

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

30 de Junio de 2001

NAV por acción = €20,00 (Pta3.327)

Índice

	<u>Página</u>
Introducción.....	3
Desarrollo de las actividades durante el primer semestre de 2001.....	3
Net Asset Value a 30 de Junio de 2001.....	4
Resumen de la valoración de la cartera de no cotizadas.....	5
Hechos posteriores a 30.06.2001: Distribución de dividendos.....	6
Comisión de éxito de la gestora Nmás1 Electra.....	6
 Compañías integrantes de la cartera de no cotizadas:	
Grupo Undesa.....	8
Grupo Robbialac.....	12
Industrias Anayak.....	16
Cables Perti.....	20
Grupo Isolux.....	22
Arco Bodegas Unidas.....	24
Capital Safety Group.....	26
Deutsche Woolworth.....	30
Marie Claire.....	34
Educa Borrás.....	38
Movinord.....	42
 Anexo:	
Revisión de la valoración realizada por el gestor (Informe de KPMG).....	46

Introducción

El presente informe tiene como objeto realizar una aproximación a la valoración del Patrimonio de Dinamia Capital Privado S.C.R., S.A. a 30 de Junio de 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 30 de Junio de 2001 (Ibex 35: 8.878,4).

Desarrollo de las actividades durante el primer semestre de 2001

- Abril 2001: Dinamia acudió a una ampliación de capital en la sociedad People Communications, S.A., en la que desembolsó Pta125m por un 3,7% del capital de la compañía. Con fecha posterior a 30 de Junio de 2001, acudió a una segunda ampliación de capital en la misma sociedad, desembolsando Pta107m y elevando así su participación hasta el 6%.
- Mayo 2001: Dinamia realizó una ampliación de capital de Pta17m en la sociedad Atención Empresarial, S.L.. Con fecha posterior a 30 de Junio de 2001, acudió a una segunda ampliación de capital en la misma sociedad, desembolsando Pta350m 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.

Net Asset Value a 30 de Junio de 2001

Con estos datos, el resultado obtenido es un Net Asset Value por Acción de €20,00 (Pta3.327):

Net Asset Value por acción a 30 de Junio de 2001						
	NAV a	NAV a	NAV a	NAV a	Cartera según valor en libros	NAV a
	31.12.1997	31.12.1998	31.12.1999	31.12.2000	30.06.2001	30.06.2001
<i>*Datos en millones de Ptas., excepto por acción</i>						
Acciones	8.756	7.959	14.747	20.149	14.092	20.564
<u>Créditos a participadas</u>	<u>260</u>	<u>2.048</u>	<u>2.399</u>	<u>1.268</u>	<u>1.374</u>	<u>1.374</u>
Inversiones no cotizadas (1)	9.008	10.007	16.847	21.417	15.456	21.938
Acciones cotizadas (Ibex)		3.085	3.639	785	(*) 785	(*) 766
Acciones cotizadas (Funespaña)		1.465	0	0	0	0
Tesorería	10.930	7.607	3.554	8.068	5.092	5.892
<u>Total Activos Líquidos (2)</u>	<u>10.939</u>	<u>12.157</u>	<u>7.193</u>	<u>6.851</u>	<u>6.658</u>	<u>6.658</u>
Otros Activos (3)	13	47	590	183	238	238
TOTAL ACTIVOS (4) = (1)+(2)+(3)	19.958	22.211	24.430	28.451	22.353	28.834
Pasivos (5)	(79)	(171)	(1.411)	(478)	(387)	(387)
TOTAL ACTIVOS NETOS (6) = (4)+(5)	19.879	22.040	23.019	27.973	21.966	28.447
Ajuste por dividendos Julio 1999 (7)	(428)	(420)				
Ajuste por dividendos Julio 2000 (8)	(588)	(588)	(588)			
Ajuste por dev. prima de emisión Julio 2000 (9)	(427)	(427)	(427)			
TOTAL ACTIVOS NETOS aj. (10) = (6)+(7)+(8)+(9)	18.456	20.615	22.023	27.073	21.966	28.447
Nº de acciones (11)	8.000.000	8.550.000	8.550.000	8.550.000	8.550.000	8.550.000
NAV por acción = (10)/(11)	2,051 Pta	2,411 Pta	2,576 Pta	3,272 Pta	2,568 Pta	3,327 Pta
Incremento de valor del NAV por acción	12,32	14,49	15,18	19,66	15,44	20,00
Cotización del Ibex 35	7.255,4	9.836,6	11.641,4	9.109,8		8.676,4
Crecimiento del Ibex 35		35,6%	18,3%	-21,7%		-2,5%
Cotización en Bolsa (aj. por dividendo)	13,63	8,74	7,95	10,35	13,19	13,19
	2.269 Pta	1.464 Pta	1.323 Pta	1.722 Pta	2.195 Pta	2.195 Pta
Descuento (Premium) sobre NAV	(10,6%)	39,7%	48,6%	47,4%	14,0%	34,0%

(*) A valor de Mercado según cotización a 30.06.2001: Ibex35 a 8978,4

Resumen de la valoración de la cartera de no cotizadas.

Criterios generales de valoración utilizados. En líneas generales, se han mantenido las valoraciones de las participaciones que se realizaron en el Informe de Valoración a 31 de Diciembre de 2000 (salvo las excepciones que más adelante se detallan). Como norma general, se utilizaron en dicho informe dos criterios para la valoración de las compañías de la cartera:

- Aplicación de los múltiplos a los que Dinamia adquirió las compañías a los resultados de cierre estimados para 2000.
- Criterios que la EVCA (European Venture Capital Association) fija para la valoración de compañías que forman parte de la cartera de una sociedad de capital riesgo: valoración según múltiplos de compañías cotizadas comparables, aplicando descuentos por liquidez del 30%.

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

A continuación se detalla un resumen de la valoración a 30.06.2001 de las sociedades no cotizadas:

Valoración a 30.06.2001 de la cartera de no cotizadas						
VALORACIÓN TOTAL CARTERA a 30.06.2001						
cifras en millones de ptas.			Valor en libros	Múltiplos de comparables	Múltiplos de Compra	Valoración Nmás1 Electra
Acciones: (A)			15.456	25.237	24.187	21.938
Más Créditos a participadas: (B)						
TOTAL CARTERA (A+B)						

VALORACIÓN ACCIONES A 30.06.2001						
	% Dinamia	Diluido	Valor en libros	Por múltiplos de mercado(1)	Por múltiplos de compra(1)	Valoración Nmás1 Electra
Movinord, S.A.	45,18%	45,18%	915,9	1.929,8	2.034,2	1.929,8
Marie Claire, S.A.	25,06%	25,06%	802,0	1.917,3	1.109,0	1.145,6
DWW Deutsche Woolworth(2)	4,94%	4,94%	-	-	-	-
DWW Beteiligungs(2)	5,55%	5,55%	-	-	-	-
Capital Safety Group Limited	7,37%	7,37%	457,9	482,3	810,0	557,3
Arco Bodegas Unidas, S.A.	8,00%	8,00%	2.908,5	3.187,5	3.059,4	3.001,6
Grupo Isolux (3)	30,00%	20,55%	2.400,0	7.165,6	7.680,2	7.165,6
Cables Perti, S.A.	78,98%	78,98%	783,8	994,2	987,7	950,1
Industrias Anayak, S.A.	63,06%	63,06%	1.170,3	1.188,9	1.022,8	1.170,3
Grupo Robbialac (4)	33,46%	33,46%	2.283,5	2.273,8	2.273,8	2.283,5
Soc. Gest. de Televisión NetTV, S.A. (5)	1,50%	1,50%	19,1	19,1	19,1	19,1
Unión Deriván S.A. (Grupo Undesa)	48,77%	48,77%	1.700,0	4.102,1	3.187,2	1.700,0
Educa Borrás, S.A.	39,73%	39,73%	500,0	500,0	500,0	500,0
People Communications, S.A.	3,70%	3,70%	124,8	124,8	124,8	124,8
Atención Empresarial, S.L.	22,22%	22,22%	16,7	16,7	16,7	16,7
TOTAL ACCIONES (A)			14.082,4	23.863,1	22.812,8	20.564,3

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

(2) Estas dos compañías son dos sociedades patrimoniales que sirvieron como vehículo para la inversión en el Grupo Deutsche Woolworth. Sus nombres completos son DWW Deutsche Woolworth Holding GmbH y DWW Beteiligungs GmbH.

(3) Dinamia participa en la sociedad holding propietaria del 100% del Grupo Isolux, cuyo nombre completo es Tenedora de Acciones Ywal, S.A.

(4) Dinamia participa en la sociedad holding propietaria del 100% del Grupo Robbialac, cuyo nombre completo es Nova Robbialac Industria Ibérica de Tintas, S.A.

(5) Dinamia participa en esta compañía a través de la sociedad Dinamia Televisión, S.L. de la que es titular del 76% del capital. Dinamia Televisión, o su vez, ostenta el 2% de NetTV.

	CRÉDITOS A PARTICIPADAS		
	Intereses		TOTAL
	Principal	devengados	
Marie Claire	99,8	2,0	101,6
Deutsche Woolworth	534,2	91,6	625,8
Capital Safety Group	594,3	52,0	646,4
TOTAL CRÉDITOS A PARTICIPADAS (B)	1.228,1	145,6	1.373,8

Hechos posteriores a 30.06.2001: Distribución de dividendos

La Junta General de Accionistas de Dinamia de 29.06.2001 acordó el reparto entre los accionistas de Pta996m (o €0,7 por acción), correspondientes a la distribución de dividendos con cargo al resultado del ejercicio 2000. El pago a los accionistas se hizo efectivo durante el mes de Julio de 2001, fecha posterior a la del cálculo del NAV, objeto del presente informe.

El NAV considerando el descuento de dividendo sería el siguiente:

	NAV a 31.12.1997	NAV a 31.12.1998	NAV a 31.12.1999	NAV a 31.12.2000	Cartera según valor en libros 30.06.2001	NAV a 30.06.2001
<i>*Datos en millones de Ptas., excepto por acción</i>						
TOTAL ACTIVOS NETOS (1)	19.879	22.040	23.019	27.973	21.966	28.447
Ajuste por dividendos Julio 1999 (2)	(428)	(428)				
Ajuste por dividendos Julio 2000 (3)	(669)	(598)	(568)			
Ajuste por div. prima de emisión Julio 2000 (4)	(427)	(427)	(427)			
Ajuste por dividendos Julio 2001 (5)	(896)	(908)	(908)	(896)	(896)	(996)
TOTAL ACTIVOS NETOS aj. (6) = (1-2-3-4-5)	17.460	19.620	21.028	26.977	20.870	27.451
Nº de acciones (7)	9.000.000	8.550.000	8.550.000	8.550.000	8.490.000	8.550.000
NAV por acción = (6)/(7)	1.940 Pta	2.295 Pta	2.459 Pta	3.166 Pta	2.453 Pta	3.211 Pta
	11,66	13,79	14,78	18,96	14,74	19,30
Incremento de valor del NAV por acción		18,3%	7,2%	28,3%		1,8%
Cotización del Ibex 35	7.255,4	9.836,6	11.641,4	9.109,8		8.878,4
Crecimiento del Ibex 35		35,6%	18,3%	-21,7%		-2,5%
Cotización en Bolsa (aj. por dividendo)	12,93	8,04	7,25	9,65	12,49	12,49
	2.152 Pta	1.337 Pta	1.206 Pta	1.606 Pta	2.078 Pta	2.078 Pta
Descuento (Premium) sobre NAV	(10,9%)	41,7%	51,0%	49,1%	15,3%	35,3%

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 por qué 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 venta (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 30 de Junio de 2001 a un precio igual al de las valoraciones realizadas por Nmás1 Electra y que se detallan en el presente informe:

NAV a 30.06.2001	28.447
Performance fee teórico	(1.234)
Valor liquidativo a 30.06.2001	27.213
Por acción (Pta)	Pta 3.183
	€ 19,13

Grupo Undesa



Desarrollo, producción y comercialización de productos oleoquímicos

Fecha de Inversión:	Julio 2000
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Importe de adquisición:	Pta1.700m
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	48,8%
Valoración a 31.12.2000	Pta1.700m

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 Mirachem, S.r.L. (ambas filiales de Reckitt-Benckiser). La operación fue apalancada mediante deuda bancaria proporcionada por Paribás por un importe de Pta4.300m.

Dinamia tomó una participación del 48,8%, quedando el resto del accionariado repartido de la forma siguiente.

- Fondos gestionados por Corpfin 28,7%
- Fondos gestionados por Espiga 18,6%
- Equipo directivo 3,9%

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 constituirían 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 Bargueño, 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 millones de ptas.

	Real 30.06.2001	Real agr. 30.06.2000	Presupuesto 30.06.2001	Real 31.12.2000	Presupuesto 31.12.2001
Ingresos de Explotación	7.031	6.928	7.180	13.135	13.771
EBITDA	1.045	947	1.030	2.125	1.961
EBIT	759	685	744	1.607	1.418
BAI	647	600	614	1.345	1.172
Beneficio del ejercicio	395	374	371	779	710

Balance de Situación

*Cifras en millones de ptas.

ACTIVO	Real	Auditoría	PASIVO	Real	Auditoría
	30.06.2001	31.12.2000		30.06.2001	31.12.2000
Inmovilizado	4.633	4.844	Fondos Propios	4.617	4.221
Activo Circulante	5.041	4.923	Acreedores a L/P	4.587	4.295
Tesorería	2.733	1.742	Deuda a corto plazo	20	350
TOTAL ACTIVO	12.407	11.509	Pasivo Circulante	3.184	2.643
			TOTAL PASIVO	12.407	11.509

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 el primer semestre de 2001

Tras la operación de *management buyout* de Julio de 2000, la compañía ha demostrado una fuerte capacidad de generación de cash-flow libre, que ha permitido que a Junio de 2000, tan sólo un año después de la operación, se haya reducido a menos de la mitad el importante nivel de deuda de adquisición utilizado en la compra de la sociedad.

El primer semestre del presente año sigue confirmando la buena evolución de la compañía, con resultados muy en línea con el presupuesto, siendo capaces incluso de mejorar los márgenes previstos, que se preveía descendieran debido a los elevados precios de la energía.

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, Pta1.700m.**

Grupo Robbialac



Fabricación y comercialización de pinturas

Fecha de Inversión:	Diciembre 1999
Cantidad invertida:	Pta2.435m
Fecha cierre de contabilidad:	31 de Diciembre
Participación de Dinamía Capital Privado, S.C.R.:	33,46%
Valor de la participación a 30.06.2001:	Pta2.283m

Resumen de la Transacción:

En Diciembre de 1999, Dinamía 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	41,40%
➤ Williams Plc	23,70%
➤ Equipo directivo	1,44%.

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 millones de ptas.

	Real 30.06.2001	Real 30.06.2000	Presupuesto 30.06.2001	Real* 31.12.2000	Presupuesto 31.12.2001
Ingresos de Explotación	6.825	6.840	7.382	13.529	14.678
EBITDA	1.365	1.510	1.676	2.881	3.296
EBIT	1.148	1.311	1.465	2.447	2.873
BAI	630	915	978	1.544	2.003
Beneficio del ejercicio	422	670	647	1.113	1.305

* las cuentas de resultados no incluyen la amortización del fondo de comercio de consolidación generada en la adquisición ni los gastos de la transacción
Para el año 2000, estas cantidades son Pta781m y Pta739m, respectivamente

Balance de Situación

*Cifras en millones de ptas.

ACTIVO	Real	Auditoría	PASIVO	Real	Auditoría
	30.06.2001	31.12.2000		30.06.2001	31.12.2000
Inmovilizado	2.405	2.441	F. Propios	6.853	6.823
Fondo de Comercio	14.291	14.685	Deuda y asimilados	12.857	12.706
Activo Circulante	6.323	5.589	Pasivo Circulante	4.143	3.734
Tesorería	833	548			
TOTAL ACTIVO	23.853	23.263	TOTAL PASIVO	23.853	23.263

Evolución durante el primer semestre de 2001

El primer trimestre del año continuó la mala evolución de los resultados de la compañía producida en el año 2000, motivada por una débil demanda derivada de las adversas condiciones climatológicas, tanto en Portugal como en España. Sin embargo, el segundo trimestre ha mostrado una fuerte recuperación, tanto en ventas como en resultados, apoyada en un importante esfuerzo comercial, que ha permitido un importante incremento en la cifra de ventas, sin pérdida de márgenes y a costa tan sólo de un deterioro del capital circulante poco significativo. Además, es de gran relevancia que todos los *covenants* exigidos por los bancos que proporcionaron la elevada deuda de adquisición utilizada en la compra de la sociedad, están siendo cumplidos y se atiende a sus pagos sin incidencias. En este nuevo escenario, la dirección de la compañía considera que el presupuesto para el año 2001 será cumplido.

Valoración

Se mantiene la valoración efectuada a 31 de Diciembre de 2000, en la que se realizó una provisión de Pta152m sobre el coste de adquisición, quedando la **participación de Dinamia valorada en Pta2.283m.**

Industrias Anayak, S.A.



Diseño, fabricación y comercialización de máquinas-herramienta

Fecha de Inversión:	Septiembre 1999
Cantidad invertida:	Pta1.170m
Fecha cierre de contabilidad:	31 de Diciembre
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	63,06%
Valor de la participación a 30.06.2001:	Pta1.170m

Resumen de la Transacción:

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

El resto del accionariado se reparte de la forma siguiente:

➤ Equipo directivo 36,94%

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

EBITDA*	EBIT	B° Neto
4,4x	6,3x	7,5

*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 millones de ptas.

	Estimado 30.06.2001	Real 30.06.2000	Presupuesto 30.06.2001	Auditoría 31.12.2000	Presupuesto 31.12.2001
Ingresos de Explotación	2.557	2.286	2.674	4.724	5.159
EBITDA	204	42	218	305	460
EBIT	135	(23)	149	195	334
Beneficio antes de impuestos	126	(50)	117	109	271
Beneficio del ejercicio	101	(50)	94	81	217

Balance de Situación

*Cifras en millones de ptas.

ACTIVO	Real	Auditoría	PASIVO	Real	Auditoría
	30.06.2001	31.12.2000		30.06.2001	31.12.2000
Inmovilizado	955	984	Fondos Propios	1.578	1.485
Activo Circulante	2.826	2.612	Acreedores a largo plazo	309	169
Tesorería	290	192	Deuda a corto plazo	424	725
TOTAL ACTIVO	4.017	3.788	Pasivo Circulante	1.761	1.409
			TOTAL PASIVO	4.017	3.788

Evolución durante el primer semestre de 2001

La recuperación de los resultados de la compañía iniciada en el segundo semestre del año pasado se ha venido a confirmar en el primer semestre del presente año. Las nuevas familias de máquinas, cuyo desarrollo se realizó durante el año anterior y que fue el responsable de los malos resultados del ejercicio pasado, 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 primer semestre bien por encima de los Pta2.000m, situándose en la actualidad a niveles de máximos históricos.

Valoración

Se mantiene la valoración efectuada a 31 de Diciembre de 2000, en la que se mantuvo su valoración a su coste de adquisición, quedando la **participación de Dinamia valorada en Pta1.170m**

Adicionalmente, 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 Pta1.622m, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de Pta1.025m.
- Comparación con múltiplos de otras empresas del sector europeas, aplicándose un descuento del 30% por iliquidez, con la que se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de Pta1.745m, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de Pta1.100m.

Industrias Anayak, S.A.

Resultados estimados a 31.12.2001

Ventas	EBITDA	EBIT	Bº Neto	C-F	Deuda Neta	Book V.
5.159	480	334	217	343	443	1.485

1) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPRA

	EBITDAx	EBITx	P/E	Media	Participación Dinamia
Múltiplos de compra	4,4x	6,3x	7,5x		83,06%
Valoración	1.592	1.652	1.631	1.625	1.025

2) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES

	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF	Media	Ajustado por iliquidez	Participación Dinamia
Valoración según comparables	2,506	2,794	2,523	2,149	2,493	1,745	1,100
						Descuento por iliquidez	30%

Medias	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF
AGIE CHARMILLES HOLDING-REG	7,9x	9,5x	10,6x	8,3x
GILDEMEISTER ITALIANA	7,6x	12,1x	26,7x	11,1x
GILDEMEISTER AG	5,0x	7,0x	8,0x	3,6x
KENNAMETAL HERTEL AG	9,4x	14,5x	17,7x	10,5x
IWKA AG	8,2x	14,5x	11,2x	3,4x
JOH. FRIEDRICH BEHRENS AG	3,1x	4,1x	11,9x	3,3x
MIKRON HOLDING AG-REG NEW	5,5x	8,2x	8,1x	5,0x
SANDVIK AB	7,4x	10,5x	13,7x	9,4x
SIX HUNDRED GROUP PLC (THE)	8,1x		7,5x	5,1x
STARRAG-HECKERT HOLDING-REG	10,6x	18,9x	12,7x	6,9x
WALTER AG	4,1x	5,5x	9,3x	5,2x
NICOLAS CORREA SA	2,9x	4,6x	4,8x	2,7x
INFRANOR INTER-BEARER	5,3x	6,1x	10,0x	7,9x

Cables Perti, S.A.



Perti

AUTOMOTIVE CONNECTIONS

Proveedor de cableado para automoción

Fecha de Inversión:	Julio 1999
Cantidad invertida:	Pta962m
Fecha cierre de contabilidad:	31 de Diciembre
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	78,98%
Valor de la participación a 30.06.2001:	Pta950m

Resumen de la Transacción:

A principios de Julio de 1999, Dinamia, junto a otros socios financieros, lideró un MBI de esta compañía, adquiriendo el 80% del capital de la misma. El resto del accionariado se reparte de la forma siguiente:

- Varios Financieros 16,67%
- Director General 3,33%

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

EBITDA*	EBIT	Bº 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 del automóvil supone un importante potencial.

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

*Cifras en millones de ptas.

	Real 30.06.2001	Real 30.06.2000	Presupuesto 30.06.2001	Auditado 31.12.2000	Presupuesto 31.12.2001
Ingresos de Explotación	1.116	1.030	1.183	1.905	2.025
EBITDA	189	225	237	309	386
EBIT	149	202	199	261	339
BAI	109	199	161	218	349
Beneficio del ejercicio	85	129	117	166	227

* Las cuentas de resultados no incluyen la amortización del fondo de comercio de consolidación generado en la adquisición. Para el año 2000 este importe ascendió a Pta78m; adicionalmente no se han incluido gastos extraordinarios por un importe de Pta39m derivados indemnizaciones por despidos, amortización de los gastos de la transacción activados y cambios en los criterios de valoración de existencias

Balance de Situación

*Cifras en millones de ptas.

<u>ACTIVO</u>	Real	Auditado	<u>PASIVO</u>	Real	Auditado
	30.06.2001	31.12.2000		30.06.2001	31.12.2000
Inmovilizado	166	173	Fondos Propios	1.027	981
Fondo de Comercio	648	686	Acreedores a L/P	7	7
Activo Circulante	436	348	Deuda a corto plazo	8	16
Tesorería	112	105	Pasivo Circulante	320	309
TOTAL ACTIVO	1.362	1.313	TOTAL PASIVO	1.362	1.313

Evolución durante el primer semestre de 2001

El primer semestre se ha visto influenciado por ciertos ajustes de producción en algunos de los clientes de Perti, que han provocado la caída de resultados con respecto al presupuesto y que no se espera pueda recuperarse durante la segunda parte del año. Sin embargo, es importante señalar que las ventas a su cliente principal, Seat, transcurren al ritmo presupuestado.

Por otra parte, los grandes esfuerzos en I+D siguen dando sus frutos, con innovaciones tecnológicas como el ESS, el borne de batería de desconexión automática, que ha tenido una excelente acogida entre potenciales clientes, y cuya producción en serie podría comenzar a finales del próximo año.

Valoración

Se mantiene la valoración efectuada a 31 de Diciembre de 2000, en la que se mantuvo la valoración de la compañía en el momento de la adquisición, quedando la **participación de Dinamia valorada en Pta950m.**

Grupo Isolux



Ingeniería y Montajes Industriales

Fecha de Inversión:	Junio 1999
Cantidad invertida:	Pta2.400m
Fecha cierre de contabilidad:	31 de Diciembre
Participación de Dinamía Capital Privado, S.C.R.:	30,00%
Valor de la participación a 30.06.2001:	Pta7.166m

Resumen de la Transacción:

A principios de Junio de 1999, Dinamía, 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	31,25%
➤ Otros inversores financieros	36,25%
➤ Directivos	2,50%

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, Radiotrónica 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 millones de ptas.

	Real Grupo Isolux 30.06.2001	Real Grupo Isolux 30.06.2000	Presupuesto Grupo Isolux 30.06.2001	Auditoría Grupo Isolux 31.12.2000	Presupuesto Grupo Isolux 31.12.2001
Ingresos de Explotación	41.872	30.008	40.879	42.896	86.769
EBITDA	4.277	1.825	3.694	2.611	8.068
EBIT	3.689	1.596	3.032	2.250	6.742
BAI	3.158	1.514	2.825	2.137	6.342
Beneficio del ejercicio	2.212	1.429	2.114	2.072	4.607

* las cuentas de resultados no incluyen la amortización del fondo de comercio de consolidación (Pta204m)

Balance de Situación

*Cifras en millones de ptas.

<u>ACTIVO</u>	Real	Auditoría	<u>PASIVO</u>	Real	Auditoría
	G. Isolux 30.06.2001	G. Isolux 31.12.2000		G. Isolux 30.06.2001	G. Isolux 31.12.2000
Inmovilizado	17.846	9.470	Fondos Propios	13.150	11.417
Fdo. de Comercio	855	928	Socios Externos	286	198
Activo Circulante	44.396	42.690	Acreedores a L/P	4.420	4.293
Tesorería	1.537	1.209	Deuda a corto plazo	171	68
TOTAL ACTIVO	64.634	54.297	Pasivo Circulante	46.607	38.321
			TOTAL PASIVO	64.634	54.297

Evolución durante el primer semestre de 2001

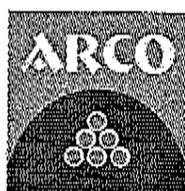
Los resultados del primer semestre de 2001 para Isolux han superado, en cifra de ventas y resultados, tanto a los del año anterior como a los del presupuesto. La cifra de ventas ha sido un 40% superior a la del primer semestre del año anterior (2% superior con respecto al presupuesto) y el resultado de explotación un 130% superior (22% superior al presupuesto). Por su parte, la contratación durante el primer semestre ha ascendido a unos Pta43.000m, con lo que la cartera de pedidos a 30 de Junio asciende a más de Pta99.300m, en la que destaca el cada vez mayor peso de los contratos internacionales (Pta28.000m) y de telecomunicaciones (Pta13.400m)

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 mantiene la valoración efectuada a 31 de Diciembre de 2000, ajustándola por una menor dilución, quedando la participación de Dinamia valorada en Pta7.166m.

Arco Bodegas Unidas



Bodegas Unidas

Bodegas de vino

Fecha de Inversión:	Marzo 1999
Cantidad inicial invertida:	Pta908m
Ampliación de Capital Marzo 2001	Pta2.000m
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	8,00%
Valor de la participación a 30.06.2001:	Pta3.002m

Resumen de la Transacción:

En Marzo de 1999 Arco Bodegas Unidas (antiguo Grupo Berberana) reorganizó su accionariado con la compra a NH Hoteles (antigua Cofir) del 56% de su capital por parte de diversos socios, entre los que se encontraba Dinamia. En Marzo de 2000 se acometió una ampliación de Pta5.000m, de los que Dinamia 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 según el cual se realizó la ampliación de capital de Pta5.000m en Marzo de 2001 valora los fondos propios de la compañía en Pta32.500m pre-ampliación (o bien Pta37.500m post-ampliación), lo que supone unos múltiplos de entrada (sobre los resultados de 1999):

EBITDA*	EBIT	Bº Neto
10,8x	12,1x	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 millones de ptas.

	Real 30.06.2001	Real 30.06.2000	Ppto 30.06.2001	Auditoría 31.12.2000	Ppto 31.12.2001
Ingresos de Explotación	11.417	10.151	13.388	32.164	37.637
EBITDA	1.087	653	883	3.712	3.581
EBIT	841	429	626	3.254	3.066
Beneficio antes de impuestos	769	314	523	2.915	2.860
Beneficio del ejercicio	716	319	390	2.211	2.218

Balance de Situación

*Cifras en millones de ptas.

ACTIVO	Real	Auditoría	PASIVO	Real	Auditoría
	30.06.2001	31.12.2000		30.06.2001	31.12.2000
Inmovilizado	7.273	7.049	F. Propios	15.824	15.906
Activo Circulante	18.235	19.100	Socios Externos	528	519
Tesorería	1.762	803	Deuda a largo plazo	840	2.961
TOTAL ACTIVO	27.270	26.952	Deuda a corto plazo	2.422	506
			Pasivo Circulante	7.657	7.059
			TOTAL PASIVO	27.270	26.952

Evolución durante el primer semestre de 2001

La evolución de los precios de la uva junto con la caída demanda en Rioja están haciendo que el año 2001 sea un difícil ejercicio para el sector del vino, especialmente en Rioja. Arco, sin embargo, dada su diversificación geográfica, presencia internacional (este año, por primera vez, las ventas en el exterior superarán 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), está experimentando un incremento importante en su cifra de ventas, manteniendo los márgenes por encima de lo previsto, esperando llegar a la cifra récord de más de 60 millones de botellas vendidas en el año.

Valoración

Se mantiene la valoración efectuada a 31 de Diciembre de 2000, 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 Pta.3.002m.

Capital Safety Group



Fabricación de equipos de seguridad para el trabajo

Fecha de Inversión:	Enero 1999
Cantidad invertida:	Pta971m (incluye crédito a la participada por Pta513m)
Fecha cierre de contabilidad:	31 Marzo
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	7,37%
Valor de la participación a 30.06.2001:	Pta1.204m. (incluyendo el crédito a la participada por Pta646m)

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 82,5%
- Directivos 10,0%

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, acolladores, mallas, y otros diseños que incluyen sistemas de seguridad a medida. Dentro de su estrategia está el desarrollo de nuevos productos mediante iniciativa propia o mediante la adquisición de compañías del sector sobre todo en países europeos (Suecia, Alemania, Suiza).

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

Dirección de la compañía

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

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

Cuenta de Pérdidas y Ganancias*

*Cifras en millones de ptas.

	3 meses 30.06.2001	3 meses 30.06.2000	Ppto 30.06.2001	12 meses 31.03.2001	Ppto 31.03.2002
Ingresos de Explotación	4.954	4.584	5.270	18.983	22.513
EBITDA	870	817	854	3.549	4.092
EBIT	798	749	783	3.268	3.780
Beneficio antes de impuestos	504	432	497	1.904	2.683
Beneficio del ejercicio	403	357	396	1.688	2.278

Balance de Situación*

*Cifras en millones de ptas.

ACTIVO	Real	Real	PASIVO	Real	Real
	30.06.2001	31.03.2001		30.06.2001	31.03.2001
Inmovilizado	3.494	3.518	Fondos Propios	6.659	6.369
Fdo. de Comercio	22.433	22.433	Crédito Accionistas	8.114	8.001
Activo Circulante	6.548	6.508	Acreedores a largo plazo	13.705	14.017
Tesorería	255	387	Deuda a corto plazo	713	585
TOTAL ACTIVO	32.730	32.846	Pasivo Circulante	3.512	3.874
			TOTAL PASIVO	32.703	32.846

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 el primer semestre de 2001

Un excelente fin de ejercicio 2000-2001 ha permitido cerrar dicho ejercicio con un resultado de explotación en línea con el presupuesto y un 10% superior al del año anterior. El primer trimestre del ejercicio en curso 2001-2002 se mantiene en línea con lo presupuestado, tanto en ventas como en resultados.

Valoración

En su valoración de 31.03.2001, Electra, mayor accionista de CSG, revalorizó su participación en el capital en un 5%. Siguiendo esta misma valoración de un tercero, se revaloriza la participación de Dinamia en un 5%. Adicionalmente, la última edición de las directrices de la EVCA para la valoración de entidades de capital riesgo exige que las participaciones adquiridas en moneda extranjera se actualicen en función del tipo de cambio vigente el día de referencia para la valoración (Pta275,885). En definitiva, la

participación de Dinamia queda valorada en un total de Pta1.204m. (incluyendo el crédito a la participada por Pta646m.

	Valor en libros 1 £ = 238 ptas	Revalorización 5%	Según tipo de cambio 30.06.2001 1 £ = 275,885 ptas
Acciones	457,9	480,8	557,3
Crédito	512,7	512,7	594,3
Intereses devengados	44,9	44,9	52,0
TOTAL	1.015,5	1.038,4	1.203,7

Deutsche Woolworth



Cadena de 357 grandes almacenes en Alemania y Austria

Fecha de Inversión:	Diciembre 1998
Cantidad invertida:	Pta176m en acciones Pta541m en crédito a la participada
Fecha cierre de contabilidad:	31 Enero
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	5%
➤ DWW Deutsche Woolworth Holdings GmbH	4,94%
➤ DWW Beteteiligungs GmbH	5,55%
Valor de la participación a 31.12.1999:	Pta626m:
➤ DWW Deutsche Woolworth Holdings GmbH	-
➤ DWW Beteteiligungs GmbH	-
➤ Crédito	Pta626m

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 Beteteiligungs GmbH (originariamente Dr. Peter Wessels Beteteiligungsverwaltung 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

Un nuevo equipo directivo se incorporó en 1996 y diseñó y ejecutó un proceso de reestructuración. Los aspectos principales del plan de reestructuración son: la racionalización de la oferta de producto, el cierre de los centros no rentables, la mejora logística y la flexibilización y reducción los costes de personal.

El equipo directivo (que, además ostenta el 10% del capital de la compañía) está formado por Manfred Schönheimer (Consejero Delegado), Berthold Honecker (Logística), Dr Ulrich Schillert (Recursos Humanos), Ronald Koch (Inmobiliaria), Friedrich J. Dann (Finanzas) y Manfred Schönmeier (Oportunidades de crecimiento).

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

*Cifras en millones de ptas.

	Real 30.06.2001	Real 30.06.2000	Presupuesto 30.06.2001	Auditoría 31.12.2000	Presupuesto 31.12.2001
Ingresos de Explotación	74.250	78.410	78.035	168.430	170.826
EBITDA	(2.204)	724	(784)	3.667	4.061
EBIT	(3.725)	(1.085)	(2.424)	692	921
BAI	(7.366)	(5.109)	(5.927)	289	n.a.
Beneficio del ejercicio	(7.369)	(5.096)	(5.932)	931	n.a.

Balance de Situación

*Cifras en millones de ptas.

<u>ACTIVO</u>	Real	Auditoría	<u>PASIVO</u>	Real	Auditoría
	30.06.2001	31.12.2000		30.06.2001	31.12.2000
Inmovilizado	67.624	67.077	F. Propios	(1.804)	5.510
Activo Circulante	33.367	34.447	Socios Externos	(1.112)	(1.074)
Tesorería	5.724	16.830	Crédito Accionistas	11.037	10.689
TOTAL ACTIVO	106.715	118.354	Deuda y asimilados	74.114	76.928
			Pasivo Circulante	24.480	26.300
			TOTAL PASIVO	106.715	118.354

Evolución durante el primer semestre de 2001

El primer semestre de 2001 ha sido la confirmación de la lentitud con que el turnaround de la compañía se está llevando a cabo, con efectos aún no visibles en los resultados de la compañía. Todo ello, unido al entorno negativo del comercio minorista en Alemania, ha derivado en unos resultados por debajo de lo previsto. A pesar de ello, la buena gestión del circulante y venta de activos no productivos permiten atender todos los compromisos

de la deuda de la compañía, hoy en su totalidad hipotecaria, una vez cancelada la deuda de adquisición de la compañía.

Valoración

Dada la mala evolución durante el último semestre de la compañía y el retraso en los efectos de la reestructuración que está llevando a cabo el equipo directivo, no se espera conseguir llegar a los resultados presupuestados para fin de año. Por ello, al igual que su mayor accionista (Electra), se ha procedido a provisionar la totalidad de la inversión en capital. La inversión en el crédito de accionistas se mantiene a su nominal más los intereses devengados, apoyando este aspecto en el valor del patrimonio inmobiliario de la compañía. Con todo ello, la valoración de la participación de Dinamia queda valorada en Pta626m.

Marie Claire, S.A.

MARIE CLAIRE

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

Fecha de Inversión:	Julio 1998
Cantidad invertida:	Pta802m
Fecha cierre de contabilidad:	31 Marzo
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	25,06%
Valor de la participación a 30.06.2001:	Pta1.247m (incluye crédito a la participada por Pta102m)

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 4 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 millones de pts.

	3 meses	3 meses	3 meses	12 meses	12 meses
	Real 30.06.2001	Real 30.06.2000	Presupuesto 30.06.2001	Auditoría 31.03.2001	Presupuesto 31.03.2002
Ingresos de Explotación	3.362	3.067	3.284	13.769	14.163
EBITDA	511	470	509	1.668	1.631
EBIT	399	348	397	1.164	1.104
Beneficio antes de impuestos	329	296	326	679	832
Beneficio del ejercicio	214	192	212	674	538

Balance de Situación

*Cifras en millones de pts.

ACTIVO	Real	Auditoría	PASIVO	Real	Auditoría
	30.06.2001	31.03.2001		30.06.2001	31.03.2001
Inmovilizado	2.442	2.469	F. Propios	4.900	4.571
Activo Circulante	8.003	7.500	Crédito Accionistas L/P	257	257
Tesorería	1.270	1.442	Deuda a largo plazo	2.583	2.650
TOTAL ACTIVO	11.715	11.412	Deuda a corto plazo	1.371	1.158
			Pasivo circulante	2.605	2.777
			TOTAL PASIVO	11.715	11.412

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 el primer semestre de 2001

El ejercicio 2000/2001 ha supuesto para Marie Claire cumplir con todos los objetivos previamente marcados. Se ha obtenido un crecimiento en facturación consolidada superior al 7% que por líneas se desglosa en:

- Medias: crecimiento del 3%, a pesar de que el mercado sigue mostrando una tendencia a la baja. En este caso, se espera que se estabilice en el 2002, lo que sin duda será una buena noticia. Marie Claire sigue incrementando su cuota de mercado que en estos momentos está en el entorno del 18/19%.
- Calcetines: crecimiento del 5% en línea con lo realizado en años anteriores.
- Confección: crecimiento del 18%, impulsado por el éxito de las colecciones de baño y ropa interior masculina y femenina. La división de confección ya es la segunda en importancia para la compañía.
- El EBIT ha crecido más de un 30%, fundamentalmente por la contención del gasto y mejoras industriales.
- Se ha abierto y ha iniciado operaciones Marie Claire Polonia para operaciones en el este de Europa.

Como se anunció, se ha producido la consolidación fiscal, lo que ha permitido compensar bases imponibles negativas de ejercicios anteriores, aunque ya quedan ajustadas en su práctica totalidad

Durante el periodo marzo-junio, se han mantenido las mismas tendencias generales que se venían observando en el año anterior por lo que se deberían seguir manteniendo crecimiento sobre el año anterior.

Valoración

El cierre del ejercicio a Marzo de 2001 por encima de lo previsto en la última valoración y el efecto de la reducción de endeudamiento en el valor de las acciones de la compañía llevan a la conclusión de la conveniencia de revisar la valoración de Marie Claire.

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 Pta4.425m, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de Pta1.109m.
- Comparación con múltiplos de otras empresas del sector europeas, aplicándose un descuento del 30% por iliquidez, con la que se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de Pta7.650m, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de Pta1.917m.

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.

Siguiendo el primero de los criterios y ajustándolo hasta el valor de sus fondos propios a 31 de Marzo de 2001, se valora la participación de Dinamia en Pta1.146m.

Marie Claire, S.A.

	Ventas	EBITDA	EBIT	Bº Neto*	C-F	Book V.	Deuda Neta
Resultados a 31.03.2001	13.769	1.668	1.164	441	945	4.571	2.622

*Ajustado a una tasa fiscal del 35%

1) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPRA

	Ventasx	EBITDAx	EBITx	Media	Participación Dinamia
Múltiplos de compra	0,5x	4,2x	6,0x		25,06%
Valoración	4.635	4.311	4.328	4.625	1.109

2) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES

	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF	Media	Ajustado por iliquidez	Participación Dinamia
Valoración según comparables	11.755	14.173	7.762	10.023	10.928	7.630	25,06%
						Descuento por iliquidez	30%
Medias	8,5x	14,4x	17,6x	10,6x			
STEFANEL SPA	ITALY	7,7x	17,3x		17,7x		
GROUPE ZANNIER	FRANCE	10,8x	13,3x	13,5x	10,8x		
WOLFORD AG	AUSTRIA	7,4x	16,1x	19,5x	7,0x		
CSP INTL INDUSTRIA CALZE SITALY		8,1x	19,3x	27,7x	5,7x		
IC COMPANY S A/S	DENMARK	11,1x	20,7x	33,3x	11,4x		
SLIMMA PLC	UK	4,0x	5,2x	8,1x	5,6x		
VILENZO INTERNATIONAL NV	NETHERLANDS	11,7x	15,0x	16,2x	11,2x		
BIG STAR HOLDING AG	SWITZERLAND	11,5x	22,4x		16,8x		
ALEXON GROUP PLC	UK	6,5x	11,4x	12,0x	5,7x		
GERRY WEBER INTL AG	GERMANY	6,9x	8,1x	13,4x	10,1x		
VAN DE VELDE NV	BELGIUM	7,2x	8,0x	14,7x	12,8x		
VAN HECK-TWEKA	NETHERLANDS	10,5x	16,5x				

3) VALORACIÓN SEGÚN VALOR FONDOS PROPIOS

Fondos Propios a 31.03.2001	4.571	Participación Dinamia	25,06%	Valor Participación Dinamia	1.146
-----------------------------	-------	-----------------------	--------	-----------------------------	-------

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%
Valor de la participación a 30.06.2001:	Pta500m

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, Telesquech, 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 –actual Director General de Educa Sallent- lo será de la futura Educa-Borrás.

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

**Cifras en millones de ptas.*

	Auditoría Educa 31.03.2001	Auditoría Borrás 31.12.2000
Ingresos de Explotación	2.792	931
EBITDA	114	120
EBIT	22	76
Beneficio antes de impuestos	-127	18
Beneficio del ejercicio	-125	18

Balance de Situación Consolidado

<u>ACTIVO</u>	<u>Auditoría</u> <u>31.03.2001</u>	<u>PASIVO</u>	<u>Auditoría</u> <u>31.03.2001</u>
		Fondos Propios	988
		Acreeedores a largo plazo	139
Inmovilizado	1.123	Deuda a corto plazo	339
Activo Circulante	452	Pasivo Circulante	256
Tesorería	148		
TOTAL ACTIVO	1.722	TOTAL PASIVO	1.722

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. Por su parte, Borrás Plana 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 el primer semestre de 2001

El cierre del ejercicio a 31 de Marzo ha coincidido 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 únicamente han transcurrido tres meses del presente y ejercicio y no pueden considerarse relevantes dada la estacionalidad de la compañía, se han comenzado ya a percibir los efectos de la fusión y de la reestructuración llevada a cabo en Educa durante el pasado ejercicio, con reducciones significativas en los costes de estructura y un proceso productivo más eficiente. Con estas consideraciones, es de esperar que en el presente ejercicio el beneficio neto de la sociedad entre de nuevo en números negros.

Valoración

Siguiendo las directrices de la EVCA, y dado que no ha transcurrido un año desde su adquisición, se mantiene su **valoración a coste de adquisición Pta500m.**

Movinord, S.A.



Particiones de oficina y suspensiones de falso techo

Fecha de Inversión:	Diciembre 1997
Importe de adquisición:	Pta998
Valor en libros a 30.06.2001	Pta916m
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	45,18%
Valor de la participación a 30.06.2001:	Pta1.930m

Resumen de la Transacción:

Con los fondos obtenidos de la Oferta Pública de Suscripción de acciones de Dinamia Capital Privado, S.C.R. se adquirió el 45,18% de Movinord, S. A., participación procedente de los fondos de capital riesgo de AB Asesores (en proceso de liquidación). El resto del accionariado de la compañía se reparte del siguiente modo:

- Fondos gestionados por Schroders 45,17%
- Directivos 9,65%

El precio de compra valora los fondos propios de la compañía en Pta2.209m, representando unos múltiplos de: (sobre cifras de 1.997)

EBITDA*	EBIT	Resultado Neto
5,7x	7,7x	10,1x

*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

Movinord es líder en España en la fabricación de particiones (tabiques) de oficina y uno de los principales fabricantes de perfiles para la sustentación de falsos techos. Las particiones de Movinord se encuadran en el segmento de gama media e incluyen productos de desarrollo exclusivo de gran éxito comercial como tabiques móviles y tabiques armario. Por su parte, sus perfiles de falso techo están considerados de alta calidad y gran capacidad de sustentación.

Movinord no realiza venta directa al cliente final ni la instalación de sus productos, sino que vende a través de una red de distribuidores en exclusiva tanto en España como en el extranjero. Dichos distribuidores actúan como prescriptores del producto, adaptando la instalación a las necesidades del cliente a partir de diseños modulares. El nivel de exportaciones alcanza prácticamente el 40% de la facturación siendo su principal mercado la Unión Europea.

Dirección de la compañía

Los principales directivos de la compañía son D. Francisco Canales, vicepresidente, D. Federico Crespo, Director General, D. Javier Leoz, Dtor. Financiero, D. M. A. Larreta, D. P. Eslava, D. M. A. Labayen, D. P. Iturgaiz y D. J. Yetano.

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

*Cifras en millones de pías.

	Real 30.06.2001	Real* 30.06.2000	Presupuesto 30.06.2001	Auditado 31.12.2000	Presupuesto 31.12.2001
Ingresos de Explotación	2.402	2.424	2.634	4.774	5.068
EBITDA	424	459	494	874	905
EBIT	354	394	424	743	776
BAI	337	376	407	703	744
Beneficio del ejercicio	248	276	292	502	528

Balance de Situación

*Cifras en millones de pías.

ACTIVO	Real	Auditoría	PASIVO	Real	Auditoría
	30.06.2001	31.12.2000		30.06.2001	31.12.2000
Inmovilizado	1.141	1.087	Fondos Propios	2.139	2.254
Acciones propias	50	50	Acreedores a largo plazo	83	87
Activo Circulante	1.986	2.135	Deuda a corto plazo	55	93
Tesorería	284	208	Pasivo Circulante	1.183	1.046
TOTAL ACTIVO	3.461	3.480	TOTAL PASIVO	3.461	3.480

Descripción del mercado

El sector de fabricantes de particiones y techos para oficinas está muy fragmentado con escasas compañías de tamaño relevante. Es un mercado maduro cuya demanda está directamente relacionada con los niveles de construcción y actividad económica en general. A destacar que el ciclo de la estructura del falso techo se adelanta ligeramente al de particiones ya que mientras el primero se instala generalmente en el momento de la construcción o rehabilitación del edificio, las segundas se instalan en el momento previo a la ocupación de la oficina.

La rentabilidad de Movinord es superior a la de sus más directos competidores como consecuencia de una importante inversión en activos productivos así como la utilización de tecnología propia y maquinaria diseñada específicamente por sus ingenieros. La mayor parte de sus competidores son compañías de tamaño reducido y con escasa capacidad de innovación y financiera.

Evolución durante el primer semestre de 2001

En el primer semestre de 2001 se ha notado cierta ralentización de la demanda que no ha permitido alcanzar los niveles de facturación presupuestados. Sin embargo, la dirección de la compañía esperan cierta recuperación durante el segundo semestre que permitirá alcanzar los resultados presupuestados para el ejercicio.

Durante el primer semestre, Movinord ha repartido un dividendo sobre los beneficios del año anterior del cual el importe correspondiente a Dinamia ha sido de 163 millones de

pesetas. El balance de la sociedad a 30 de junio continúa muy saneado con una situación de tesorería neta cercana a los Pta150m.

Valoración

Se mantiene la **valoración** de la participación que se realizó a 31 de Diciembre de 2000, que se situó en **Pta1.930m**.

Anexo

Revisión de la valoración realizada por el gestor

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

Revisión de la valoración de la cartera de
inversiones en participaciones de empresas
no cotizadas de la Sociedad a 30 de junio de
2001 realizada por el Gestor



Corporate Finance

Edificio Torre Europa
Paseo de la Castellana, 95
28046 Madrid

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

De acuerdo con sus instrucciones, hemos llevado a cabo los trabajos que a continuación se describen en relación con la revisión de la valoración de la cartera de inversiones de Dinamia Capital Privado, Sociedad de Capital Riesgo, S.A. (en adelante Dinamia o la Sociedad) a 30 de junio de 2001, realizada por N MÁS UNO Electra Capital Privado, Sociedad Gestora de Entidades de Capital Riesgo, S.A. (en adelante el Gestor), anteriormente AB Asesores - Electra Capital Privado, siguiendo, fundamentalmente, los criterios de valoración definidos por European Venture Capital Association (en adelante EVCA).

1 Antecedentes

Según hemos sido informados, las siguientes participaciones accionariales y créditos participativos integran la cartera de inversiones de Dinamia en sociedades no cotizadas a 30 de junio de 2001 objeto de valoración:

Participaciones accionariales	Porcentaje de participación
Movinord, S.A.	45,18%
Marie Claire, S.A.	25,06%
DWW Deutsche Woolworth Holdings GmbH (Grupo Deutsche Woolworth)	4,94%
DWW Beteiligungs GmbH (Grupo Deutsche Woolworth)	5,55%
Capital Safety Group Limited	7,37%
Arco Bodegas Unidas, S.A.	8,00%
Tenedora de Acciones Ywat, S.A. (Grupo Isolux)	30,00%
Cables Perti, S.A.	78,98%
Industrias Anayak, S.A.	63,06%
Nova Robbialac Industria Ibérica de Tintas, S.A. (Grupo Robbialac)	33,46%
Sociedad Gestora de Television, NetTV, S.A.	1,50%
Unión Derivan, S.A. (Grupo Undesa)	48,77%
Educa Borrás, S.A.	39,73%
People Communications, S.A.	3,70%
Atención Empresarial, S.L.	22,22%



Créditos	Principal (millones de pesetas)
Marie Claire, S.A.	99
Grupo Deutsche Woolworth	534
Capital Safety Group Limited	594

De acuerdo con el contrato de gestión suscrito entre la Sociedad y el Gestor el 24 de noviembre de 1997 se deberá realizar, sin perjuicio de la valoración correspondiente conforme a los principios contables generalmente aceptados, una valoración del activo de la Sociedad. De acuerdo con el mencionado contrato, los procedimientos a seguir serían los siguientes:

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

El anexo al mencionado contrato de gestión recoge una descripción de los criterios a utilizar, los cuales están basados, fundamentalmente, en los propuestos por EVCA, que han sido actualizados el pasado mes de marzo y se resumen brevemente a continuación:

- Se distinguen dos tipos de inversiones: inversiones cotizadas e inversiones no cotizadas
- Las inversiones no cotizadas, deberán valorarse por su coste de adquisición, o por su valor de mercado, como norma general, las inversiones no cotizadas se valorarán por su coste de adquisición.
- La referencia más apropiada para determinar el valor de mercado debe provenir de transacciones realizadas por terceras parte durante el periodo de valoración. En su defecto, y para aquellas inversiones que generen ingresos, así como beneficios o flujos de caja positivos, el valor de mercado puede ser determinado tomando como referencia el promedio de los múltiplos (P/E, P/CF, EV/EBIT, EV/EBITDA) derivados de la muestra más amplia y relevante de aquellas compañías comparables que se pueda obtener.
- Sólo excepcionalmente se podrá revalorizar una participación en el primer año desde su adquisición.

- Para aquellas inversiones que pueden tener ingresos, pero no generan beneficios o flujos de caja positivos el coste de adquisición se considerará su valor de mercado.
- Como regla general, las inversiones cotizadas deben registrarse por su valor de cotización.

2 Objetivos de nuestro trabajo

El objetivo de nuestro trabajo ha consistido en efectuar una revisión de la razonabilidad de la valoración a 30 de junio de 2001 de la cartera de inversiones de Dinamia en sociedades no cotizadas preparada por el Gestor, de acuerdo, fundamentalmente, con los criterios de EVCA.

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

3 Información utilizada y procedimientos empleados

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

- Escritura de ampliación de capital de People Communications S.A., relativa a la toma de participación en la citada compañía.
- Escritura de protocolización de acuerdos sociales otorgada por la sociedad "Dinamia Telemática, S.L.", que incluye, entre otros, el aumento de capital social de la citada compañía.
- Escritura de aumento de capital social, cambio de órgano de administración, distribución de cargos en consejo de administración y apoderamiento otorgada por la compañía mercantil "Atención Empresarial, S.L."
- Estados financieros no auditados a 30 de junio de 2001 y presupuestos de las sociedades participadas que se han detallado en el apartado 1 anterior correspondientes al ejercicio 2001.
- Otra información utilizada en la realización de los trabajos para la emisión de nuestro informe de fecha 19 de marzo de 2001 relativo a la revisión de la valoración de la cartera de inversiones de la Sociedad a 31 de diciembre de 2000.

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

- Análisis de la valoración de las inversiones en sociedades no cotizadas realizada por el Gestor y de la adecuada aplicación, en su caso, de los criterios de EVCA.
- Comparación, en su caso, del valor asignado por el Gestor a las participaciones accionariales con su coste de adquisición, según la documentación soporte de compraventa o ampliaciones de capital de las mismas.
- Análisis y razonabilidad de la muestra de compañías comparables seleccionadas por el gestor para la aplicación de múltiplos en la valoración realizada de las participaciones accionariales en sociedades no cotizadas.
- Revisión de los cálculos matemáticos realizados en la valoración de la cartera de participaciones accionariales y créditos.
- Mantenimiento de diversas conversaciones con la Dirección de Dinamia con el propósito de recabar otra información que se ha considerado de interés para la realización de nuestro trabajo o para aclarar aspectos sobre los que ya habíamos sido informados.
- Revisión de la valoración de los créditos concedidos, de acuerdo con su nominal más los intereses devengados y pendientes de cobro a 30 de junio de 2001.
- Obtención de una carta firmada por el Gestor donde se nos comunica que hemos sido informados de todos aquellos aspectos de interés que pudieran afectar a la realización de este trabajo.

4 Aspectos a considerar

- 4.1** Debemos mencionar que la aplicación de los criterios de valoración definidos por EVCA por sí solos no supone necesariamente que los valores a los que éstos conducen representen un valor de mercado de las participaciones accionariales valoradas, constituyendo una aproximación a éste.

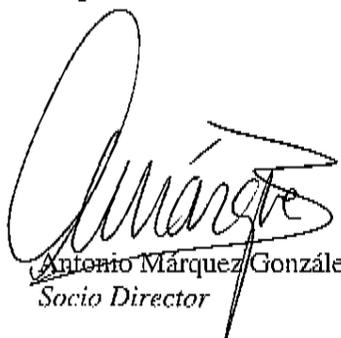
A este respecto, debemos señalar que al objeto de tener en cuenta la situación, evolución y características específicas de alguna de las inversiones, se ha considerado que la aplicación general de los criterios EVCA no reflejaría adecuadamente el posible valor de la inversión, por lo que se ha estimado más adecuada la aplicación de criterios alternativos.

5 Conclusión

Conforme a la información de que hemos dispuesto, al trabajo realizado de acuerdo a los objetivos y al alcance del mismo que se han detallado anteriormente, no se ha puesto de manifiesto ningún asunto de importancia que indique que deban introducirse modificaciones en la valoración a 30 de junio de 2001, que se incluye como anexo a este informe, de la cartera de inversiones de Dinamia Capital Privado, Sociedad de Capital Riesgo, S.A. realizada por N MÁS UNO Electra Capital Privado, Sociedad Gestora de Entidades de Capital Riesgo, S.A., de acuerdo, fundamentalmente, con los criterios EVCA.

* * * * *

Este informe y la información en él contenida han sido preparados con el propósito descrito en el apartado 1 anterior, por lo que no deberán ser distribuidos a terceros ni utilizados para ninguna otra finalidad.



Antonio Márquez González
Socio Director

19 de septiembre de 2001

Anexo

Valoración de la cartera de inversiones de la Sociedad a 30 de junio de 2001 realizada por el Gestor

*(Este anexo debe ser leído junto con el informe
de KPMG de fecha 19 de septiembre de 2001)*

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

A la atención de
D. Antonio Márquez González

Madrid, 19 de septiembre de 2001

Muy señor mío:

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

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

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

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

De acuerdo con estos criterios, NMÁS1 ELECTRA valora las participaciones y créditos participativos y otros créditos concedidos a las sociedades participadas que integran su activo a 30 de Junio de 2001 de acuerdo con el siguiente cuadro:

a) Acciones

Sociedad participada	Participación Dinamia	Valor
		Participación Dinamia (Mns. Ptas.)
Movinord, S.A.	45,18%	1.929,8
Marie Claire, S.A.	25,06%	1.145,6
DWW Deutsche Woolworth Holdings GmbH (1)	4,94%	-
DWW Beteiligungs GmbH (1)	5,55%	-
Capital Safety Group Limited	7,37%	557,3
Arco Bodegas Unidas, S.A.	8,00%	3.001,6
Tenedora de acciones Ywat, S.A. (2)	30,00%	7.165,6
Cables Perti, S.A.	78,98%	950,1
Industrias Anayak, S.A.	63,06%	1.170,3
Nova Robbialac Industria Ibérica de Tintas, S.A.(3)	33,46%	2.283,5
Soc. Gest. de Televisión NetTV, S.A.	1,50%	19,1
Unión Deriván S.A. (4)	48,77%	1.700,0
Educa Borrás, S.A.	39,73%	500,0
People Communications, S.A.	3,70%	124,8
Atención Empresarial, S.L.	22,22%	16,7
TOTAL		20.564,3

(1) Deutsche Woolworth

(2) Grupo Isolux

(3) Grupo Robbialac

(4) Grupo Undesa

b) Créditos Participativos y otros Créditos a Participadas

A la fecha de la valoración del presente informe, no existía ningún crédito participativo concedido a las participadas.

Otros créditos concedidos a compañías participadas se han valorado a su valor nominal más los intereses devengados hasta la fecha. El detalle es el siguiente:

Sociedad Participada	Millones de Pesetas		
	Nominal	Intereses	
		Devengados	Total
Marie Claire, S.A.	99,6	2,0	101,6
Deutsche Woolworth	534,2	91,6	625,8
Capital Safety Group Limited	594,3	52,0	646,4
TOTAL	1.228,1	145,6	1.373,8

Atentamente,



Jorge Mataix
Consejero Delegado

N MÁS UNO ELECTRA Capital Privado SGEGR, S.A.