

Madrid, 21 de marzo de 2002

En cumplimiento de lo dispuesto por el artículo 82 de la Ley del Mercado de Valores, así como por la Carta Circular 14/1998 de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, les comunicamos por la presente el siguiente

HECHO RELEVANTE

A fecha 31 de diciembre de 2001, la sociedad gestora de DINAMIA CAPITAL PRIVADO, S.C.R., S.A. ("DINAMIA"), esto es, N Más Uno Electra Capital Privado, S.G.E.C.R., S.A. (anteriormente AB Asesores Electra Capital Privado, S.G.E.C.R., S.A.) 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 con fecha 18 de marzo de 2002.

Jorge Matiaix

Consejero Delegado de N Más Uno Electra Capital Privado, S.G.E.C.R., S.A.
Sociedad Gestora de Dinamia Capital Privado, S.C.R., S.A.

sociedad gestora de

DINAMIA

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

31 de Diciembre de 2001

NAV por acción 20,50 €

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

Índice

	<u>Página</u>
Introducción.....	3
Desarrollo de las actividades durante 2001.....	3
Net Asset Value a 31 de Diciembre de 2001.....	4
Resumen de la valoración de la cartera de no cotizadas.....	5
Rentabilidad de la cartera inicial del año durante 2001.....	6
Comisión de éxito de la gestora Nmás1 Electra.....	6
 Compañías integrantes de la cartera de no cotizadas:	
Grupo Unica.....	7
People Communications.....	10
Grupo Undesa.....	13
Net TV.....	16
Grupo Robbialac.....	17
Industrias Anayak.....	20
Cables Perti.....	23
Grupo Isolux.....	26
Arco Bodegas Unidas.....	29
Capital Safety Group.....	32
Deutsche Woolworth.....	35
Marie Claire.....	38
Educa Borrás.....	42
 Anexo:	
Revisión de la valoración realizada por el gestor (Informe de KPMG).....	45

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 31 de Diciembre de 2001, realizado por la gestora Nmás1 Electra 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 están a valor de mercado de 31 de Diciembre de 2001 (Ibex 35: 8.397,6).

Desarrollo de las actividades durante 2001

- Abril 2001: Dinamia acudió a una ampliación de capital en la sociedad People Communications, S.A., en la que desembolsó 750 mil euros por un 3,7% del capital de la compañía.
- Mayo 2001: Dinamia realizó una ampliación de capital de 100 mil euros en la sociedad Atención Empresarial, S.L.
- Julio 2001: Dinamia acudió a una segunda ampliación de capital en People Communications, desembolsando 643 mil euros y elevando así su participación hasta el 6%.
- Julio 2001: Dinamia acudió a una segunda ampliación de capital en Atención Empresarial, S.L., desembolsando 2,1 millones de euros y elevando así su participación hasta el 28,9%. Esta segunda ampliación sirvió para adquirir la sociedad El Impecable, S.A., del sector de servicios de limpieza.
- Octubre 2001: Dinamia vendió su participación en Movinord por un total de 15 millones de euros. Dicha venta supone una plusvalía atribuible al presente ejercicio de 9,4 millones de euros. Desde el inicio de la inversión en Movinord, Dinamia ha obtenido unos ingresos totales (incluyendo tanto precio de venta como dividendos y otros ingresos de la participada) por un importe de 17,1 millones de euros, frente a una inversión inicial de 6 millones de euros. Esto supone haber multiplicado la cantidad invertida por 2,8x veces, con una rentabilidad anual acumulada (TIR) del 33%.
- Noviembre 2001: Dinamia acudió a una nueva ampliación de capital en la sociedad Atención Empresarial, S.L., desembolsando 6,3 millones de euros, con lo que la inversión total de Dinamia en dicha sociedad asciende a 8,5 millones de euros, con un 28,9% del capital de la misma. Esta nueva ampliación sirvió para adquirir un grupo de siete sociedades del sector de servicios de limpieza, agrupadas en torno a dos sociedades holding (Limpiezas Ibiza, S.A. y Valenciana de Limpiezas y Mantenimiento, S.A.)

Net Asset Value a 31 de Diciembre de 2001

Con lo antes expuesto, el resultado obtenido es un Net Asset Value por Acción de **20,50 €**

Net Asset Value por acción a 31 de Diciembre de 2001						
	NAV a				Cuenta según	
	31.12.1997	31.12.1998	31.12.1999	31.12.2000	valor en libros 31.12.2001	NAV a 31.12.2001
<i>* Datos en miles de euros, excepto por acción</i>						
Acciones	52.625	47.835	85.628	121.097	90.950	132.159
Créditos a participadas	1.503	12.307	14.421	7.621	4.472	4.472
Inversiones no cotizadas (1)	54.127	60.142	100.049	128.718	95.422	136.631
Acciones cotizadas (Ibex) (*)		18.541	21.870	4.716	2.177	2.177
Acciones cotizadas (Funespaña)		8.805				
Tesorería	65.745	45.719	21.359	36.497	84.808	34.908
Total Activos Liquidos (2)	65.745	73.065	43.230	41.173	87.005	37.085
Otros Activos (3)	78	282	9.547	1.101	1.743	1.743
TOTAL ACTIVOS (4) = (1+2+3)	119.950	133.490	146.926	170.993	104.249	175.458
Pasivos (5)	(475)	(1.029)	(8.477)	(2.872)	(182)	(182)
TOTAL ACTIVOS NETOS (6) = (4+5)	119.475	132.461	138.349	168.120	104.067	175.276
Ajuste por dividendos Julio 1999 (7)	(2.569)	(2.569)				
Ajuste por dividendos Julio 2000 (8)	(3.420)	(3.420)	(3.420)			
Ajuste por dev. prime día emisión Julio 2000 (9)	(2.585)	(2.585)	(2.585)			
Ajuste por dividendos Julio 2001 (10)	(5.985)	(5.985)	(5.985)	(5.985)		
TOTAL ACTIVOS NETOS aj. (11) = (6+7+8+9+10)	104.936	117.921	126.379	162.135	104.067	175.276
Nº de acciones (12)	9.000.000	8.550.000	8.550.000	8.550.000	8.550.000	8.550.000
NAV por acción = (11)/(12)	11,66 €	13,79 €	14,78 €	18,96 €	15,68 €	20,50 €
Incremento de valor del NAV por acción		18,3%	7,2%	29,3%		8,1%
Cotización del Ibex 35	7.255,4	8.836,6	11.641,4	9.109,8		8.397,6
Creclimiento del Ibex 35		35,6%	18,3%	-21,7%		-7,8%
Cotización en Bolsa (aj. por dividendo)	12,93 €	8,04 €	7,26 €	9,65 €	11,19 €	11,19 €
Descuento (Premium) sobre NAV	(10,9%)	41,7%	51,0%	49,1%	28,8%	45,4%

(*) A valor de Mercado según cotización a 31.12.2001: Ibex35 a 8397,6

Resumen de la valoración de la cartera de no cotizadas.

Criterios generales de valoración utilizados. Como norma general, se han utilizado en el presente informe 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 para la valoración de las compañías de la cartera:

- Valoración según múltiplos de compañías cotizadas comparables, aplicando descuentos por iliquidez (30%).
- Aplicación de los múltiplos a los que Dinamia adquirió las compañías a los resultados de cierre estimados para 2001.

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 31.12.2001 de las sociedades no cotizadas:

Valoración a 31.12.2001 de la cartera de no cotizadas										
cifras en miles de euros										
VALORACIÓN TOTAL CARTERA a 31.12.2001										
Acciones: (A)		Valor en	Múltiplos de	Múltiplos de	Valoración					
Más Créditos a participadas: (B)		libros	comparables	Compra	31.12.2001					
TOTAL CARTERA (A+B)		95.422	150.841	156.172	136.631					
VALORACIÓN ACCIONES A 31.12.2001										
	% Dinamia	Diluido	Valor en	Múltiplos de	Múltiplos de	Valoración	Valoración	Valoración		
			libros	comparables	Compra	31.12.2001	30.06.2001	31.12.2000		
Marie Claire, S.A.	25,06%	25,06%	4.820	9.194	6.898	6.885	6.885	5.559		
Deutsche Woolworth(2)	5,00%	5,00%	3.107	3.107	3.107	3.107	0	1.080		
Capital Safety Group Limited	7,37%	7,37%	2.752	3.640	5.251	3.320	3.350	2.752		
Arco Bodegas Unidas, S.A.	8,00%	8,00%	17.418	17.676	18.590	18.040	18.040	18.040		
Grupo Isolux, S.A.	29,41%	20,06%	14.424	46.372	60.073	46.372	43.086	42.351		
Cables Perti, S.A.	78,53%	78,53%	4.197	4.328	3.659	4.197	3.710	5.710		
Industrias Anayak, S.A.	83,06%	83,06%	7.033	7.385	7.137	7.033	7.030	7.033		
Grupo Robbialsac (3)	33,37%	33,37%	14.604	22.882	16.052	16.052	13.724	13.724		
Soc. Gest. de Televisión NatTV, S.A. (4)	1,50%	1,80%	115	115	115	115	115	47		
Unión Deriván S.A. (Grupo Undasa)	48,53%	47,10%	9.567	17.522	16.464	14.124	10.217	10.217		
Educa Borrás, S.A.	39,73%	39,73%	3.005	3.005	3.005	3.005	3.005	3.005		
People Communications, S.A.	5,98%	5,98%	1.393	1.393	1.393	1.393	750			
Atención Empresarial, S.L. (Grupo Unica)	28,87%	28,87%	8.514	9.954	9.954	8.514	100			
TOTAL ACCIONES (A)			90.950	146.369	151.700	132.159	111.998	108.438		

(1) En el caso de que alguno de los criterios no sea aplicable, se incluye aquí la misma valoración pero, ambos criterios.
 (2) Dinamia participa en esta compañía a través de las sociedades patrimoniales que sirven como vehículo para la adquisición del Grupo Deutsche Woolworth. Sus nombres completos son DWV Deutsche Woolworth Holding GmbH y DWV Botelinger GmbH.
 (3) Dinamia participa en la sociedad holding propietaria del 100% del Grupo Robbialsac, cuyo nombre completo es Nueva Robbialsac Industria Ibérica de Tintos, S.A.
 (4) Dinamia participa en esta compañía a través de la sociedad Dinamia Televisión, S.L. de la que es titular del 75% del capital. Dinamia Televisión, a su vez, ostenta el 2% de NatTV.

CRÉDITOS A PARTICIPADAS			
	Intereses		TOTAL
	Principal	devengados	
Marie Claire	488	10	498
Capital Safety Group	3.540	434	3.974
TOTAL CRÉDITOS A PARTICIPADAS (B)	4.029	443	4.472 (B)

Rentabilidad de la cartera inicial del año durante 2001

La tabla adjunta muestra el comportamiento de la cartera de participadas con que se contaba a 31.12.2000. La conclusión es que la cartera de participadas de Dinamia ha generado una rentabilidad superior al 13%.

cifras en miles de euros	Valoración 31.12.2000	Precio de venta / Ingresos 2001	Valoración 31.12.2001	Total 2001	Rentabilidad 2001
Movinord	11.599	15.955		15.955	37,6%
Marie Claire	6.278	226	7.363	7.609	21,2%
Deutsche Woolworth	4.588		3.107	3.107	-32,3%
Capital Safety Group	5.995		7.294	7.294	21,7%
Arco Bodegas Unidas	18.040	372	18.040	18.412	2,1%
Grupo Isolux	42.351		46.372	46.372	9,5%
Cables Perti	5.710	587	4.197	4.784	-16,2%
Industrias Anayak	7.033	741	7.033	7.775	10,5%
Grupo Robbialac	13.724	34	16.052	16.086	17,2%
NetTV	47		47	47	0,0%
Grupo Undesa	10.217	1.220	14.124	15.344	50,2%
Educa Borrás	3.005		3.005	3.005	0,0%
Total	128.588			145.792	13,4%

Comisión de éxito de la gestora Nmás1 Electra

Durante el primer semestre de 2000 el Consejo de Administración de Dinamia Capital Privado S.C.R., S.A. acordó la modificación del contrato de gestión con Nmás1 Electra Capital Privado S.G.E.C.R., S.A., en lo referente a la comisión de éxito a cobrar por ésta última. El anterior sistema, ligado únicamente a la cotización de la acción de Dinamia, estaba expuesto a fluctuaciones del mercado que no tenían porqué ir alineadas a la evolución real del patrimonio de la sociedad.

El nuevo sistema depende únicamente de las plusvalías efectivamente conseguidas en la venta de las sociedades de la cartera. En cada operación de venta Nmás1 Electra devenga una comisión de éxito igual al 20% de la plusvalía obtenida, que sólo se hace efectiva una vez que se haya cubierto el coste de adquisición de toda las sociedades adquiridas en el mismo año que la vendida (incluyendo gastos de las transacciones y comisiones de gestión) y sujeto a una rentabilidad mínima del 5,5%.

Se presenta a continuación una simulación del valor liquidativo de Dinamia en el hipotético caso de que todas las sociedades hubieran sido vendidas el 31 de Diciembre de 2001 a un precio igual al de las valoraciones realizadas por Nmás1 Electra y que se detallan en el presente informe:

NAV a 31.12.2001	175.276
Performance fee teórico	(10.326)
Valor liquidativo a 31.12.2001	164.950
Por acción	€ 19,29

Grupo Unica

Unica

Servicios de Limpieza

Fecha de Inversión Inicial:	Mayo 2001
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Importe de adquisición:	8.514 miles de euros
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	28,87%
Valoración a 31.12.2001 (miles de euros): 8.514	

Resumen de la Transacción:

En 2001 Dinamia co-lideró este proyecto de *build-up* en el sector de servicios de limpieza. Mediante sucesivas ampliaciones de capital en la sociedad holding Atención Empresarial, S.L. se han adquirido dos grupos de sociedades.

Dinamia tomó una participación total del 28,87%. El resto del accionariado se reparte de la forma siguiente.

➤ Fondos gestionados por Corpfín	28,87%
➤ Fondos gestionados por ABN Amro	28,87%
➤ Otros	10,19%
➤ Equipo directivo	3,19%

El precio de compra representa los siguientes múltiplos de entrada (sobre cifras de 2001):

<u>EBITDA*</u>	<u>EBIT</u>
7,8x	9,6x

*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 Unica surge como un ambicioso proyecto con el objetivo de crear el líder nacional en el sector de los servicios de limpieza. Durante el segundo semestre de 2001, se han adquirido diversas compañías del sector que han ido creando uno de los principales grupos en el sector, continuándose activamente en la búsqueda de nuevas adquisiciones. Se adquirió el grupo de sociedades de El Impecable, S.A. y, posteriormente, otro grupo de siete sociedades, cuya actividad se agrupa fundamentalmente en torno a dos sociedades: Limpiezas Rubens y Amalís.

Dirección de la compañía

El equipo directivo está liderado por Eduardo Paraja, con una amplia experiencia en otros proyectos de concentración mediante adquisiciones en otros sectores, también basados en servicios a empresas (trabajo temporal y seguridad)

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

*Cifras en miles de euros

	Proforma 31.12.2000	Proforma 31.12.2001	Presupuesto 31.12.2002
Ingresos de Explotación	136.874	145.481	153.709
EBITDA	5.986	6.275	6.232
EBIT	4.646	5.133	4.928
BAI	4.153	3.167	2.626
Beneficio del ejercicio	3.035	2.061	1.989

Balance de Situación¹

*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	Real 31.12.2001	<u>PASIVO</u>	Real 31.12.2001
Inmovilizado	5.421	Fondos Propios	30.700
Fondo de Comercio	19.274	Acreedores a largo plazo	16.696
Activo Circulante	41.891	Deuda a corto plazo	7.609
Tesorería	4.766	Pasivo Circulante	16.348
TOTAL ACTIVO	71.352	TOTAL PASIVO	71.352

Descripción del mercado

Se trata de un sector con un crecimiento estable alrededor del 4-5%. Está sumamente atomizado, y se está iniciando un fuerte proceso de concentración.

Existen en España más de 8.000 empresas muy poco estructuradas, de las cuales, las cinco primeras concentran el 17% del sector, porcentaje que pasa a ser el 24% si se tiene en cuenta las diez primeras del sector. Tras estas diez primeras compañías, el resto suelen ser pequeñas empresas de reducida facturación.

Existe una tendencia clara a la concentración en los principales países europeos, la mayor madurez del sector en los países nórdicos está provocando la diversificación hacia otros segmentos de mercado similares y expansión geográfica vía adquisición de cuotas en mercados menos desarrollados.

Las principales compañías cotizadas europeas del sector de servicios de limpieza, se dedican adicionalmente a otros servicios caracterizados por la gestión intensiva de recursos humanos como: la seguridad y vigilancia, el mantenimiento, la mensajería y el trabajo temporal.

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, 8.514 miles de euros.

A efectos ilustrativos se ha realizado una valoración² de Única según múltiplos de compañías comparables europeas. El resultado es una valoración del Grupo Unica de

¹ Tanto en estos estados financieros como en los de el resto de las compañías, "Real" se refiere a estados financieros cerrados por la compañía, pero aún sin auditar. No se estiman que vayan a existir diferencias materiales con los estados financieros auditados.

² No se ha realizado una valoración según los múltiplos de adquisición, dado que dichos múltiplos se refieren a los propios resultados de 2001

34.475, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 9.954 miles de euros:

Grupo Unica

cifras en miles de euros

	Ventas	EBITDA	EBIT	6º Neto	C-F	Deuda Neta
Resultados a 31.12.2001	145.401	6.275	5.133	2.081	3.203	18.838

VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES					Medio	Ajustado por liquidez	Participación Dinamia
	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF	49.250	34.475	9.954
Valoración según comparables	53,514	57,606	25,738	50,147			
						Descuento por liquidez	30%
Medias	11,6x	15,9x	17,3x	15,7x			
ADECO SA-REG	14,1x			18,6x			
AGGREKO PLC	8,6x	15,3x	21,2x	10,6x			
BUNZL PLC	9,2x	10,8x	16,2x	12,6x			
DAVIS SERVICE GROUP PLC	4,1x	9,2x	12,8x	4,4x			
GROUP 4 FALCK A/S	15,8x			22,0x			
ISS A/S	17,2x	27,3x		27,3x			
MITIE GROUP PLC	11,6x	10,5x	26,4x	15,8x			
RANDSÍAD HOLDING NV	8,5x	7,8x	9,3x	7,2x			
RENTOKIL INITIAL PLC	11,3x	15,7x	18,2x	11,7x			
SECURICOR PLC	10,2x	17,0x					
SECURITAS AB-B BHS	21,2x			25,4x			
VEDIOR NV-CVA	8,8x			15,5x			

People Communications (Ydilo)



Servicios Avanzados de Voz

Fecha de Inversión Inicial:	Abril 2001
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Importe de adquisición:	1.393 miles de euros
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	5,98%
Valoración a 31.12.2001 (miles de euros) 1.393	

Resumen de la Transacción:

En abril y junio de 2001, People Communications realizó dos ampliaciones de capital en el marco 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 esta ronda de financiación, People Communications levantó un total de 4,5 millones de euros quedando el accionariado repartido de la forma siguiente:

➤ Equipo directivo y plan de opciones	42,01%
➤ BBVA	16,57%
➤ Mercapital	20,71%
➤ Ericsson Innova	14,73%
➤ Dinamia	5,98%

Desde sus inicios en junio de 2000, People Communications ha captado un total de 10,3 millones de euros con una valoración tras la última ampliación de 23,2 millones. Por el desarrollo del proyecto, la inversión de Dinamia en People Communications puede calificarse de "early stage".

Descripción de la compañía

People Communications 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, People Communications 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, People Communications ha creado y opera desde septiembre de 2001, uno de los primeros servicios europeos de venta automática de entradas de espectáculos por voz. En estos meses de servicio People Communications ha completado la venta de más de 200.000 entradas de cine. También en el ámbito de los eventos deportivos, People Communications ha completado recientemente la venta en un tiempo record de más de 25.000 entradas para la final de la Copa del Rey, abriendo las puertas

por primera vez en España a la venta de entradas de eventos deportivos mediante sistemas automatizados de voz.

En cuanto a servicios ASP, la compañía ofrece soluciones de automatización parcial o completa de centros de atención telefónica asistidos por operadores. Entre los contratos más significativos destaca la automatización del call center que asiste a los clientes y usuarios del programa de puntos de fidelización más popular en España. También se ha firmado recientemente un acuerdo para servicios avanzados de voz con uno de los principales operadores de tele venta.

Para clientes que por razones de confidencialidad de los datos y contenidos no pueden subcontratar los servicios de People Communications en formato ASP (i.e. bancos), la compañía está desarrollando una nueva línea de negocio en la que vendería licencias de soluciones verticales cerradas creadas por People. Para ello la compañía ha alcanzado acuerdos de "Value Added Reseller" con sus proveedores de tecnología base que la permitan distribuir a su vez las licencias sobre las que están construidas las aplicaciones de People Communications.

Dirección de la compañía

La compañía está liderada por Javier Álvarez Vara (Presidente) y Domingo López Montesdeoca (procedentes de Meta4). Arturo Lizón (ex Accenture) es responsable de la dirección técnica y Francisco Fernández (ex Consejero Delegado de Business Objects) responsable comercial. La compañía contaba con 46 personas en plantilla al cierre del ejercicio 2001. Todo el equipo directivo fundador participó en la primera ronda de financiación de la compañía.

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, Speechworks, IBM o Loquendo, 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. Asimismo se están mejorando los modelos acústicos con el fin de incrementar a tasas próximas al 100% el éxito en el reconocimiento. También se están desarrollando mejoras en la calidad de la respuesta con nuevas aplicaciones de conversión del texto en voz.

People 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.

Por lo novedoso y especializado de estas tecnologías, en España no existen por el momento competidores con un modelo de negocio similar al de People Communications. Incluso en lo que son aplicaciones técnicas, People constituye una de las muy pocas opciones que existen hoy en España para la automatización de CATs. Como alternativa básicamente aparecen las tecnologías IVR que son menos flexibles al estar basadas en respuestas por marcación de tonos u opciones previamente indicadas en un menú que el usuario debe en todo caso respetar.

Evolución reciente

En los primeros meses de 2002, la compañía ha empezado a materializar la labor comercial desarrollada en el último semestre de 2001. Así se han firmado contratos con una importante cadena de distribución para la automatización de su servicio de atención telefónica del negocio de teletienda. Igualmente la compañía ha firmado contratos con la compañía de servicios de call-center de un importante grupo de comunicación y con el Real Madrid para la venta de entradas de fútbol y espectáculos deportivos. Asimismo, ha entrado en servicio la aplicación contratada con un popular servicio de fidelización de clientes para la automatización de su centro de atención telefónico (información, altas, bajas, canje de puntos, etc.)

Estos contratos, junto con el servicio de venta de entradas de cine suponen una facturación en torno a un tercio del presupuesto de ventas del año 2002.

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, 1.393 miles de euros.**

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
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	48,6%
Valoración a 31.12.2001 (miles de euros): 14.124	

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% del capital; el resto del accionariado se reparte de la forma siguiente.

- Fondos gestionados por Corpfin 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 Mirachem, S.r.L. y es un grupo industrial de especialidades químicas que produce, desarrolla 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.

Ambas compañías producen un amplio rango de ácidos grasos y productos derivados fabricados a medida de la necesidad de una amplia y tradicional base de clientes europeos. Los principales clientes pertenecen a los sectores de detergentes, cosmética, plásticos, neumáticos, pinturas, química y farmacia.

El Grupo es el cuarto productor de ácidos grasos en Europa y ostenta la posición número uno en España (Unión Deriván) y número dos en Italia (Mirachem). Con tres fábricas localizadas en Barcelona, Zaragoza y Bolonia, la capacidad de producción del Grupo alcanza unas 85.000 toneladas de ácidos grasos y unas 33.500 toneladas de derivados.

Dirección de la compañía

El principal ejecutivo del Grupo Undesa es D. Santiago Bagueño, artífice del importante *turnaround* de Unión Deriván, que llevó a la compañía a los niveles actuales de rentabilidad. En Italia el principal ejecutivo es Pietro Battani. Tanto ellos como otros directivos clave del grupo han tomado participación en el capital de la compañía.

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

*Cifras en miles de euros

	Real 31.12.2000	Real 31.12.2001	Presupuesto 31.12.2001	Presupuesto 31.12.2002
Ingresos de Explotación	78.943	77.616	82.765	84.277
EBITDA	12.771	11.167	11.786	11.453
EBIT	9.658	7.946	8.524	8.081
BAI	8.084	6.614	7.046	7.175
Beneficio del ejercicio	4.681	4.145	4.269	4.470

Balance de Situación

*Cifras en miles de euros

ACTIVO	Real	Auditoría	PASIVO	Real	Auditoría
	31.12.2001	31.12.2000		31.12.2001	31.12.2000
Acciones Propias	1.282	0	Fondos Propios	28.412	25.369
Inmovilizado	27.408	29.113	Acreedores a largo plazo	19.577	25.813
Activo Circulante	26.746	29.588	Deuda a corto plazo	1.299	2.104
Tesorería	7.576	10.470	Pasivo Circulante	13.725	15.885
TOTAL ACTIVO	63.012	69.170	TOTAL PASIVO	63.012	69.170

Descripción del mercado

Los productos oleoquímicos son productos químicos obtenidos 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, los productos oleoquímicos pueden clasificarse en las siguientes tres categorías: Ácidos grasos, glicerina y productos derivados de ácidos grasos como ésteres, amidas, estearatos, lubricantes, etc. El Grupo Undesa produce las tres categorías.

Estos productos químicos 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 sulfatantes para su uso en la fabricación de detergentes. Sin embargo, también de importancia creciente son otras áreas nicho como aditivos para polímeros y aditivos para cosmética, los cuales son muy interesantes para las compañías oleoquímicas ya que existe menos presión en los precios comparada con el sector de detergentes.

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%).

Evolución durante 2001

El ejercicio 2001 ha supuesto la integración total de las dos compañías origen del grupo Undesa (Unión Deriván y Mirachem –hoy Undesa Italia). Tanto la integración de los sistemas de información, como de la estructura operativa ha sido concluida con éxito.

En cuanto a los resultados del ejercicio, éstos han de considerarse como satisfactorios, especialmente en un entorno en el que el precio de las materias primas ha evolucionado de forma negativa para los márgenes de la compañía, habiéndose conseguido cifras muy cercanas al presupuesto para el año. La generación de cash-flow libre ha resultado aún más fuerte de lo esperado, gracias a una excelente gestión del circulante de la compañía. Gracias a esta fuerte generación de caja, se ha amortizado anticipadamente parte de la deuda de adquisición, y se han repartido 1,3 millones de euros a los accionistas en forma de recompra de acciones. Por último, señalar que en 2002 se comenzará un ambicioso plan de inversiones para ampliar la capacidad productiva de las instalaciones italianas.

Valoración

Se ha realizado una valoración según los siguientes criterios:

- Según los múltiplos de compra de la compañía, se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 35.280 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 16.464 miles de euros.
- Comparación con múltiplos de otras empresas del sector cotizadas europeas, aplicándose un descuento del 30% por iliquidez, con la que se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 37.671 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 17.522 miles de euros.

Las altas valoraciones obtenidas para Undesa se deben a un comportamiento mejor de lo esperado durante su corta vida dentro de la cartera de Dinamia. Hasta confirmar esta excelente evolución y dado que cumplió recientemente un año dentro de la cartera, aplicamos un descuento del 15% a la más conservadora de las valoraciones, obteniendo un valor de los fondos propios de Undesa de 29.988 miles de euros, lo que implica una **valoración de la participación de Dinamia de 14.124 miles de euros.**

Grupo Undesa

Cifras en miles de euros

	Ventas	EBITDA	EBIT	Bº Neto	C-F	Deuda Neta
Resultados a 31.12.2001	77.616	11.167	7.946	4.145	7.367	13.299

1) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPRA

	EBITDAx	EBITx	Media	Participación Dinamia	Descuento 15%	Participación Dinamia
Múltiplos de compra	4,2x	6,3x		45,67%		47,16%
Valoración	33.506	37.053	35.280	16.464	29.988	14.124

2) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES

	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF	Media	Ajustado por iliquidez	Participación Dinamia
Valoración según comparables	52,814	89,690	52,207	40,740	58,816	37,671	17,522
						Descuento por iliquidez	80%
Medias	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF			
DEGUSSA AG	5,6x		15,2x				
RHODIA	4,7x	8,0x	7,0x	2,2x			
CIBA SPECIALTY CHEMICALS-REG	8,0x	19,3x	21,2x	8,7x			
CLARIANT AG-REG	8,8x	11,4x	10,3x	4,4x			
CRODA INTERNATIONAL, PLC	8,1x	8,1x	8,1x	5,8x			
CHR HANSEN HOLDING-B	5,1x	11,6x		6,5x			
DSM NV	4,4x	0,3x					
SOLVAY SA	5,0x	10,5x	12,4x	5,6x			

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
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	1,5%
Valoración a 31.12.2001 (miles de euros): 115	

Resumen de la Transacción:

En junio de 2000, Dinamia tomó una participación del 1,5% en el consorcio Net TV. El resto del accionariado se reparte de la forma siguiente.

➤ Grupo Correo Prensa Española	25%
➤ Pantalla Digital (Globomedia, Telson)	24%
➤ Viaplus (Altadis)	18%
➤ Europroducciones	9%
➤ Radio Intereconomía	8%
➤ TF-1	7%
➤ SIC	7%
➤ Denodo Technologies	0,5%

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
Cantidad invertida:	14.635 miles de euros
Fecha cierre de contabilidad:	31 de Diciembre
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	33,37%
Valoración a 31.12.2001 (miles de euros): 16.052	

Resumen de la Transacción:

En Diciembre de 1999, Dinamia colideró junto a Bridgepoint Capital el MBO de esta compañía, adquiriendo el 33,46% del capital de la misma. El resto del accionariado se reparte de la forma siguiente:

➤ Fondos gestionados por Bridgepoint Capital	41,30%
➤ Williams plc	23,64%
➤ Equipo directivo	1,69%

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

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 en Portugal y España respectivamente.

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 46 tiendas propias que representan 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.

Duraval produce y vende pinturas decorativas e industriales, barnices y resinas 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 canales especializados. La compañía está posicionada en la gama media tanto en calidad como en precio. Duraval tiene una cuota en el mercado español del 4% y está especialmente presente en Madrid, Andalucía y Galicia.

Dirección de la compañía

El equipo directivo es altamente experimentado y de alto 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. 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* 31.12.2000	Real 31.12.2001	Presupuesto 31.12.2001	Presupuesto 31.12.2002
Ingresos de Explotación	81.309	85.129	88.217	89.698
EBITDA	17.313	18.549	19.807	20.073
EBIT	14.705	15.904	17.268	17.562
BAI	9.282	9.405	12.041	12.043
Beneficio del ejercicio	6.686	7.172	7.841	8.253

* las cuentas de resultados no incluyen la amortización del fondo de comercio de consolidación generado en la adquisición

Balance de Situación

*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	Real	Auditoría	<u>PASIVO</u>	Real	Auditoría
	31.12.2001	31.12.2000		31.12.2001	31.12.2000
Inmovilizado	14.243	14.670			
Fondo de Comercio	83.712	88.261	F. Propios	43.474	41.007
Activo Circulante	33.291	33.589	Deuda y asimilados	68.979	76.365
Tesorería	3.489	3.293	Pasivo Circulante	22.282	22.440
TOTAL ACTIVO	134.735	139.813	TOTAL PASIVO	134.735	139.811

Evolución durante 2001

Tras un ejercicio 2000 sensiblemente por debajo de las expectativas en el momento de la inversión en la compañía, motivado por la mala situación económica portuguesa y unas condiciones meteorológicas adversas, el primer trimestre de 2001 continuó con una desfavorable evolución en los resultados de Robbialac. Sin embargo, los tres últimos trimestres del año han supuesto una fuerte recuperación de los resultados de la compañía, con fuerte generación de caja y cumpliendo con todos los compromisos y *covenants* del alto endeudamiento al que se sometió a la compañía para financiar la adquisición del grupo.

Con todo ello, los resultados se han situado muy cerca del presupuesto para el año y se espera que la recuperación continúe durante el ejercicio 2002 y se consiga el exigente presupuesto fijado para este ejercicio.

Valoración

Se ha realizado una valoración según los siguientes criterios:

- Según los múltiplos de compra de la compañía, se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 48.096 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 16.052 miles de euros.
- Comparación con múltiplos de otras empresas del sector cotizadas, aplicándose un descuento del 30% por iliquidez, con la que se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 67.961 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 22.682 miles de euros.

Siguiendo el primero de los criterios, **se revaloriza la participación de Dinamia hasta 16.052 miles de euros.**

Grupo Robbialac

datos en miles de euros

	Ventas	EBITDA	EBIT	Bº Neto	C-F	Deuda Neta
Resultados a 31.12.2001	US.128	18.048	15.904	7.172	9.817	65.490

1) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPRA

	Ventasx	EBITDAx	EBITx	Media	Participación Dinamia
Múltiplos de compra	1,4x	6,0x	5,9x		16.052
Valoración	54.281	48.398	43.809	28.394	16.052

2) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES

	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF	Media	Ajustado por iliquidez	Participación Dinamia
Valoración según comparables	7,1742	11,1841	112,256	90,512	97,088	67,961	22,682
						Descuento por iliquidez	30%
Medias	7,6x	11,2x	16,7x	9,2x			
CIN-CORP INDUSTRIAL DO NORTE	9,7x	12,8x	20,2x	11,1x			
SHERWIN-WILLIAMS CO/THE	6,7x	8,7x	14,8x	8,2x			
SP GROUP A/S	7,3x						
FLUGGER AVS-B SHS	4,0x	6,4x	8,0x	4,8x			
HPM INC/OHIO	8,2x	11,4x	14,6x	8,1x			
VALSPAR CORP	11,8x	19,0x		13,0x			
IMPERIAL CHEMICAL INDS PLC	5,2x	8,0x		8,8x			
AKZO NOBEL	7,8x	11,1x	18,7x	8,4x			

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
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	63,06%
Valoración a 31.12.2001 (miles de euros): 7.033	

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	Bº Neto
4,4x	6,3x	7,5

*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 compradas en Taiwan (aunque, eso sí, comercializadas bajo la marca Anayak y con su servicio técnico) 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 esferoides 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

	Auditoría 31.12.2000	Real 31.12.2001	Presupuesto 31.12.2001	Presupuesto 31.12.2002
Ingresos de Explotación	28.390	29.146	31.007	29.521
EBITDA	1.834	2.878	2.765	2.947
EBIT	1.174	2.132	2.008	2.126
Beneficio antes de impuestos	655	2.077	1.630	1.903
Beneficio del ejercicio	487	1.661	1.304	1.522

Balance de Situación

*Cifras en miles de euros

ACTIVO	Real	Auditoría	PASIVO	Real	Auditoría
	31.12.2001	31.12.2000		31.12.2001	31.12.2000
Inmovilizado	5.890	5.913	Fondos Propios	9.465	8.923
Activo Circulante	14.584	15.696	Acreedores a largo plazo	1.948	1.014
Tesorería	1.512	1.155	Deuda a corto plazo	1.801	4.358
TOTAL ACTIVO	21.986	22.764	Pasivo Circulante	8.772	8.469
			TOTAL PASIVO	21.986	22.764

Evolución durante 2001

La recuperación de los resultados de la compañía iniciada en el segundo semestre del año 2000 se ha venido a confirmar durante el ejercicio 2001.

Las nuevas familias de máquinas, cuyo desarrollo se realizó durante el año anterior y que fue el responsable de los malos resultados del ejercicio 2000, han resultado muy exitosas. Así, las nuevas máquinas de 11 metros, las máquinas con patines y, muy especialmente, la nueva gama de fresadoras medianas VH-Plus, han resultado un importante éxito comercial, con excelentes márgenes y una fuerte presencia dentro de la cartera de pedidos. En este sentido, es de destacar que la cartera de pedidos ha estado situada durante todo el año en niveles muy altos.

Todo ello ha resultado en un excelente año, con resultados record en la compañía y una muy fuerte generación de cash-flow libre.

Valoración

Se ha realizado una valoración según los siguientes criterios:

- Según los múltiplos de compra de la compañía, se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 11.318 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 7.137 miles de euros.
- Comparación con múltiplos de otras empresas del sector cotizadas europeas, aplicándose un descuento del 30% por iliquidez, con la que se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 11.711 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 7.385 miles de euros.

Dado que no existen diferencias significativas con la anterior valoración, se mantiene su valoración a coste de adquisición, esto es, **una valoración de la participación de Dinamia de 7.033 miles de euros.**

Industrias Anayak, S.A.

datos en miles de euros

	Ventas	EBITDA	EBIT	Bº Neto	C-F	Deuda Neta
Resultados estimados a 31.12.2001	29.140	2.876	2.132	1.861	2.408	2.236

1) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPRA						
	EBITDAx	EBITx	P/E	P/CF	Media	Participación Dinamia
Múltiplos de compra	4,4x	6,3x	7,5x	4,6x	11,318	7,137
Valoración	10.482	11.129	12.488	11.154	11.318	7.137

2) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES						
	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF	Media Ajustado por iliquidez	Participación Dinamia
Valoración según comparables	16,62x	18,40x	18,25x	18,79x	18,73x	7,385
					Descuento por iliquidez	30%
Medias	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF		
AGIE CHARMILLES HOLDING-REG	9,1x	13,7x	20,9x	9,3x		
GILDEMEISTER ITALIANA	7,8x	15,0x	21,0x	8,6x		
GILDEMEISTER AG	5,8x	7,7x	6,6x	4,1x		
KENNAMETAL HERTEL AG	6,5x	8,8x				
IWKA AG	7,3x		11,3x	3,5x		
JOH. FRIEDRICH BEHRENS AG	4,5x	5,8x	10,1x	4,0x		
MIKRON HOLDING AG-REG NEW	4,0x	5,7x	4,5x	2,7x		
SANDVIK AB	8,0x	12,1x	15,5x	9,8x		
SIX HUNDRED GROUP PLC (THE)	5,1x		5,6x	4,0x		
STARRAG-HECKERT HOLDING-REG	10,2x	16,4x	9,3x	5,8x		
WALTER AG	4,1x	5,4x	7,8x	4,8x		
INFRANOR INTER-BEARER	5,4x	6,2x	8,3x	6,7x		

Cables Perti, S.A.



Proveedor de cableado para automoción

Fecha de Inversión:	Julio 1999
Cantidad invertida:	5.782 miles de euros
Fecha cierre de contabilidad:	31 de Diciembre
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	78,53%
Valoración a 31.12.2001 (miles de euros): 4.197	

Resumen de la Transacción:

A principios de Julio de 1999, Dinamia, junto a otros socios financieros, lideró un MBI de esta compañía. El resto del accionariado se reparte de la forma siguiente:

- Varios Financieros 16,40%
- Director General 5,07%

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

EBITDA*	EBIT	B ² Neto
3,7x	4,5x	6,1x

*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

Perti inició su actividad en 1985 como proveedor exclusivo para el sector del automóvil. Se inició en el diseño y elaboración de cables de iluminación por fibra óptica para Seat, y posteriormente se incorpora a los cables de arranque y masa de batería, y cables auxiliares complejos con elevado componente de valor añadido.

Fruto de una mejora constante en los procesos de producción, reducción de costes y dedicación absoluta al desarrollo de mejoras y nuevas soluciones, le llevó en los años 90 a ir desplazando a otros fabricantes de su gama de productos. En estos momentos es proveedor de diez modelos, siendo proveedor exclusivo en seis de ellos.

Dirección de la compañía

El nuevo gestor, D. Cecilio Sáez de Zaitigui, ha demostrado su capacidad para llevar a cabo una excelente labor al frente de Cables Perti, apoyada en su dilatada experiencia como Director General durante los últimos 15 años en las siguientes empresas:

- AUSA (96-98): Fabricante de vehículos de construcción y obra pública.
- Hispano Carrocera (93-95): Fabricante de autocares y autobuses.

- Chaffoteaux Ibérica (83-92): Fabricante de calderas para calefacción y equipos térmicos de gas.

La posibilidad de introducir el producto en otros clientes del sector de automoción distinto a los turismos supone un importante potencial.

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

*Cifras en miles de euros

	Auditado 31.12.2000	Real 31.12.2001	Presupuesto 31.12.2001
Ingresos de Explotación	11.451	10.617	11.452
EBITDA	1.856	1.384	1.875
EBIT	1.568	960	1.394
BAI	1.307	712	1.142
Beneficio del ejercicio	999	626	902

* las cuentas de resultados no incluyen la amortización del fondo de comercio de consolidación generado en la adquisición (458 mil euros)

Balance de Situación

*Cifras en miles de euros

ACTIVO	Real	Auditado	PASIVO	Real	Auditado
	31.12.2001	31.12.2000		31.12.2001	31.12.2000
Inmovilizado	1.041	1.042	Fondos Propios	5.347	5.895
Fondo de Comercio	3.667	4.126	Acreedores largo plazo	309	41
Activo Circulante	1.749	2.090	Deuda a corto plazo	254	99
Tesorería	646	631	Pasivo Circulante	1.193	1.855
TOTAL ACTIVO	7.102	7.889	TOTAL PASIVO	7.102	7.889

Evolución durante 2001

Los importantes ajustes de producción de los fabricantes de automóviles han influido negativamente en los resultados de Perti para el ejercicio 2001, con disminución de pedidos en modelos existentes, retrasos en nuevos pedidos y mayor presión en precios. Esto ha resultado en una sensible caída en los resultados de la compañía, por lo que, como se detalla más adelante, se ha procedido a provisionar parte de la inversión la compañía. Por otra parte, el importante esfuerzo comercial realizado para diversificar la cartera de clientes ha dado sus frutos, y ya se han obtenido nuevos pedidos para clientes como Mercedes, Smart (Magna), Nissan... Adicionalmente, se está trabajando con nuevos clientes en el desarrollo de nuevos modelos, pero cuya facturación relacionada no se conseguirá hasta al menos el ejercicio 2003, dados los largos períodos de desarrollo de nuevos automóviles.

En cuanto al año 2002, el panorama sigue incierto. Aproximadamente un 40% de la facturación está aún pendiente por confirmar, ante el cambio de modelos en SEAT. Debido a este hecho, no se ha presentado un presupuesto para el ejercicio 2002, que no tendrá cierta visibilidad hasta que se conozca la existencia o no de ese importante paquete de facturación. En pocos meses este aspecto quedará aclarado y en la próxima valoración de Junio de 2002 se volverá a revisar la valoración de Perti, caso de que efectivamente se produjera una tan importante caída de los pedidos.

Valoración

Se ha realizado una valoración según los siguientes criterios:

- Según los múltiplos de compra de la compañía, se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 4.660 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 3.659 miles de euros.
- Comparación con múltiplos de otras empresas del sector cotizadas europeas, aplicándose un descuento del 30% por iliquidez, con la que se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 5.505 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 4.323 miles de euros.

Dada la evolución de Perti en 2001 por debajo de lo esperado, **se reduce la valoración de la participación en Perti hasta su valor en libros, 4.197 miles de euros**, en línea con las valoraciones anteriormente descritas.

cifras en miles de euros

	Ventas	EBITDA	EBIT	9º Neto	C-F	Deuda Neta
Resultados a 31.12.2001	10.917	1.384	880	626	1.048	(83)

1) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPRA						
	EBITDAx	EBITx	P/E	P/CF	Media	Participación Dinamia
Múltiplos de compra	3,7x	4,5x	6,1x	4,8x		78,53%
Valoración	5.206	4.988	3.848	5.131	4.660	3.659

2) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES							
	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF	Media	Ajustado por iliquidez	Participación Dinamia
Valoración según comparables	7,986	9,280	7,483	6,709	7,065	6,505	4,323
						Descuento por iliquidez	30%
Medias	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF			
BERU AG	5,1x	6,4x	13,0x	0,0x			
AUTOMOTIVE PRECISION HLDGS	3,4x	11,0x					
W.C.T. AUTOMOTIVE SYSTEMS AG	4,0x	5,1x	0,7x	4,8x			
PANKL RACING SYSTEMS AB	9,4x	13,8x	18,6x	11,6x			
MONTUPET	8,0x	13,8x	10,4x				
SOGEFI	4,0x	5,2x	7,1x	3,1x			
BREMBO SPA	0,1x	15,1x	20,7x	6,0x			
GAURECIA	6,7x			6,8x			
LEONI AG	3,7x	6,8x	8,5x				
MAYFLOWER CORPORATION PLC	4,8x	7,2x		5,8x			
PHOENIX AG	6,2x	14,8x	19,8x				
KOLBENSCHMIDT PIERBURG AG		5,5x	5,0x				
KIEKERT AG	5,2x	6,7x	11,1x	7,4x			
SAI AUTOMOTIVE AG	5,1x	10,6x	20,7x	5,7x			
LAIRD GROUP PLC	7,0x						
BBA GROUP PLC	7,1x	10,2x	5,1x	3,8x			
VALEO	4,4x	0,6x	10,0x	4,4x			
AUTOLIV INC	7,1x			6,6x			

Grupo Isolux



Ingeniería y Montajes Industriales

Fecha de Inversión:	Junio 1999
Cantidad invertida:	14.424 miles de euros
Fecha cierre de contabilidad:	31 de Diciembre
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	29,41%
Valoración a 31.12.2001 (miles de euros): 46.372	

Resumen de la Transacción:

A principios de Junio de 1999, Dinamia, junto a otros socios financieros, colideró con Bridgepoint Capital el MBO de esta compañía, adquiriendo el 30% del capital de la misma. El resto del accionariado se reparte de la forma siguiente:

➤ Fondos gestionados por Bridgepoint Capital	30,64%
➤ Otros inversores financieros	36,51%
➤ Directivos	3,44%

El precio de compra implica los siguientes múltiplos de adquisición (sobre resultados de 1.998):

EBITDA*	EBIT
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

El Grupo Isolux, cuyo capital pertenecía en su totalidad a la Corporación Industrial y Financiera Banesto, dedica su actividad al desarrollo de ingeniería y montajes industriales, ofreciendo una gestión integral de proyectos a sus clientes.

Isolux Wat ha evolucionado muy favorablemente durante estos últimos años, consolidando su posición en el mercado nacional e internacional, lo que le ha convertido en uno de los principales competidores en el mercado, junto a compañías como Amper, Abengoa, Radiotróica o Elecnor. La positiva evolución de los indicadores de la Compañía, unido a la potencialidad de los sectores en los que desarrolla su actividad –telecomunicaciones, hidráulica y medio ambiente, energía e industria-, garantizan un importante crecimiento de la compañía, tanto en ventas como en resultados.

Dirección de la compañía

Los principales directivos de la compañía son D. Luis Delso y D. José Gomis, (Presidente y Vicepresidente). Son los grandes artífices del impresionante *turnaround* que ha

experimentado el grupo en los últimos años y de la inmejorable posición competitiva de que disfruta la compañía. Poseen entre ambos el 2,5% del capital del grupo.

Este equipo directivo, instaurado en 1994 tras la adquisición de Banesto por Banco Santander, ha completado con éxito una fase de reestructuración de la compañía centrándose en la generación de beneficios más que en volumen de ventas. Se ha reducido considerablemente el número de empleados, subcontratando gran parte de la ejecución de obra y utilizando empleo temporal en detrimento de los puestos fijos, convirtiendo así los gastos fijos en variables. Asimismo se ha mejorado la gestión de los sistemas de información y del fondo de maniobra.

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

*Cifras en miles de euros

	Auditoría 31.12.2000	Auditoría* 31.12.2001	Presupuesto 31.12.2001	Presupuesto 31.12.2002
Ingresos de Explotación	406.469	515.469	521.493	546.900
EBITDA	30.785	53.524	48.490	61.200
EBIT	23.996	46.027	40.521	45.400
BAI	12.327	31.061	38.116	42.800
Beneficio del ejercicio	11.241	26.925	27.689	27.100

* las cuentas de resultados no incluyen la amortización de los fondos de comercio de consolidación y fusión

Balance de Situación

*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	Auditoría 31.12.2001	Auditoría 31.12.2000	<u>PASIVO</u>	Real 31.12.2001	Auditoría 31.12.2000
Inmovilizado	79.563	57.278	Fondos Propios	91.123	67.239
Fondo de Comercio	47.978	51.047	Socios Externos	1.253	1.192
Activo Circulante	297.079	209.827	Acreedores largo plazo	36.074	25.971
Tesorería	18.740	8.257	Deuda a corto plazo	1.019	408
TOTAL ACTIVO	443.360	326.409	Pasivo Circulante	313.891	231.599
			TOTAL PASIVO	443.360	326.409

Evolución durante el primer semestre de 2001

Los resultados de 2001 para Isolux han superado, en cifra de ventas y resultados, tanto a los del año anterior como a los del presupuesto. La cifra de ventas ha sido un 27% superior a la del año anterior y el resultado de explotación un 92% superior (14% superior al presupuesto. Por su parte, la contratación durante 2001 ha continuado a buen ritmo, situándose la cartera actual en el entorno de los 600 millones de euros.

Además, este importante crecimiento, siguiendo con la política de racionalización de la plantilla, ha sido sostenido con contratación de personal eventual, que pasa a suponer más del 60%% del total de plantilla.

Valoración

Se ha realizado una valoración según los siguientes criterios:

- Según los múltiplos de compra de la compañía, se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 324.438 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 60.073 miles de euros.

- Comparación con múltiplos de otras empresas del sector cotizadas, aplicándose un descuento del 30% por iliquidez, con la que se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 231.272 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 46.372 miles de euros.

Siguiendo este último criterio, se valora la participación de Dinamia en 46.372 miles de euros.

Grupo Isolux

cifras en miles de euros

	Ventas	EBITDA	EBIT	B* Neto*	C.F.	Deuda Neta
Resultados a 31.12.2001	515.480	53.524	45.027	26.825	34.422	18.353

1) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPRA

	EBITDAx	EBITx	Media	Participación Dinamia
Múltiplos de compra	6,8x	7,5x		
Valoración	319.684	320.802	324.238	60.973

2) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES

	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF	Media	Ajustado por iliquidez	Participación Dinamia
Valoración según comparables	325.191	422.277	338.381	235.708	330.380	231.272	46.372
						Descuento por iliquidez	30%
Medias	6,4x	9,6x	12,6x	6,6x			
ABENGOA S.A.	5,7x	6,8x	14,2x	6,4x			
ACS ACTIVIDADES CONS Y SERV	6,0x	7,7x	11,8x	6,1x			
GRUPO DRAGADOS SA	7,7x	11,1x	11,3x	7,4x			
AMPER SA	6,3x	10,9x	12,2x	5,4x			

Arco Bodegas Unidas



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
Participación de Dinamía Capital Privado, S.C.R.:	8,00%
Valoración a 31.12.2001 (miles de euros): 18.040	

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 Dinamía. En Marzo de 2000 se acometió una ampliación de Pta5.000m, de los que Dinamía suscribió Pta2.000m, con lo que su participación en el capital de la compañía se elevó hasta el 8%. El resto del accionariado queda repartido como sigue:

➤ Alianza de Cosecheros de La Rioja	29,4%
➤ Fondos gestionados por Bridgepoint Capital	21,2%
➤ Equipo Directivo	14,7%
➤ Otros	26,7%

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, Bodegas Señorío de Urdáiz y Bodegas Hispano Argentinas; adicionalmente elabora y comercializa Vinos Mediterráneos y otros Vinos de la Tierra. Sus principales competidores son Freixenet, Codorniu y 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, 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) y es uno de los pilares de la excelente evolución de los resultados de la compañía en los últimos años.

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

*Cifras en miles de euros

	Auditoría 31.12.2000	Real 31.12.2001	Presupuesto 31.12.2001	Presupuesto 31.12.2002
Ingresos de Explotación	193.308	207.654	226.203	251.925
EBITDA	22.312	21.270	21.523	21.967
EBIT	19.555	18.122	18.428	18.708
Beneficio antes de impuestos	17.521	19.157	17.191	17.853
Beneficio del ejercicio	13.288	14.459	13.333	13.035

Balance de Situación

*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	Real	Auditoría	<u>PASIVO</u>	Real	Auditoría
	31.12.2001	31.12.2000		31.12.2001	31.12.2000
Inmovilizado	45.245	42.367	F. Propios	103.738	95.597
Activo Circulante	107.334	114.794	Socios Externos	4.654	3.122
Tesorería	2.300	4.824	Deuda a largo plazo	6.128	17.797
TOTAL ACTIVO	154.879	161.985	Deuda a corto plazo	4.048	3.040
			Pasivo Circulante	36.311	42.428
			TOTAL PASIVO	154.879	161.985

Evolución durante 2001

La evolución de los precios de la uva junto con la caída demanda en Rioja ha hecho que el año 2001 haya sido un difícil ejercicio para el sector del vino, especialmente en Rioja. Arco, sin embargo, dada su diversificación geográfica, presencia internacional (en 2001, por primera vez, las ventas en el exterior superaron las ventas nacionales) y política de mantener bajos niveles de stock (menos de un año de ventas frente a más de tres en el sector en Rioja), ha experimentado un incremento importante en su cifra de ventas (con una cifra récord de casi 52 millones de botellas), lo que le ha permitido obtener unos resultados similares a los del año anterior, a pesar del fuerte descenso de márgenes.

Valoración

Se ha realizado una valoración según los siguientes criterios:

- Según los múltiplos de compra de la compañía, se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 232.252 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 18.590 miles de euros.
- Comparación con múltiplos de otras empresas del sector cotizadas, aplicándose un descuento del 30% por iliquidez, con la que se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 220.829 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 17.676 miles de euros.

Se mantiene la última valoración efectuada, 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.**

Arco Bodegas Unidas, S.A.

cifras en miles de euros

	Ventas	EBITDA	EBIT	Dº Neto	C-F	Deuda Neta
Resultados a 31.12.2001	207.054	21.270	18.122	14.459	17.808	(2.653)

1) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPRA

	EBITDAx	EBITx	P/E	P/CF	Media	Participación Dinamia
Múltiplos de compra	10,0x	12,3x	18,0x	13,5x		8,00%
Valoración	233.985	226.148	291.500	237.332	232.262	18.040

2) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES

	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF	Media	Ajustado por iliquidez	Participación Dinamia
Valoración según comparables	317,375	325,836	332,011	208,859	215,470	220,826	17,670
						Descuento por iliquidez	30%
Medias	14,8x	17,8x	23,0x	16,3x			
BARON DE LEY	10,5x	12,9x	10,6x	8,8x			
BROWN-FORMAN CORP -CL A	8,0x	11,4x	17,3x	13,8x			
BODEGAS RIOJANAS SA	14,0x	18,3x	38,9x	20,6x			
BRL HARDY LIMITED	17,7x	20,8x	24,9x	19,9x			
VINA CONCHA Y TORO S.A.	15,2x	18,9x	22,8x	17,4x			
CIA VINICOLA DEL NORTE DE ES	14,7x	17,3x	21,1x	17,7x			
FEDERICO PATERNINA, S.A.	17,9x			15,7x			
PETER LEHMANN WINES LIMITED	15,2x	18,7x	18,0x	15,6x			
ROBERT MONDAVI CORP-CL A	9,3x	11,7x	14,1x	9,4x			
VINA SAN PEDRO S.A.	20,8x	27,5x	37,7x	26,0x			
CHALONE WINE GROUP LTD (THE)	15,0x			14,0x			
SOUTHCORP LIMITED	18,1x	22,8x	28,1x	18,4x			

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
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	7,37%
Valoración a 31.12.2001 (miles de euros) 7.294 (incluye el crédito a la participada)	

Resumen de la Transacción:

En Enero de 1999 Dinamia materializó, junto a otros fondos gestionados por Electra, el MBO de Capital Safety Group. El valor total de la transacción fue de £96,7m (unos Pta23.000m). El resto del accionariado se reparte de la forma siguiente:

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

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

EBITDA*	EBIT
8,3x	9,0

*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, acoladores, 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

	9 meses 31.12.2000	9 meses 31.12.2001	Presupuesto 31.12.2001	12 meses 31.03.2001	Ppto 31.03.2002
Ingresos de Explotación	82.970	87.017	99.431	114.093	135.308
EBITDA	14.650	15.547	17.538	21.331	24.594
EBIT	13.446	14.226	16.171	19.640	22.718
Beneficio antes de impuestos	5.391	6.806	8.857	8.390	13.076
Beneficio del ejercicio	4.417	5.183	7.031	7.091	10.642

Balance de Situación*

*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	Real	Real	<u>PASIVO</u>	Real	Real
	31.12.2001	31.03.2001		31.12.2001	31.03.2001
Inmovilizado	19.557	21.143	Fondos Propios	42.710	38.277
F. de Comercio	134.826	134.826	Crédito Accionistas	50.121	48.086
Activo Circulante	34.819	39.113	Acreedores a largo plazo	74.345	84.246
Tesorería	3.346	2.324	Deuda a corto plazo	5.848	3.515
TOTAL ACTIVO	192.549	197.405	Pasivo Circulante	19.523	23.281
			TOTAL PASIVO	192.549	197.405

Descripción del mercado

El mercado de equipos de seguridad en el mundo se estima en 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 2001

La evolución de la compañía durante los primeros nueve meses del ejercicio 2001-02 ha sido satisfactoria, con tan sólo un ligero retraso con respecto al presupuesto, a pesar de la difícil situación en EEUU, originada tras el 11 de septiembre. Se espera que, a pesar de ello, CSG pueda crecer su resultado de explotación en un 10% con respecto al año anterior, con fuerte generación de cash-flow libre y sin problemas para atender a los compromisos de la deuda de adquisición.

Valoración

Se ha realizado una valoración según los siguientes criterios:

- Según los múltiplos de compra de la compañía, se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 71.207 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 5.251 miles de euros.
- Comparación con múltiplos de otras empresas del sector cotizadas europeas, aplicándose un descuento del 30% por iliquidez, con la que se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 48.062 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 3.544 miles de euros.

Dado que el más conservador de los anteriores criterios no difiere sustancialmente de la última valoración, se mantiene la **valoración de la participación de Dinamia en 3.320 miles de euros** (más el crédito por 3.974 miles de euros), ajustada por el tipo de cambio con la libra esterlina a 31.12.2001:

Cifras en miles de euros	Según tipo de cambio		
	Valor en libras	Valoración	31.12.2001
	1 £ = 238 ptas	1 £ = 238 ptas	1 £ = 273,436 ptas
Acciones	2.752	2.890	3.320
Crédito	3.082	3.082	3.540
Intereses devengados	377	377	434
TOTAL	6.211	6.349	7.294

Capital Safety Group

Cifras en miles de euros

	Ventas	EBITDA	EBIT	Bº Neto	C-Fº	Deuda Neta
Resultados est a 31.03.2002	126.281	23.796	22.089	0.091	11.718	126.868

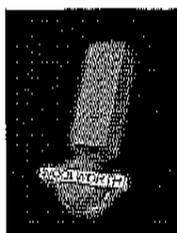
1) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPRA

	EBITDAx	EBITx	Media	Ajustado	Participación Dinamia
Múltiplos de compra	8,8x	9,0x			7,37x
Valoración	70.815	71.498	71.207	71.207	5.251

2) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES

	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF	Media	Ajustado por iliquidez	Participación Dinamia
Valoración según comparables	10,20x	7,2,94x	10,25x	81,18x	88,66x	48,06x	3,54x
						Descuento por iliquidez	30%
Medias	6,1x	9,1x	10,2x	6,9x			
BUDERUS AG	4,6x	5,0x	8,8x	6,4x			
NOVAR PLC	5,6x	8,8x	4,6x	3,0x			
KONE OYJ-B SHS	5,0x	6,8x	8,8x	6,2x			
CARDO AB	5,2x	7,3x	9,8x	5,7x			
LAPEYRE	6,8x	8,4x		11,1x			
UPONOR OYJ	6,8x	12,2x		7,5x			
YARKETT SOMMEH AG	4,3x	7,5x	11,8x				
ULTRAFRAME PLC	12,4x	14,6x	19,1x				
DECEUNINCK	9,0x	14,7x		9,0x			
SIG PLC	5,2x	6,5x	9,0x	6,8x			
WIENERBERGER AG	4,0x	5,9x					

Deutsche Woolworth



Cadena de 357 grandes almacenes en Alemania y Austria

Fecha de Inversión:	Diciembre 1998
Cantidad invertida:	4.309 miles de euros
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	
➤ DWW Deutsche Woolworth Holdings GmbH	5% 4,94%
➤ DWW Beteiligungs GmbH	5,55%
Valoración a 31.12.2001(miles de euros): 3.107	

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 (originariamente Dr. Peter Wessels Vermögensverwaltung GmbH) y DWW Beteiligungs GmbH (originariamente Dr. Peter Wessels Beteiligungsverwaltung GmbH). El resto del accionariado se reparte de la forma siguiente:

- Fondos gestionados por Electra Managers 85%
- Directivos 10%

El precio total de compra ascendió a DM1.100m:

	DM	Ptas.	€
Equity	40,6	3.454	20,8
Shareholders' Loan	109,4	9.307	55,9
Deuda Bancaria	950	80.818	485,7
TOTAL	1.100	93.579	562,4

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.

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 DM1.200m (Pta102.000m). 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), Jörg Ulmschneider (Retail Director) y Friedich Dann (Finance Director).

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

*Cifras en miles de euros

	Auditoría 31.12.2000	Real 31.12.2001	Presupuesto 31.12.2001	Presupuesto 31.12.2002
Ingresos de Explotación	1.012.284	978.297	1.026.687	905.000
EBITDA	22.038	2.438	24.405	(6.400)
EBIT	4.162	(17.835)	5.535	(25.500)
BAI	1.735	20.099	n.d.	n.d.
Beneficio del ejercicio	5.595	19.960	n.d.	n.d.

Balance de Situación

*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	Real 31.12.2001	Auditoría 31.12.2000	<u>PASIVO</u>	Real 31.12.2001	Auditoría 31.12.2000
Inmovilizado	394.077	403.138	F. Propios	54.988	33.117
Activo Circulante	187.937	207.030	Socios Externos	(8.523)	(6.456)
Tesorería	70.001	101.152	Crédito Accionistas	0	64.245
TOTAL ACTIVO	652.015	711.321	Deuda y asimilados	395.923	462.349
			Pasivo Circulante	209.627	158.066
			TOTAL PASIVO	652.015	711.321

Evolución durante 2001

El primer semestre de 2001 fue la confirmación de la lentitud con que el turnaround de la compañía se estaba llevando a cabo, lo cual, unido al entorno negativo del comercio minorista en Alemania, ha derivado en unos resultados muy por debajo de lo previsto. Tras esta situación, se decidió cambiar el equipo directivo. A pesar de ello, la buena gestión del circulante y venta de activos no productivos permiten atender los compromisos de la deuda de la compañía, hoy en su totalidad hipotecaria, una vez cancelada la deuda de adquisición de la compañía.

Valoración

La mala evolución de la compañía durante 2001 y el retraso en los efectos de la reestructuración, y al igual que su mayor accionista (Electra), en Junio pasado se procedió a provisionar la totalidad de la inversión en capital. Adicionalmente, y dado que el crédito participativo será capitalizado para reestablecer el equilibrio patrimonial de la compañía, los intereses devengados son ahora también provisionados. Por tanto, la valoración de la participación en la compañía queda así reducida al valor nominal del crédito, considerado como ya capitalizado, apoyando este aspecto en el valor del patrimonio inmobiliario de la compañía. Con todo ello, **la participación de Dinamia queda valorada en 3.107 miles de euros.**

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
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	25,06%
Valoración a 31.12.2001: 7.383 (incluye el crédito a la participada)	

Resumen de la Transacción:

Dinamia adquirió en Julio de 1998 el 25,06% del Grupo Aznar, ascendiendo el precio total de compra a Pta6.390m. Esta adquisición se realizó a través de una compañía de nueva creación que actúa a modo de holding y en la que se inyectaron Pta6.700m (Pta1.400m de capital, Pta1.800m de crédito participativo y Pta3.500m de deuda bancaria). El resto del accionariado se reparte de la forma siguiente:

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

El precio de representa unos múltiplos de adquisición de: (sobre cifras de 31.03.1998)

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 se fundó en 1907 por la familia Aznar en Villafranca del Cid, Castellón, y tiene como actividad fundamental la confección de medias, calcetería, y desde hace unos años ha iniciado actividad en ropa interior, lencería, ropa de noche y baño.

Dirección de la compañía

La compañía mantiene la misma gestión que existía hasta la adquisición al grupo Hartstone, esto es: el antiguo equipo gestor actualmente incorporado al capital. No se estiman cambios en el futuro.

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

*Cifras en miles de euros

	9 meses Real 31.12.2000	9 meses Real 31.12.2001	9 meses Presupuesto 31.12.2001	12 meses Auditoría 31.03.2001	12 meses Presupuesto 31.03.2002
Ingresos de Explotación	59.276	61.907	63.461	82.756	85.120
EBITDA	6.739	6.887	7.063	10.023	9.800
EBIT	4.489	4.520	4.718	6.996	6.635
Beneficio antes de impuestos	3.199	3.412	3.411	4.080	4.999
Beneficio del ejercicio	3.166	2.388	2.387	4.049	3.232

Balance de Situación

*Cifras en miles de euros

ACTIVO	Real	Auditoría	PASIVO	Real	Auditoría
	31.12.2001	31.03.2001		31.12.2001	31.03.2001
Inmovilizado	14.160	14.841	F. Propios	29.860	27.472
Activo Circulante	50.740	45.078	Crédito Accionistas L/P	1.048	1.542
Tesorería	3.384	8.669	Deuda a largo plazo	13.966	15.926
TOTAL ACTIVO	68.284	68.588	Deuda a corto plazo	9.791	6.959
			Pasivo circulante	13.619	16.688
			TOTAL PASIVO	68.284	68.588

Descripción del mercado

Las medias son un producto muy maduro y está ampliamente diversificado, existiendo un abanico muy amplio de calidades, terminaciones, colores, grosor de los hilos y/o de la media, etc. Como consecuencia existe igualmente un amplio abanico de precios pudiéndose encontrar producto desde 100 a 5.000 pesetas (PVP), ó incluso más, cada par de medias. La última novedad aparecida ha sido la media de lycra, consistente en utilizar esta fibra en los hilos que van a ser utilizados (normalmente de nylon) de dos formas diferentes, ó bien recubriendo la lycra con un filamento de nylon, o bien tejida como un hilo más quedando el hilo de nylon recubierto por el hilo de lycra. La lycra ha aportado fundamentalmente mayor resistencia al producto, lo que ha originado dos efectos fundamentales. Por un lado, el producto tiene mucha más duración, lo que ha supuesto una reducción del mercado en volumen. Por otro se ha producido un incremento de precio del producto medio que ha compensado el efecto volumen. Marie Claire es el líder del mercado español de medias con una cuota del 18%, cuota que ha ido incrementando progresivamente desde el 12,6% que tenía en 1994.

Por su parte, el mercado de los calcetines está muy fragmentado. Ha crecido hasta ahora con tasas de dos dígitos aunque se espera que se estabilice. La marca es prácticamente irrelevante.

En cuanto a la lencería, ropa interior, de baño y de noche, Marie Claire opera en este mercado a través de Azinsa, que vende una gama amplia de productos bajo la marca Marie Claire. Este es igualmente un mercado fragmentado en el que la estrategia de Aznar es ocupar nichos de mercado rentables. Azinsa es prácticamente el único fabricante español de combinaciones que es un mercado, decreciente, ya que esta prenda sólo es usada por personas mayores. Aprovechando la tecnología del tejido circular de las medias, ha lanzado la braga sin costuras, producto que ha tenido mucho éxito y que soporta junto a los bañadores el crecimiento de Aznar. El crecimiento de los bañadores se apoya en una relación precio-calidad media y publicidad. Azinsa se acaba de introducir igualmente en el segmento de ropa interior masculina con la marca Kler, que es la línea a mantener el crecimiento futuro.

Evolución durante 2001

En general, Marie Claire, cumplirá al 100% los objetivos económicos marcados en el presupuesto del año que finaliza en marzo de 2002, si bien por divisiones merecen destacarse los siguientes aspectos:

- La división de medias muestra una ligera contracción de alrededor del 3% en ventas frente al ejercicio anterior, como consecuencia de la situación de atonía de este mercado a nivel global, que mantiene la tendencia decreciente de los últimos ejercicios. No obstante Marie Claire mantiene su mejor posición relativa que va incrementando durante los últimos años.
- En la división de calcetines se mantiene el favorable ritmo sostenido de crecimiento a tasas del 5% que se viene realizando los últimos ejercicios.
- Sigue sobresaliendo la división de confección, que mantiene tasas de crecimiento del 15%, con subidas en todas las líneas, destacando especialmente las líneas de baño (líder en el mercado nacional), interior de caballero y lencería. La estrategia seguida en los últimos años de renovación e innovación de producto con el apoyo de marca del grupo, está mostrando plenamente sus frutos. La división de confección aportará en este ejercicio más de la tercera parte del beneficio operativo, consolidándose como la segunda división en importancia tras la de medias.
- En el área internacional se ha puesto en marcha durante el ejercicio Marie Claire, Polonia, sociedad distribuidora que depende funcionalmente de la filial en Holanda. El esfuerzo por las inversiones y la apertura de mercado lastrará este año los resultados de la filial holandesa aunque no es significativo en relación al grupo, sin embargo se están empezando a confirmar las buenas perspectivas comerciales que se anticiparon en su momento y especialmente en las líneas de confección.

La conjunción de todos los factores anteriores, hará que se realice un ejercicio en línea con el presupuesto que se aprobó, cumpliéndose al 100% las expectativas iniciales.

Valoración

Se ha realizado una valoración de Marie Claire, siguiendo dos diferentes criterios:

- Según los múltiplos de compra de la compañía, se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 27.523 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 6.898 miles de euros.
- Comparación con múltiplos de otras empresas del sector cotizadas europeas, aplicándose un descuento del 30% por iliquidez, con la que se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 36.685 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 9.194 miles de euros.

La gran divergencia que existe entre los dos criterios, se explica por la importancia que adquiere el tamaño, la marca y el producto específico en la industria textil y por la no existencia de comparables directos. Las compañías cotizadas comparables utilizadas, aún una vez aplicado el descuento por iliquidez, tienen un tamaño superior al de Marie Claire, por lo que es lógico que la valoración de Marie Claire deba reflejar un descuento adicional. Por ello, y siguiendo las directrices de la EVCA, se utiliza el método de valoración según los múltiplos de adquisición de la compañía.

Dada la poca diferencia del primero de los criterios con la última valoración realizada, no se modifica la valoración de la compañía; esto es, se valora la participación de Dinamia en 6.885 miles de euros.

Marie Claire, S.A.

cifras en miles de euros

	Ventas	EBITDA	EBIT	B* Neto*	G-F	Book V.	Deuda Neto*
Resultados estimados a 31.03.2002	85.120	9.800	6.835	3.232	6.398	29.880	14.217
*Proyectado a 31.03.2002							

1) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPRA

	Ventasx	EBITDAx	EBITx	Media	Participación Dinamia
Múltiplos de compra	0,5x	4,2x	6,0x	2,06x	2,06x
Valoración	90.549	28.520	25.402	27.526	6.885

2) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES

Valoración según comparables	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF	Media	Ajustado por liquidez	Participación Dinamia
					52.407	36.605	9.134
						Descuento por liquidez	30%
Medias	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF			
	8,0x	9,7x	14,2x	7,7x			
GRUPE ZANNIER	8,4x	7,5x	8,0x	8,5x			
WOLFORD AG	8,7x			5,0x			
CSP INTL INDUSTRIA CALZE SPA	8,0x			5,3x			
IC COMPANYS AVS	8,0x	15,7x	21,3x	7,0x			
SLIMMA PLC	8,8x	4,6x	5,1x	4,1x			
VILENZO INTERNATIONAL NV	12,5x			12,3x			
ALEXON GROUP PLC	7,6x	15,1x	21,8x	8,1x			
GERRY WEBER INTL AG	5,8x	8,7x	10,2x	8,0x			
VAN DE VELDE NV	7,8x	0,6x	15,4x	13,3x			
VAN HECK-TWEKA	10,7x		14,4x	6,2x			

Educa Borrás, S.A.



Juguetes Educativos

Fecha de Inversión:	Diciembre 2000
Cantidad inicial invertida:	Pta500m
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	39,73%
Valoración a 31.12.2001 (miles de euros): 3.005	

Resumen de la Transacción:

En Diciembre de 2000, Dinamia suscribió una ampliación de capital en Borrás Plana por un importe de Pta500m. A su vez, Catalana d'Iniciatives y Team Toys (equipo directivo) suscribieron Pta300m 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.

El resto del accionariado se reparte de la siguiente manera:

➤ Catalana d'Iniciatives	23,84%
➤ Team Toys (directivos)	33,13%
➤ Otros	3,30%

Descripción de la compañía

Borrás es 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, Teleesquech, Conector,... Las gamas de ambas marcas permiten una integración total del negocio.

Educa Sallent se dedica a la fabricación y comercialización de juguetes educativos. Dispone de un extenso catálogo de puzzles y juguetes educativos, juegos de mesa y juguetes electrónicos educativos. Educa fabrica sus propios puzzles, juegos educativos y de mesa, comercializándolos bajo la marca Educa, de gran prestigio en el mercado español. Los juguetes electrónicos son fabricados en Asia por Team Concepts y se comercializan con las marcas Educa y Team Concepts.

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

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 está José Maxenchs, un buen ejecutivo con grandes dotes comerciales y con un buen curriculum en multinacionales de gran consumo (Braun, Tefal,...). El Sr.

Maxenchs, actual Consejero Delegado de Borrás Plana, S.A. será el Presidente Ejecutivo y Florenci Verbón —ex Director General de Educa Sallent— lo es ahora de Educa-Borrás.

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

*Cifras en miles de euros

	Proforma 12 meses 31.03.2001	Real 9 meses 31.12.2001
Ingresos de Explotación	19.082	15.428
EBITDA	1.883	2.237
EBIT	920	1.527
Beneficio antes de impuestos	(415)	667
Beneficio del ejercicio	(427)	667

Balance de Situación

*Cifras en miles de euros

ACTIVO	Real	Proforma	PASIVO	Real	Proforma
	31.12.2001	31.03.2001		31.12.2001	31.03.2001
Inmovilizado	5.950	6.070	Fondos Propios	7.236	6.575
Activo Circulante	20.314	13.439	Acreedores a largo plazo	2.687	2.717
Tesorería	168	589	Deuda a corto plazo	6.503	5.277
TOTAL ACTIVO	26.433	20.098	Pasivo Circulante	10.007	5.529
			TOTAL PASIVO	26.433	20.098

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, si incluimos 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.

El acuerdo alcanzado por ambas compañías supone el reto de convertir a Educa-Borrás en el líder del sector del juego y puzzle del mercado español y una de las primeras a nivel europeo.

Evolución durante 2001

El cierre del ejercicio a 31 de Marzo coincidió con la fusión total de Educa Sallent y Borrás Plana, pasando a ser una única sociedad denominada Educa Borrás, S.A. Dicha fusión, totalmente completada desde el punto de vista jurídico, ha supuesto la integración total de los equipos de ambas compañías. Aunque aún no ha transcurrido un ejercicio completo se han comenzado ya a percibir las sinergias de la fusión y de la reestructuración llevada a cabo en Educa durante el anterior ejercicio, con reducciones significativas en los costes de estructura y un proceso productivo más eficiente. Con estas consideraciones, el presente ejercicio supondrá la vuelta del beneficio neto a los números negros.

Valoración

Aunque acaba de transcurrir un año desde su adquisición, y a pesar de las favorables perspectivas actuales, se mantiene su **valoración a coste de adquisición Pta500m**, dada la situación de la compañía, aún en fase de recuperación y sin un ejercicio económico completado sobre el que realizar hipótesis de valoración consistentes.

Anexo

Revisión de la valoración realizada por el gestor