada por el Gestor, los criterios empleados por el mismo en la valoración de la cartera de inversiones en participaciones de empresas no cotizadas a 30 de junio de 2004 se resumen a continuación:

- Valoración según múltiplos de compañías cotizadas comparables, aplicando descuentos por iliquidez y, en la medida en que se dispongan de datos fiables, utilizando también múltiplos de operaciones de compra de compañías comparables.
- Valoración aplicando los múltiplos de adquisición originales por parte de Dinamia a los últimos resultados de las compañías.
- Para las compañías con menos de un año de permanencia en cartera, se mantiene como valor el del coste de adquisición.

- Los créditos concedidos se valorarán considerando su valor nominal incorporando los intereses devengados y pendientes de cobro a la fecha de valoración.

Estos criterios generales han sido ajustados por el Gestor en la valoración de alguna de las compañías cuando por sus características particulares o por la naturaleza de los datos utilizados, la no realización de los mencionados ajustes podría introducir distorsiones importantes en las valoraciones.

## 2 Objetivos de nuestro trabajo

El objetivo de nuestro trabajo ha consistido en revisar que la valoración a 30 de junio de 2004 de la cartera de inversiones de Dinamia en sociedades no cotizadas preparada por el Gestor, ha sido preparada de acuerdo con los criterios que se describen en la carta de fecha 16 de septiembre de 2004 que se incluye en el anexo a este informe, los cuales se basan, fundamentalmente, en los criterios de EVCA.

A este respecto, debemos mencionar que toda valoración lleva implícitos, además de factores objetivos, otros factores subjetivos que implican juicio y que, por lo tanto, el "valor" obtenido constituye un punto de referencia para las partes interesadas en la operación.

## 3 Información utilizada y procedimientos empleados

La información en la que se ha basado nuestro trabajo ha sido facilitada por el Gestor y ha consistido, principalmente, en:

- Carta de fecha 16 de septiembre de 2004 relativa a la valoración de la cartera de inversiones en participaciones de empresas no cotizadas de la Sociedad a 30 de junio de 2004 realizada por el Gestor.
- Informe de valoración a 30 de junio de 2004 de Dinamia, junto con la información soporte de las valoraciones realizadas por el Gestor.
- Estados financieros no auditados a 30 de junio de 2004, así como presupuestos disponibles correspondientes al ejercicio 2004 de las sociedades participadas que se han detallado en el apartado 1 anterior.
- Estimaciones de cierre de resultados de las sociedades participadas detalladas en el apartado 1 anterior cuyo ejercicio finaliza el 31 de diciembre de 2004.

- Documentación soporte de compraventa o ampliaciones de capital de aquellas participaciones accionariales cuya valoración se ha basado en el coste de adquisición o en el valor implícito de ampliaciones de capital.
- Otra información relevante para la realización de nuestro trabajo.

Los procedimientos empleados para la realización de nuestro trabajo han consistido, básicamente, en lo siguiente:

- Análisis de la valoración de las inversiones en sociedades no cotizadas realizada por el Gestor y de la adecuada aplicación de los criterios descritos en el apartado 1 anterior.
- Revisión de los cálculos matemáticos realizados en la valoración de la cartera de participaciones accionariales.
- Revisión de la valoración de los créditos concedidos y acciones preferentes, de acuerdo con su nominal más los intereses devengados y pendientes de cobro a 30 de junio de 2004.
- Mantenimiento de diversas conversaciones con la Dirección del Gestor con el propósito de recabar otra información que se ha considerado de interés para la realización de nuestro trabajo o para aclarar aspectos sobre los que ya habíamos sido informados.
- Obtención de una carta firmada por el Gestor donde se nos comunica que hemos sido informados de todos aquellos aspectos de interés que pudieran afectar a la realización de este trabajo.

## 4 Aspectos a considerar

- 4.1 Debemos mencionar que los criterios de valoración aplicados por el Gestor por sí solos, conducen a unos valores que no necesariamente representan un valor de mercado de las participaciones accionariales valoradas.
- 4.2 La realización de nuestro trabajo se ha basado, entre otros aspectos, en estados financieros no auditados a 30 de junio de 2004 y en estados financieros auditados a 31 de marzo de 2004 (en el caso de compañías con cierre de contabilidad en esa fecha) de las sociedades no cotizadas que integran la cartera objeto de revisión, así como en estimaciones de cierre a 31 de diciembre de 2004 facilitadas por el Gestor de aquellas sociedades cuyo ejercicio finaliza en dicha fecha. El alcance de nuestro trabajo no ha consistido en comprobar la veracidad de la información recibida del Gestor.

- 4.3 En la determinación de los valores asignados por el Gestor a las participaciones, además de los criterios descritos anteriormente, el Gestor podría haber tenido en cuenta otra información considerada adecuada para este propósito como ofertas recibidas, en su caso, para la enajenación de sus participaciones.

## 5 Conclusión

Conforme a la información de que hemos dispuesto, el trabajo que hemos realizado, y de acuerdo con los objetivos y el alcance de nuestro trabajo descritos anteriormente, no se ha puesto de manifiesto ningún asunto de importancia que indique que deban introducirse modificaciones en la valoración a 30 de junio de 2004, que se incluye en su carta de fecha 16 de septiembre de 2004 de la cartera de inversiones de Dinamia Capital Privado, Sociedad de Capital Riesgo, S.A. (realizada por Nmás1 Capital Privado, Sociedad Gestora de Entidades de Capital Riesgo, S.A., de acuerdo con los criterios descritos en el apartado 1 anterior, los cuales se basan, fundamentalmente, en los criterios EVCA).

\* \* \* \* \*

Este informe y la información en él contenida han sido preparados con el propósito descrito en el apartado 1 anterior, por lo que exclusivamente deberán ser distribuidos a la Sociedad y el Gestor, y no deberían ser distribuidos a terceros ni utilizados para ninguna otra finalidad sin nuestra autorización previa por escrito.



Ana Martínez Ramón  
*Socio Director*

29 de septiembre de 2004

## **Anexo**

Carta de fecha 16 de septiembre de 2004 con el detalle de la valoración de la cartera de inversiones en participaciones de empresas no cotizadas de la Sociedad a 30 de junio de 2004 realizada por el Gestor y los criterios empleados en su estimación

*(Este anexo debe ser leído junto con el informe  
de KPMG de fecha 29 de septiembre de 2004)*

# Nmás1

Capital Privado

KPMG  
Edificio Torre Europa  
Paseo de la Castellana, 95  
28046 Madrid

A la atención de D<sup>a</sup> Ana Martínez Ramón

Madrid, 16 de septiembre de 2004

Muy señores míos:

De acuerdo con el punto 5.2 del contrato de gestión entre DINAMIA CAPITAL PRIVADO, S.C.R., S.A. y NMÁS1 CAPITAL PRIVADO, S.G.E.C.R., S.A. Unipersonal (NMÁS1 CAPITAL PRIVADO), esta última, como gestora del patrimonio de Dinamia Capital Privado, S.C.R., S.A., debe presentar semestralmente al experto independiente designado por ésta la valoración del activo de la Sociedad integrado por participaciones accionariales, créditos participativos y otros créditos en sociedades no cotizadas para su revisión, la cual incluimos a continuación.

Como norma general para llevar a cabo esta valoración, se han seguido fundamentalmente los criterios que la EVCA (European Venture Capital Association) fija para la valoración de compañías que forman parte de la cartera de una sociedad de capital riesgo:

- Valoración según múltiplos de compañías cotizadas comparables, aplicando descuentos por iliquidez y, en la medida en que se dispongan de datos fiables, se utilizarán también múltiplos de operaciones de compra de compañías comparables.
- Valoración aplicando los múltiplos de adquisición originales por parte de Dinamia a los últimos resultados de las compañías.
- Para las compañías con menos de un año de permanencia en cartera, se mantiene como valor el del coste de adquisición.

sociedad gestora de

**DINAMIA**

Padilla, 17  
28006 Madrid

Teléfono 91 745 84 48  
Fax 91 431 64 60

Estos criterios generales han sido ajustados en alguna de las valoraciones cuando por las características particulares de la compañía o por la naturaleza de los datos recogidos se introducirían distorsiones importantes en las mismas.

De acuerdo con estos criterios, NMÁS1 CAPITAL PRIVADO valora las participaciones y créditos participativos y otros créditos concedidos a las sociedades participadas que integran su activo a 30 de junio de 2004 de acuerdo con el siguiente cuadro:

a) Acciones

Sociedad participada	Miles de euros	
	Participación de Dinamia (6)	Valor de la Participación de Dinamia
Marie Claire, S.A.	25,06%	4.820
Deutsche Woolworth (1)	6,61%	-
Forthpanel Limited	5,00%	1.000
Capital Safety Group Limited	7,37%	4.594
Arco Bodegas Unidas, S.A.	8,68%	18.040
Industrias Anayak, S.A.	63,06%	3.517
Nova Robbialac Indústria Ibérica de Tintas, S.A.(2)	43,89%	26.706
Soc. Gest. de Televisión NefTV, S.A.	1,64%	115
Unión Deriván S.A. (3)	48,63%	13.747
Educa Borrás, S.A.	38,44%	2.907
Ydilo Advanced Solutions, S.A. (4)	6,52%	1.420
High Tech Hotels & Resorts, S.A.	44,02%	11.250
General de Alquiler de Maquinaria, S.L. (GAM)	40,32%	12.070
Coranzuli, S.L.	18,10%	9.500
<b>TOTAL</b>		<b>109.685</b>

(1) Dinamia participa en esta compañía a través de dos sociedades patrimoniales que sirvieron como vehículo para la adquisición del Grupo Deutsche Woolworth. Sus nombres completos son DWW Deutsche Woolworth Holding GmbH y DWW Beteiligungs GmbH.

(2) Grupo Robbialac

(3) Grupo Undesa

(4) Anteriormente denominada People Communications, S.A.

(5) Grupo Segur Ibérica

(6) Ajustado, en su caso, por autocartera

b) Créditos Participativos y otros Créditos a Participadas

A la fecha de la valoración del presente informe, no existía ningún crédito participativo concedido a las participadas. Otros créditos concedidos a compañías participadas se han valorado a su valor nominal más los intereses devengados hasta la fecha. El detalle es el siguiente:

Sociedad Participada	Miles de Euros		
	Nominal	Intereses Devengados	Total
Capital Safety Group Limited	3.258	956	4.214
<b>Total créditos a participadas</b>	<b>3.258</b>	<b>956</b>	<b>4.214</b>

Nmás1

Atentamente,

A handwritten signature in black ink, consisting of a stylized 'J' followed by several loops and a horizontal line at the end.

Jorge Mataix

Consejero Delegado

Nmás1 Capital Privado SGEGR, S.A. Unipersonal