

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

31 de Diciembre de 2002

NAV por acción 18,06 €

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

Índice

	<u>Página</u>
Introducción.....	3
Net Asset Value a 31 de Diciembre de 2002.....	4
Resumen de la valoración de la cartera de no cotizadas.....	5
Venta de Isolux.....	6
Hechos posteriores a 31.12.2002: Inversión en High Tech Hoteles.....	6
Comisión de éxito de la gestora Nmás1 Electra.....	6

Compañías integrantes de la cartera de no cotizadas:

Grupo Unica.....	7
People Communications.....	10
Educa Borrás.....	13
Grupo Undesa.....	16
Net TV.....	20
Grupo Robbialac.....	21
Industrias Anayak.....	25
Cables Perti.....	28
Arco Bodegas Unidas.....	30
Capital Safety Group.....	33
Deutsche Woolworth.....	37
Marie Claire.....	40
Hechos posteriores a 31.12.2002: Inversión en High Tech Hoteles.....	44

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 31 de Diciembre de 2002, 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 2002 (Ibex 35: 6.036,9).

Net Asset Value a 31 de Diciembre de 2002

Con lo antes expuesto, el resultado obtenido es un **Net Asset Value por Acción de 18,06 €**.

Net Asset Value por acción a 31 de Diciembre de 2002

	NAV a					Cartera según valor en libros	
	31.12.1997	31.12.1998	31.12.1999	31.12.2000	31.12.2001	31.12.2002	NAV a 31.12.2002
<i>*Datos en miles de euros, excepto por acción</i>							
Acciones	52.625	47.835	85.628	121.097	132.159	65.606	74.244
Créditos a participadas	1.503	12.307	14.421	7.621	4.472	4.138	4.138
Inversiones no cotizadas (1)	54.127	60.142	100.049	128.718	136.631	69.745	78.383
Acciones cotizadas (Ibex) (*)		18.541	21.870	4.716	2.177	1.573	1.573
Acciones cotizadas (Funespaña)		8.805					
Tesorería	65.745	45.719	21.359	36.457	34.908	74.066	74.066
Total Activos Líquidos (2)	65.745	73.065	43.230	41.173	37.085	75.639	75.639
Otros Activos (3)	78	282	3.547	1.101	1.743	775	775
TOTAL ACTIVOS (4) = (1+2+3)	119.950	133.490	146.826	170.993	175.458	146.158	154.796
Pasivos (5)	(475)	(1.029)	(8.477)	(2.872)	(182)	(344)	(344)
TOTAL ACTIVOS NETOS (6) = (4+5)	119.475	132.461	138.349	168.120	175.276	145.814	154.452
Ajuste por dividendos Julio 1999 (7)	(2.569)	(2.569)					
Ajuste por dividendos y prima de emisión Julio 2000 (8)	(5.985)	(5.985)	(5.985)				
Ajuste por dividendos Julio 2001 (9)	(5.985)	(5.985)	(5.985)	(5.985)			
Ajuste por dividendos y prima de emisión Julio 2002 (10)	(5.985)	(5.985)	(5.985)	(5.985)	(5.985)		
TOTAL ACTIVOS NETOS aj. (11) = (6+7+8+9+10)	98.951	111.936	120.394	156.150	169.291	145.814	154.452
Nº de acciones (12)	9.000.000	8.550.000	8.550.000	8.550.000	8.550.000	8.550.000	8.550.000
NAV por acción = ⁽¹¹⁾/₍₁₂₎	10,99 €	13,09 €	14,08 €	18,26 €	19,80 €	17,05 €	18,06 €
Incremento de valor del NAV por acción		19,1%	7,6%	29,7%	8,4%		-8,8%
Cotización del Ibex 35	7.255,4	9.836,6	11.641,4	9.109,8	8.397,6		6.036,9
Crecimiento del Ibex 35		35,6%	18,3%	-21,7%	-7,8%		-28,1%
Cotización en Bolsa (aj. por dividendo)	12,23 €	7,34 €	6,55 €	8,95 €	10,49 €	11,45 €	11,45 €
Descuento (Premium) sobre NAV	(11,3%)	44,0%	53,5%	51,0%	47,0%	32,9%	36,6%

Resumen de la valoración de la cartera de no cotizadas.

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

- Valoración según múltiplos de compañías cotizadas comparables¹, aplicando descuentos por iliquidez (30%).
- Aplicación de los múltiplos a los que Dinamia adquirió las compañías a los resultados estimados para 2002.

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 31.12.2002 de las sociedades no cotizadas:

Valoración a 31.12.2002 de la cartera de no cotizadas									
cifras en miles de euros									
			VALORACIÓN TOTAL CARTERA a 31.12.2002						
Acciones: (A)			Valor en libros	Múltiplos de comparables	Múltiplos de Compra	Valoración 31.12.2002			
Más Créditos a participadas: (B)			69.745	78.807	81.610	78.383			
TOTAL CARTERA (A+B)									
VALORACIÓN ACCIONES A 31.12.2002									
	% Dinamia	Diluido	Valor en libros	Múltiplos de comparables	Múltiplos de Compra	Valoración 31.12.2002	Valoración 30.06.2002	Valoración 31.12.2001	
Marie Claire, S.A.	25,06%	25,06%	4.820	6.807	6.476	6.476	6.885	6.885	
Deutsche Woolworth(2)	5,00%	5,00%	-	-	-	-	0	3.107	
Capital Safety Group Limited	7,37%	7,37%	2.752	2.309	4.642	3.105	3.109	3.320	
Arco Bodegas Unidas, S.A.	8,00%	8,00%	17.418	13.961	16.271	18.040	18.040	18.040	
Cables Perti, S.A.	78,53%	78,53%	-	-	-	-	2.099	4.197	
Industrias Anayak, S.A.	63,06%	63,06%	3.517	3.517	3.517	3.517	7.033	7.033	
Grupo Robbialac (3)	33,37%	33,37%	14.604	18.940	18.140	16.052	16.052	16.052	
Soc. Gest. de Televisión NetTV, S.A. (4)	1,64%	1,64%	115	115	115	115	115	115	
Unión Deriván S.A. (Grupo Undesa)	48,63%	47,10%	9.567	14.260	12.701	14.124	14.158	14.124	
Educa Borrás, S.A.	38,44%	38,44%	2.907	5.189	5.189	2.907	3.005	3.005	
People Communications, S.A.	5,98%	5,98%	1.393	1.393	1.393	1.393	1.393	1.393	
Atención Empresarial, S.L. (Grupo Unica)	28,87%	28,87%	8.514	8.177	9.028	8.514	8.514	8.514	
TOTAL ACCIONES (A)			65.606	74.668	77.472	74.244	80.403	85.787	

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

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

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

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

CRÉDITOS A PARTICIPADAS			
Intereses			
	Principal	devengados	TOTAL
Marie Claire	254	5	259
Capital Safety Group	3.302	578	3.880
TOTAL CRÉDITOS A PARTICIPADAS (B)	3.555	583	4.138

¹ Fuente de los múltiplos utilizados: Bloomberg

Venta de Isolux

El 9 de Agosto de 2002 Dinamia vendió su participación en Isolux por un importe neto de 44.168 miles de euros, frente a un coste de adquisición de 14.424 miles de euros. Esto ha supuesto la obtención de una plusvalía de 29.743 miles de euros, habiendo multiplicado la inversión inicial por 3,1x veces y con una rentabilidad anual acumulada (TIR) del 43%.

Hechos posteriores a 31.12.2002: Inversión en High Tech Hoteles

En Enero de 2003, Dinamia invirtió 9.500 miles de euros en la cadena hotelera High Tech, en una operación mixta de adquisición de acciones y suscripción de una ampliación de capital. El capital de la compañía se estructuró con acciones ordinarias y preferentes (con un dividendo preferente del 9%). En las mismas condiciones que Dinamia invirtió Nmás1 Private Equity Fund LP, fondo asesorado, al igual que Dinamia, por la filial de capital riesgo de Nmás1. Para mayor información, dirigirse a la página 44.

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 todas 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 igual a la TIR media del bono español a tres años durante el mes de diciembre del año en cuestión.

Se presenta a continuación una simulación del valor liquidativo de Dinamia en el hipotético caso de que todas las sociedades hubieran sido vendidas el 31 de Diciembre de 2002 a un precio igual al de las valoraciones realizadas por Nmás1 Electra y que se detallan en el presente informe:

NAV a 31.12.2002	154.452
Performance fee teórico	(5.888)
Valor liquidativo a 31.12.2002	148.565

Por acción	17,38 €
-------------------	----------------

Grupo Unica

Unica

Servicios de Limpieza

Fecha de Inversión Inicial:	Mayo/Julio/Noviembre 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 31.12.2002 (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 tres 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):

EBITDA*	EBIT
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. Durante el ejercicio 2002, se adquirió el grupo canario "Macasa".

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 Ganancias²

*Cifras en miles de euros

	Proforma 31.12.2001	Proforma 31.12.2002	Presupuesto 31.12.2002	Presupuesto 31.12.2003
Ingresos de Explotación	145.481	166.886	165.957	171.430
EBITDA	6.275	6.893	7.017	8.717
EBIT	5.133	5.268	5.697	6.980
BAI	3.167	3.501	4.292	5.346
Beneficio del ejercicio	2.061	3.489	3.388	4.245

* las cuentas de resultados no incluyen la amortización del fondo de comercio de consolidación, así como ni los gastos de la transacción e indemnizaciones por despidos

Balance de Situación

*Cifras en miles de euros

ACTIVO	Real	Proforma	PASIVO	Real	Proforma
	31.12.2002	31.12.2001		31.12.2002	31.12.2001
Inmovilizado	7.261	5.421	Fondos Propios	27.661	30.700
Fondo de Comercio	18.129	19.274	Acreedores a largo plazo	18.483	16.696
Activo Circulante	41.477	41.891	Deuda a corto plazo	4.722	7.609
Tesorería	2.384	4.766	Pasivo Circulante	18.385	16.348
TOTAL ACTIVO	69.251	71.352	TOTAL PASIVO	69.251	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.

Evolución durante 2002

El conjunto de la sociedad ha superado sus ventas con respecto al ejercicio anterior en un 14% y el EBITDA en un 12%. Por sociedades, "Macasa", adquirida el pasado mes de junio y el "El Impecable" han superado en ventas y en EBITDA el ejercicio anterior e incluso han mejorado el presupuesto del ejercicio. Por el contrario, "Amalís" ha quedado ligeramente por debajo de presupuesto y del ejercicio anterior, debido principalmente a la aparición de gastos directos y generales superiores a los previstos inicialmente.

² Tanto en estos estados financieros como en los del resto de las compañías, "Real" o "Proforma" se refiere a estados financieros cerrados por la compañía, sin auditar.

Con respecto al ejercicio 2003, se abandonarán diversos contratos que van a mejorar de manera sensible nuestro margen de contribución, proporcionando un crecimiento del EBITDA del 24%. Igualmente, la sociedad va a continuar creciendo especialmente en el segmento de clientes privados.

Valoración

Se ha realizado una valoración del Grupo Única según los siguientes criterios:

- Según los múltiplos de compra de la compañía, se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 31.270 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 9.028 miles de euros.
- Comparación con múltiplos de otras empresas del sector europeas, aplicándose un descuento del 30% por iliquidez, con la que se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 28.321 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 8.177 miles de euros.

Dado que ambos criterios muestran valores similares a los del momento de la adquisición, se mantiene su valoración a coste de adquisición, esto es, **8.514 miles de euros**.

Grupo Única

cifras en miles de euros

	Ventas	EBITDA	EBIT	Bº Neto	C-F	Deuda Neta
Resultados a 31.12.2002	166.886	6.893	5.268	3.489	5.114	20.821

1) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPRA

	EBITDAx	EBITx	Media	Participación Dinamia
Múltiplos de compra	7,8x	9,6x		28,87%
Valoración	33.041	29.499	31.270	9.028

2) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES

Valoración según comparables	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF	Media	Ajustado por iliquidez	Participación Dinamia
					40.459	28.321	8.177
						Descuento por iliquidez	30%
Medias	6,8x	11,8x	16,2x	7,4x			
ADECCO SA-REG	5,8x	14,6x	28,6x	6,1x			
AGGREKO PLC	4,2x	7,1x	10,7x	4,5x			
BUNZL PLC	7,1x	8,5x	11,9x	9,1x			
CHUBB PLC	6,4x	11,7x		7,5x			
DAVIS SERVICE GROUP PLC	5,5x	12,5x	11,3x	3,9x			
GROUP 4 FALCK A/S	8,4x	11,0x	10,0x	7,1x			
ISS A/S	8,2x	19,1x		7,6x			
MITIE GROUP PLC	4,8x	6,6x	11,2x	7,3x			
RANDSTAD HOLDING NV	6,7x	10,2x	17,5x	8,3x			
RENTOKIL INITIAL PLC	9,1x	12,0x	14,4x	9,5x			
SECURICOR PLC	6,6x	10,8x					
SECURITAS AB-B SHS	9,1x	17,3x	31,9x	10,3x			
VEDIOR NV-CVA	6,3x			7,0x			
PROSEGUR COMP SEGURIDAD-REGD	7,6x	11,3x	14,7x	7,9x			

People Communications, S.A. (Ydilo)



Servicios Avanzados de Voz

Fecha de Inversión Inicial:	Abril 2001/Julio 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 31.12.2002 (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 de una única ronda de financiación, a la que acudieron todos sus accionistas (no directivos) y Dinamia como único inversor externo invitado directamente por los gestores y fundadores de la compañía.

En 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 con más de 300.000 entradas de cine vendidas. También en el ámbito de los eventos deportivos, People Communications ha sido pionero en la venta de miles de entradas de fútbol, en concreto, para las finales de Copa del Rey y Champions League para el Real Madrid y la Federación Española de Fútbol.

En cuanto a servicios ASP, la compañía ofrece soluciones de automatización parcial o completa de centros de atención telefónica asistidos por operadores. Entre sus clientes se encuentran El Corte Inglés, Retevisión, Air Miles, Grupo Logístico Santos, Real Madrid, Vodafone, Dirección General de Tráfico.

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. La compañía contaba con 49 personas en plantilla al cierre del ejercicio 2002. 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 durante 2002

El ejercicio 2002 ha estado centrado en el desarrollo comercial de Ydilo. Aunque dicho desarrollo comercial ha sido más lento debido a los efectos del entorno macro: recorte en el gasto IT de las operadoras de telecomunicaciones, ciclos de ventas más lagos de lo previsto, etc..., la compañía ha comenzado a prestar servicios en clientes importantes de

los que se espera generar un mayor volumen para los próximos años como El Corte Inglés, Retevisión, Vodafone, DGT, Air Miles o Real Madrid entre otros.

Por la naturaleza del negocio, algunos de los servicios corresponden a contratos plurianuales o renovables que permiten a la compañía obtener parte de sus ingresos de forma recurrente. El objetivo mínimo de ventas para el 2003 se prevé en €2,5 MM, que se confía superar dada la cada vez mayor penetración y aceptación de estos sistemas avanzados. De hecho en la mayor parte de los nuevos concursos para sistemas CRM que incluyan CAT, se exige la utilización mixta de sistemas de reconocimiento de lenguaje natural.

Valoración

Dado el carácter de inversión “early-stage”, y siguiendo las directrices de la EVCA, se mantiene su valoración a coste de adquisición, **1.393 miles de euros**.

Educa Borrás, S.A.



Juguetes Educativos

Fecha de Inversión:	Diciembre 2000
Cantidad inicial invertida:	3.005 miles de euros
Fecha cierre de contabilidad:	31 Marzo
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	38,44%
Valoración a 31.12.2002 (miles de euros): 2.907	

Resumen de la Transacción:

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

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

- Catalana d'Iniciatives 23,84%
- Team Toys (directivos) 34,42%
- Otros 3,31%

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, ejecutivo con grandes dotes comerciales y con una amplia experiencia en multinacionales de gran consumo (Braun, Tefal,...). El Sr.

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

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

*Cifras en miles de euros

	Real 9 meses 31.12.2001	Real 9 meses 31.12.2002	Auditoría 12 meses 31.03.2002	Presupuesto 12 meses 31.03.2003	Previsión 12 meses 31.03.2003
Ingresos de Explotación	15.428	16.547	20.829	25.158	23.277
EBITDA	2.237	2.596	2.357	4.567	4.124
EBIT	1.527	1.688	1.344	3.215	2.913
Beneficio antes de impuestos	667	646	1.561	1.995	1.618
Beneficio del ejercicio	667	646	1.574	1.995	1.618

Balance de Situación

*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	Proforma 31.12.2002	Auditoría 31.03.2002	<u>PASIVO</u>	Proforma 31.12.2002	Auditoría 31.03.2002
Inmovilizado	5.796	5.588	Fondos Propios	8.120	8.150
Activo Circulante	24.242	17.583	Acreedores a largo plazo	2.283	2.257
Tesorería	258	553	Deuda a corto plazo	13.169	8.044
TOTAL ACTIVO	30.296	23.724	Pasivo Circulante	6.724	5.273
			TOTAL PASIVO	30.296	23.724

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.

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

Evolución durante 2002

Esta ha sido la segunda campaña tras la fusión de ambas sociedades. Las sinergias previstas inicialmente se han producido y la sociedad se encuentra saneada y en beneficios. La compañía cierra su ejercicio en Marzo del 2003, y las previsiones para la campaña son muy buenas con un incremento en sus ventas de un 12%. Asimismo el EBITDA se estima que alcance los € 4,1 MM aumentado en un 75% gracias a las mejoras en márgenes y contención en gastos, aflorando así todas las sinergias de la fusión.

Para el ejercicio 2003-2004, se prevé crecer en ventas y se ha producido novedades en cuanto a producto, como la nueva línea de magias desarrolladas con Disney que inicialmente pretenden lanzarse a nivel europeo, en las que la compañía americana ha mostrado un enorme interés.

Valoración

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

- Comparación con múltiplos de otras empresas del sector, aplicándose un descuento del 30% por iliquidez, con la que se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 13.499 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 5.189 miles de euros.

A pesar de que la anterior valoración es superior a su coste de adquisición, se mantiene la valoración de Educa Borrás en 7.564 miles de euros, que supone una **valoración de la participación de Dinamia de 2.907 miles de euros**. Esto se justifica por encontrarnos ante el segundo ejercicio (aún incompleto) de funcionamiento conjunto de las dos compañías fusionadas y por el hecho de venir la compañía de una situación de turnaround. Por lo tanto, no se revisará la valoración de la compañía hasta se haya confirmado el éxito del citado turnaround con las cifras definitivas de cierre de Marzo 2003.

Educa Borrás, S.A.

cifras en miles de euros

	Ventas	EBITDA	EBIT	B° Neto	C-F	Deuda Neta	(media durante 2002)
Previsión a 31.03.2003	23.277	4.124	2.913	1.618	2.829	12.013	

VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES							
Valoración según comparables	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF	Media	Ajustado por iliquidez	Participación Dinamia 38,44%
		15.170	14.212	19.932	27.825	19.285	13.499
						Descuento por iliquidez 30%	
Medias	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF			
	6,6x	9,0x	12,3x	9,8x			
VERMONT TEDDY BEAR CO INC			7,2x	5,3x			
BRIO AB-B SHS	5,7x	10,7x		4,9x			
CHARACTER GROUP PLC	6,4x	8,6x	13,2x	8,5x			
GAMES WORKSHOP GROUP PLC	6,8x	9,3x	14,8x	9,3x			
HASBRO INC	6,3x	11,5x					
HORNBY PLC	6,6x	9,3x	16,9x	10,5x			
JAKKS PACIFIC INC	4,9x	6,0x	10,5x	8,1x			
KOMPAN A/S-B	8,7x			18,7x			
MATTEL INC	6,9x	8,9x		14,0x			
SMOBY SA		8,6x					
ZAPF CREATION AG	7,0x	8,1x	11,3x	9,2x			

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 31.12.2002 (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 Corpfín 28,6%
- Fondos gestionados por Espiga 18,6%
- Equipo directivo 4,2%

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

EBITDA*	EBIT
4,2x	6,3x

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

Descripción de la compañía

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

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

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

Dirección de la compañía

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

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

*Cifras en miles de euros

	Auditoría 31.12.2001	Real 31.12.2002	Presupuesto 31.12.2002	Presupuesto 31.12.2003
Ingresos de Explotación	77.616	80.565	84.277	89.550
EBITDA	11.167	8.558	11.453	10.355
EBIT	7.946	5.198	8.081	6.862
BAI	6.614	3.817	7.175	6.059
Beneficio del ejercicio	4.145	1.553	4.385	3.772

Balance de Situación

*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	Real	Auditoría	<u>PASIVO</u>	Real	Auditoría
	31.12.2002	31.12.2001		31.12.2002	31.12.2001
Acciones Propias	1.282	1.282	Fondos Propios	28.969	28.440
Inmovilizado	25.992	27.478	Fondo de Pensiones	1.380	1.731
Activo Circulante	28.651	27.310	Acreedores a largo plazo	12.903	14.871
Tesorería	5.373	7.576	Deuda a corto plazo	106	3.098
TOTAL ACTIVO	61.298	63.647	Pasivo Circulante	17.939	15.506
			TOTAL PASIVO	61.298	63.647

Descripción del mercado

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

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

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

Evolución durante 2002

El año 2002 ha sido especialmente difícil para el sector de los ácidos grasos tanto en España como especialmente en Europa, donde el grupo exporta más del 50% de su producción. Ello es debido a una débil demanda en las principales industrias clientes junto a una fuerte subida en los precios de las principales materias primas en torno al 20%, que ha sido difícil de trasladar a los precios de venta originando un deterioro directo en los márgenes.

Pese a ello, en España la compañía ha alcanzado prácticamente las 50.000 toneladas, superando ligeramente en volumen el presupuesto y en más de un 8% el año anterior. En Italia se ha repetido el volumen del ejercicio anterior (9% menos que el presupuesto).

Sin embargo, las dificultades de producción en Italia, junto al deterioro general de precios, han supuesto un impacto negativo de €4m en el margen bruto, tan sólo compensado parcialmente por una buena contención de los gastos fijos. Pese a ello, el Cashflow de la compañía ha logrado compensar la caída en resultados gracias a una buena gestión del capital circulante y ha logrado reducir su endeudamiento significativamente. Como consecuencia, el endeudamiento neto a finales de año es tan sólo de € 7,6m, frente a unos fondos propios de más de €28,3 MM.

Para el próximo ejercicio 2003, gracias a una serie de medidas adoptadas en el ejercicio 2002, como las inversiones recientemente realizadas para eliminar cuellos de botella en producción, el abandono de ciertas líneas de producto poco rentables, la continuación del gran esfuerzo comercial y una mejor gestión de la producción en la fábrica italiana, hacen prever una importante recuperación del nivel rentabilidad. Igualmente, la compañía pretende consolidar su avance en el mercado, incrementando otro 5% su volumen facturado.

Valoración

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

- Según los múltiplos de compra de la compañía, se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 26.768 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 12.701 miles de euros.
- Comparación con múltiplos de otras empresas del sector europeas, aplicándose un descuento del 30% por iliquidez, con la que se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 30.269 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 14.260 miles de euros.

Se mantiene la última valoración de la compañía realizada en Diciembre de 2001, el que se valoraron los fondos propios de Undesa en 29.988 miles de euros, lo que (ajustando por una menor dilución y los dividendos devengados a 30.06.2002 ya satisfechos), supone una **valoración de la participación de Dinamia de 14.124 miles de euros.**

A pesar de que el primero de los criterios arroja un resultado inferior, la actual caída en los resultados se considera como puntual y podrá corregirse en el próximo ejercicio. Adicionalmente, el ajustado precio pagado en su momento por la compañía, la reducción del endeudamiento y el resultado obtenido en la valoración por comparables, dan suficiente confort para mantener la actual valoración.

Grupo Undesa

cifras en miles de euros

	Ventas	EBITDA	EBIT	B° Neto	C-F	Deuda Neta
Resultados a 31.12.2002	80.565	8.558	5.198	1.553	4.914	7.636

1) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPRA

	EBITDAx	EBITx	Media	Participación Dinamia
Múltiplos de compra	4,2x	6,3x		47,45%
Valoración	28.233	25.304	26.768	12.701

2) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES

	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF	Media	Ajustado por iliquidez	Participación Dinamia	47,07%
					43.280	30.296	14.260	
Valoración según comparables	51.030	60.957	25.497	35.634				
						Descuento por iliquidez		30%
Medias	6,9x	13,2x	16,4x	7,3x				
DEGUSSA AG	7,5x		21,7x	4,7x				
RHODIA SA	5,0x							
CIBA SPECIALTY CHEMICALS-REG	8,3x	12,4x	16,5x	8,5x				
CLARIANT AG-REG	8,1x	16,7x						
CHR HANSEN HOLDING-B	8,2x	16,3x		7,4x				
DSM NV	4,3x	9,2x						
SOLVAY SA	6,6x	11,3x	11,0x	5,4x				
EMS-CHEMIE HOLDING AG			16,5x	10,4x				

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.:	1,64%
Valoración a 31.12.2002 (miles de euros): 115	

Resumen de la Transacción:

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

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

Descripción de la compañía

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

Valoración

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

Grupo Robbialac



Fabricación y comercialización de pinturas

Fecha de Inversión:	Diciembre 1999
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 31.12.2002 (miles de euros): 16.052	

Resumen de la Transacción:

En Diciembre de 1999, Dinamia lideró junto a Bridgepoint Capital el MBO de esta compañía, adquiriendo el 33,46% del capital de la misma. 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 y barnices en Portugal y España respectivamente. Además Duraval fabrica resinas y emulsiones para su propio consumo y venta a terceros.

Robbialac inició su actividad en Lisboa en 1931; en 1970 fue adquirida por el grupo alemán Hoechst, y en 1988 el grupo de sistemas y productos de seguridad británico Williams plc compró Robbialac como parte de su adquisición del grupo de pinturas decorativas Hoechst en el Reino Unido y otros países.

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

La compañía basa su liderazgo en su imagen de marca y su efectiva red de distribución, que incluye 46 tiendas propias repartidas por el país que representan aproximadamente el 50% de las ventas. El elevado grado de productividad, su eficiente red de distribución y su posición en pinturas de gama alta, hacen de Robbialac una empresa altamente rentable en el concentrado mercado Portugués.

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

Dirección de la compañía

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

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

*Cifras en miles de euros

	Auditoría 31.12.2001	Real 31.12.2002	Presupuesto 31.12.2002	Presupuesto 31.12.2003
Ingresos de Explotación	85.133	82.386	89.698	88.069
EBITDA	18.577	18.194	20.073	19.542
EBIT	15.560	15.769	17.562	17.249
BAI	9.365	9.949	12.043	13.318
Beneficio del ejercicio	7.170	6.781	8.253	8.880

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

Balance de Situación

*Cifras en miles de euros

ACTIVO	Real	Auditoría	PASIVO	Real	Auditoría
	31.12.2002	31.12.2001		31.12.2002	31.12.2001
Inmovilizado	13.073	14.159	Fondos Propios	38.313	43.458
Fondo de Comercio	71.782	83.708	Deuda y asimilados	60.040	68.901
Activo Circulante	32.189	37.397	Pasivo Circulante	21.805	26.394
Tesorería	3.114	3.489			
TOTAL ACTIVO	120.158	138.752	TOTAL PASIVO	120.158	138.752

Evolución durante 2002

El ejercicio ha estado marcado por un entorno económico muy desfavorable en Portugal. Prácticamente todos los indicadores económicos han mostrado una clara recesión lo que ha afectado a la mayoría de las empresas portuguesas y Robbialac no ha sido una excepción. A pesar de ello la compañía se ha mostrado muy resistente y ha tenido un comportamiento relativamente satisfactorio, aumentando los márgenes brutos, conteniendo gastos y repitiendo prácticamente los resultados (EBITDA) del año anterior sin ver mermada su posición de mercado a pesar de un menor nivel de ventas. Durante el año se completó la fusión del grupo de sociedades portuguesas simplificando la estructura jurídica, fiscal y operativa del grupo que sin duda producirá ahorros en el futuro.

A pesar de las negativas perspectivas de la economía portuguesa, la compañía se ha marcado un agresivo presupuesto para el 2003 que incluye un incremento de volumen del 3.8%, de facturación del 6.9% y del 7.5% de EBITDA para alcanzar los € 19,3m, basado principalmente en una política comercial agresiva, especialmente en España, con una mejora del mix de productos hacia aquellos de mayor valor añadido y una agresiva política de contención de gastos e incremento de productividad.

Valoración

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

- Según los múltiplos de compra de la compañía, se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 54.351 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 18.140 miles de euros.
- Comparación con múltiplos de otras empresas del sector europeas, aplicándose un descuento del 30% por iliquidez, con la que se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 56.750 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 18.940 miles de euros.

Se mantiene la última valoración de la compañía realizada en Junio de 2002, en la que se valoraron los fondos propios del Grupo Robbialac en 48.096 miles de euros, lo que supone una **valoración de la participación de Dinamia de 16.052 miles de euros**, aún estando por debajo de los anteriores criterios, dada la incierta situación económica portuguesa.

Grupo Robbialac

cifras en miles de euros

	Ventas	EBITDA	EBIT	B° Neto	C-F	Deuda Neta
Resultados a 31.12.2002	82.386	18.194	15.769	6.781	9.206	56.926

1) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPRA

-

	Ventasx	EBITDAx	EBITx	Media	Participación Dinamia
Múltiplos de compra	1,4x	6,0x	6,9x		33,37%
Valoración	58.996	52.818	51.240	54.351	18.140

2) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES

	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF	Media	Ajustado por iliquidez	Participación Dinamia
Valoración según comparables	68.769	86.538	89.851	79.131	81.072	56.750	33,37%
						Descuento por iliquidez	30%
Medias	6,9x	9,1x	13,3x	8,6x			
CIN-CORP INDUSTRIAL DO NORTE	5,9x	7,5x	8,6x	5,9x			
SHERWIN-WILLIAMS CO/THE	7,4x	8,5x					
SICO INC	7,4x	9,5x	13,3x	8,7x			
BOERO BARTOLOMEO	8,2x	12,6x		11,8x			
FLUGGER A/S-B SHS	4,7x	6,1x	10,5x	7,4x			
RPM INTERNATIONAL INC	9,3x	12,0x	16,8x	10,7x			
VALSPAR CORP	10,4x	12,5x	18,3x	12,8x			
IMPERIAL CHEMICAL INDS PLC	4,2x	6,0x	15,0x	6,3x			
AKZO NOBEL	4,7x	7,1x	10,3x	5,1x			

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 31.12.2002 (miles de euros): 3.517	

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 esféricos y otras formas geométricas complejas. Por otra parte, dos características esenciales diferencian a las máquinas de Anayak con respecto a los competidores: el cabezal rígido y las cinco vías (en lugar de tres) sobre las que reposa y se desliza la máquina. Estas dos características, además de garantizar una mayor

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

Dirección de la compañía

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

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

*Cifras en miles de euros

	Auditoría 31.12.2001	Real 31.12.2002	Presupuesto 31.12.2002	Presupuesto 31.12.2003
Ingresos de Explotación	29.311	26.335	29.521	18.480
EBITDA	2.801	1.737	2.947	145
EBIT	2.046	883	2.126	-649
Beneficio antes de impuestos	1.938	847	1.903	-850
Beneficio del ejercicio	1.540	678	1.522	-850

Balance de Situación

*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	Real	Auditoría	<u>PASIVO</u>	Real	Auditoría
	31.12.2002	31.12.2001		31.12.2002	31.12.2001
Inmovilizado	5.486	5.942	Fondos Propios	10.081	9.043
Activo Circulante	13.898	14.961	Acreedores a largo plazo	2.198	1.935
Tesorería	1.299	1.512	Deuda a corto plazo	2.198	704
TOTAL ACTIVO	20.683	22.415	Pasivo Circulante	6.206	10.734
			TOTAL PASIVO	20.683	22.415

Evolución durante 2002

Durante el presente ejercicio se ha producido una contracción de la demanda a nivel mundial que como media ha alcanzado el 40%. En España, este volumen ha alcanzado el 33%. En Anayak se ha reflejado esta misma tendencia con una fuerte caída en la captación de pedidos. Debido a que el período medio de cartera estaba alrededor de 6 meses, los resultados del primer semestre no se vieron afectados por la situación de mercado. Sin embargo, la segunda parte del año ha supuesto pérdidas significativas de ventas con impacto en la cuenta de resultados.

Ante esta situación, la compañía preparó un plan de contingencias, con fuertes ajustes en gastos e inversiones, en previsión de que en el año 2003 se mantuviera una contracción de la demanda en torno al 30%. Gracias a los citados ajustes, y aún con la fuerte caída en la facturación estimada para 2003, se consigue un EBITDA positivo de € 145.000, con generación positiva de caja neta y sin que aparezcan problemas financieros durante el ejercicio.

Valoración

Dada la incierta situación de mercado y la fuerte caída en ventas y resultados de la compañía, se provisiona el 50% de la valoración de la compañía hasta los 5.557 miles de euros, con lo que **la participación de Dinamia queda valorada en 3.517 miles de euros.**

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 31.12.02 (miles de euros): -	

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	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.

Dirección de la compañía

Tras la sustitución del anterior Director General y reestructuración de la compañía, el actual equipo directivo, con el que se ha reconstruido un MBO de la sociedad, ha tomado las riendas de la compañía, reenfocando la estrategia de la misma hacia una situación de proveedor "Tier" 2 ó 3, y diversificando hacia otros segmentos de mercado distinto del automóvil.

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

*Cifras en miles de euros

	Auditoría 31.12.2001	Real 31.12.2002	Presupuesto 31.12.2002
Ingresos de Explotación	10.855	4.385	6.564
EBITDA	1.198	-71	297
EBIT	908	-423	10
BAI	727	-657	-209
Beneficio del ejercicio	592	-657	-209

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

Balance de Situación

*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	Real	Auditoría	<u>PASIVO</u>	Real	Auditoría
	31.12.2002	31.12.2001		31.12.2002	31.12.2001
Inmovilizado	1.647	1.170	Fondos Propios	4.205	5.320
Fondo de Comercio	3.209	3.667	Acreedores largo plazo	701	287
Activo Circulante	1.542	1.661	Deuda a corto plazo	680	276
Tesorería	152	646	Pasivo Circulante	964	1.261
TOTAL ACTIVO	6.550	7.144	TOTAL PASIVO	6.550	7.144

Evolución durante 2002

El ejercicio 2002 ha supuesto la confirmación de la pérdida casi total de todo el negocio con SEAT, quedando la compañía básicamente con los pedidos provenientes de proveedores de 2º nivel. En esta situación, se ha producido una reestructuración de la sociedad, sustituyendo al anterior equipo directivo. El nuevo equipo gestor está realizando una nueva estrategia comercial, pasando a convertirse en un proveedor Tier 2 en el sector del automóvil. Asimismo, está introduciéndose con éxito en nuevos sectores gracias a la aplicación de su know-how en sectores menos maduros y exigentes que el del automóvil.

Valoración

Dada la mala evolución de la compañía, se provisiona la totalidad de la participación de Dinamia en la misma.

Arco Bodegas Unidas



Bodegas de vino

Fecha de Inversión:	Marzo 1999
Cantidad inicial invertida:	5.457 miles de euros
Ampliación de Capital Marzo 2001	12.020 miles de euros
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	8,00%
Valoración a 31.12.2002 (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 Dinamia. En Marzo de 2000 se acometió una ampliación de € 30m, de los que Dinamia suscribió € 12m, con lo que su participación en el capital de la compañía se elevó hasta el 8%. El resto del accionariado 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, liderado por D. Víctor Redondo y que ostenta un porcentaje significativo del capital de la compañía, cuenta con gran experiencia en el sector y motivación (dada su involucración en el capital de la compañía) 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 31.12.2001	Real 31.12.2002	Presupuesto 31.12.2003
Ingresos de Explotación	208.735	187.579	217.324
EBITDA	21.024	21.214	21.779
EBIT	17.875	18.081	18.293
Beneficio antes de impuestos	18.351	15.171	16.601
Beneficio del ejercicio	13.830	12.218	12.374

Balance de Situación

*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	Real 31.12.2002	Auditoría 31.12.2001	<u>PASIVO</u>	Real 31.12.2002	Auditoría 31.12.2001
Inmovilizado	47.172	44.547	F. Propios	105.273	102.874
Activo Circulante	118.747	107.023	Socios Externos	4.392	4.618
Tesorería	1.158	2.284	Deuda a largo plazo	24.659	6.128
TOTAL ACTIVO	167.078	153.855	Deuda a corto plazo	411	4.048
			Pasivo Circulante	32.344	36.186
			TOTAL PASIVO	167.078	153.855

Evolución durante 2002

Se ha producido una reorganización del grupo de cara a simplificar la gestión y reordenar su crecimiento, mediante la concentración de la actividad en aquellas líneas de negocio consideradas como estratégicas por su potencial de crecimiento estable y rentabilidad, separando, los vinos premium de los vinos populares.

Al mismo tiempo, se continúa la política establecida por la compañía que va a consistir en el abandono de marcas privadas, concretamente, se ha abandonado Tesco en el Reino Unido. Otras de las medidas adoptadas, ha sido el cambio de distribución de "Lagunilla", traslado a Londres de la gestión de la actividad internacional y la concentración en marcas propias. Por último, se incide en el lanzamiento del proyecto Durius en Ribera del Duero y su expansión a otras zonas de Ribera del Duero y, el lanzamiento del proyecto de los hoteles en las bodegas ("Haciendas de España").

En el próximo ejercicio, la compañía pretende culminar su política con la completa separación entre Bodegas Berberana y Haciendas de España y reorganizar la línea de productos Hohenlohe.

Valoración

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

- Según los múltiplos de compra de la compañía, se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 203.279 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 16.271 miles de euros.
- Comparación con múltiplos de otras empresas del sector europeas, aplicándose un descuento del 30% por iliquidez, con la que se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 174.423 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 13.961 miles de euros.

A pesar de que existen diferencias con la última valoración efectuada en el anterior informe, se mantiene ésta, en la que se mantuvo la valoración de la compañía en el momento de la adquisición, ajustando la participación inicial a la valoración aplicada para la ampliación de capital de Marzo de 2000, quedando la **participación de Dinamia valorada en 18.040 miles de euros**. Este aspecto se justifica por la situación de liderazgo de la compañía, como grupo bodeguero más grande del país y uno de los mayores del mundo, junto con los altos múltiplos pagados en las últimas transacciones en el sector.

Arco Bodegas Unidas, S.A.

cifras en miles de euros

	Ventas	EBITDA	EBIT	B° Neto	C-F	Deuda Neta
Resultados a 31.12.2002	187.579	21.214	18.081	12.218	15.350	21.576

1) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPRA

	EBITDAx	EBITx	P/E	P/CF	Media	Participación Dinamia
Múltiplos de compra	10,9x	12,3x	16,0x	13,5x		8,00%
Valoración	209.126	201.422	195.611	206.958	203.279	16.271

2) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES

	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF	Media	Ajustado por iliquidez	Participación Dinamia
Valoración según comparables	265.206	290.429	222.974	218.094	249.176	174.423	13.961
						Descuento por iliquidez	30%
Medias	13,5x	17,3x	18,2x	14,2x			
BARON DE LEY	8,9x	11,1x	10,8x	8,5x			
BROWN-FORMAN CORP -CL A	11,5x	13,4x	20,3x	16,3x			
BODEGAS RIOJANAS SA	18,6x	28,8x		21,3x			
BRL HARDY LIMITED	12,7x	15,2x	16,0x	12,3x			
VINA CONCHA Y TORO S.A.	16,2x	21,4x	26,4x	18,4x			
CIA VINICOLA DEL NORTE DE ES	20,8x	28,8x	25,7x	18,6x			
PETER LEHMANN WINES LIMITED	13,1x	14,8x	18,9x	15,9x			
ROBERT MONDAVI CORP-CL A	10,5x	15,0x	19,3x	10,1x			
VINA SAN PEDRO S.A.	15,8x	19,3x	20,5x	16,2x			
CHALONE WINE GROUP LTD (THE)	16,0x			13,9x			
SOUTHCORP LIMITED	8,8x	11,2x	8,3x	6,7x			
VINCOR INTERNATIONAL INC	9,3x	10,9x	16,3x	12,3x			

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 31.12.2002 (miles de euros) 6.985 (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	9,0x

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

Descripción de la compañía

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

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

Dirección de la compañía

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

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

Cuenta de Pérdidas y Ganancias*

*Cifras en miles de euros	9 meses	9 meses	9 meses	12 meses	12 meses	12 meses
	Real 31.12.2001	Real 31.12.2002	Presupuesto 31.12.2002	Real 31.03.2002	Presupuesto 31.03.2003	Previsión 31.03.2003
Ingresos de Explotación	82.435	76.515	84.758	109.159	116.693	106.477
EBITDA	14.653	13.700	15.571	20.350	22.469	20.023
EBIT	13.404	12.449	14.338	18.672	20.810	18.249
BAI	6.621	6.269	7.986	8.501	12.406	10.172
Beneficio del ejercicio	5.084	3.430	6.398	6.964	10.100	6.252

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

Balance de Situación*

*Cifras en miles de euros

ACTIVO	Real	Real	PASIVO	Real	Real
	31.12.2002	31.03.2002		31.12.2002	31.03.2002
Inmovilizado	36.478	18.426	Fondos Propios	67.360	42.080
F. de Comercio	127.726	127.726	Crédito Accionistas	50.188	48.125
Activo Circulante	33.897	33.762	Acreedores a largo plazo	56.815	68.612
Tesorería	2.872	2.667	Deuda a corto plazo	8.294	5.882
TOTAL ACTIVO	200.973	182.581	Pasivo Circulante	18.317	17.883
			TOTAL PASIVO	200.973	182.581

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 2002

Pese a la mala coyuntura económica y el carácter cíclico del negocio de la compañía, el presente ejercicio se puede considerar como satisfactorio. La mala coyuntura económica ha provocado caídas generalizadas en ventas en todos los mercados, especialmente USA. Pese a ello, la compañía ha realizado un importante esfuerzo en contención de gastos, consiguiendo que la caída del 2% en ventas que se ha estimado a finales de año se vea totalmente compensada, consiguiendo un EBITDA similar al del año anterior.

Adicionalmente, la tradicional excelente gestión del circulante permite a la compañía seguir reduciendo deuda de acuerdo con el plan, consiguiendo tasas de conversión del EBIT en cash-flow libre cercanas al 90%.

Valoración

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

- Según los múltiplos de compra de la compañía, se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 62.950 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 4.642 miles de euros.
- Comparación con múltiplos de otras empresas del sector europeas, aplicándose un descuento del 30% por iliquidez, con la que se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 31.306 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 2.309 miles de euros.

Capital Safety Group

cifras en miles de euros

	Ventas	EBITDA	EBIT	B° Neto	C-F	Deuda Neta*
Previsión a 31.03.2003	106.477	20.023	18.249	6.252	8.026	102.362

*A 31.12.2002

1) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPRA

	EBITDAx	EBITx	Media	Participación Dinamia
Múltiplos de compra	8,3x	9,0x		7,37%
Valoración	64.149	61.752	62.950	4.642

2) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES

	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF	Media	Ajustado por iliquidez	Participación Dinamia	7,37%
Valoración según comparables	10.745	47.092	70.939	50.117	44.723	31.306	2.309	
						Descuento por iliquidez		30%
Medias	5,6x	8,2x	11,3x	6,2x				
BUDERUS AG	6,1x	9,0x	12,9x	7,9x				
NOVAR PLC	3,8x	5,7x	12,6x	4,1x				
WMH WALTER MEIER AG-BR	5,2x	8,2x	9,0x	4,5x				
KONE OYJ-B SHS	7,5x	11,4x	11,8x	6,2x				
CARDO AB	4,1x	5,7x	9,0x	5,7x				
UPONOR OYJ	4,9x	8,5x	11,5x	5,2x				
TARKETT SOMMER AG	4,2x	7,4x	10,0x					
ULTRAFRAME PLC	6,5x	8,2x	12,2x	8,6x				
DECEUNINCK	6,0x	9,6x	13,3x	6,7x				
WIENERBERGER AG	8,1x			7,4x				

A pesar de que el segundo criterio arroja un resultado inferior al de la última valoración efectuada, se mantiene ésta (ajustada por el tipo de cambio), con lo que la **participación de Dinamia queda valorada en 3.105 miles de euros** (a los que hay que añadirle 3.880 miles de euros del crédito a la participada).

El resultado obtenido según el criterio de comparables está distorsionado por la valoración por múltiplos de EV/EBITDA, significativamente inferior a la obtenida por el resto de múltiplos. Esto se justifica por la poca inversión/amortización del modelo de negocio y proceso productivo de CSG, frente a los comparables analizados, con fuertes inversiones/amortizaciones, que penalizan la media de múltiplos de EBITDA analizados. Por tanto, los múltiplos más adecuados para la valoración de CSG deben ser aquellos por debajo de la línea de amortizaciones (EV/EBIT y P/E).

CSG. Ajuste de la valoración al tipo de cambio de la libra

<i>Cifras en miles de euros</i>		Valor en libros	Valoración	Según tipo de cambio
				31.12.2002
	Acciones	1 £ = 1,4304 €	1 £ = 1,4304 €	1 £ = 1,5373 €
	Crédito	1 £ = 1,6434 €	1 £ = 1,6434 €	1 £ = 1,5373 €
Acciones		2.752	2.890	3.105
Crédito		3.529	3.529	3.302
Intereses devengados		618	618	578
TOTAL		6.899	7.037	6.985

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.:	5%
➤ DWW Deutsche Woolworth Holdings GmbH	4,94%
➤ DWW Beteiligungs GmbH	5,55%
Valoración a 31.12.2002(miles de euros):	-

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 y otros 85%
- Directivos y autocartera 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 31.12.2001	Real 31.12.2002	Presupuesto 31.12.2002	Presupuesto 31.12.2003
Ingresos de Explotación	981.094	937.631	931.582	953.438
EBITDA	752	2.299	(5.808)	9.799
EBIT	(19.522)	(16.302)	(29.431)	(9.737)
BAI	33.325	3.860	(30.445)	(6.744)
Beneficio del ejercicio	33.186	2.972	(30.465)	(7.636)

Balance de Situación

*Cifras en miles de euros

	ACTIVO		PASIVO		
	Real 31.12.2002	Auditoría 31.12.2001		Real 31.12.2002	Auditoría 31.12.2001
Acciones propias	1.709	1.092	Fondos Propios	54.334	54.987
Inmovilizado	371.452	394.076	Socios Externos	(21)	(8.523)
Activo Circulante	133.440	187.937	Fondo de Pensiones	157.719	152.806
Tesorería	90.961	68.908	Deuda bancaria	182.649	165.076
TOTAL ACTIVO	597.561	652.013	Pasivo Circulante	202.880	287.667
			TOTAL PASIVO	597.561	652.013

Evolución durante 2002

El ejercicio 2002 ha sido el primer año en el que el nuevo equipo directivo ha tomado las riendas de la compañía. El nuevo equipo se ha centrado en el reenfoque de la estrategia de la compañía retornando a su proposición tradicional de "value for money", centrándose en el rediseño de la gama de productos, limpiando la tienda de la mercancía fuera de foco adquirida por el anterior equipo.

Adicionalmente, la gestión del circulante en cuanto a stocks y proveedores, así como la enajenación de activos inmobiliarios han resultado en una fuerte generación de cash-flow, que sitúa a la compañía en una situación financiera que le permitirá afrontar el ejercicio 2003 sin necesidad de financiación ajena, con la tranquilidad de poder centrarse exclusivamente en el turnaround de la compañía.

El presupuesto para el 2003 estima unas ventas similares a las del 2002, volviendo a EBITDA positivo de € 10m y generación positiva de cash-flow libre de explotación.

Valoración

Dada la mala evolución de la compañía, junto con las inciertas perspectivas de la economía alemana, se provisionó la totalidad de la participación de Dinamia en Woolworth en el anterior informe, en tanto no se hiciera patente una clara recuperación de la compañía, manteniéndose la citada provisión.

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 31.12.2002: 6.735 (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 31.12.2001	9 meses Real 31.12.2002	9 meses Presupuesto 31.12.2002	12 meses Auditoría 31.03.2002	12 meses Presupuesto 31.03.2003	12 meses Previsión 31.03.2003
Ingresos de Explotación	61.907	62.843	62.887	86.794	87.481	88.443
EBITDA	6.887	5.525	7.059	9.768	10.187	9.071
EBIT	4.520	3.073	4.667	6.604	6.999	5.803
BAI	3.412	2.137	3.701	5.168	5.755	4.590
Beneficio del ejercicio	2.388	1.389	2.406	3.402	3.741	2.988

Balance de Situación

*Cifras en miles de euros

ACTIVO	Real	Auditoría	PASIVO	Real	Auditoría
	31.12.2002	31.03.2002		31.12.2002	31.03.2002
Inmovilizado	15.034	14.805	F. Propios	31.886	30.893
Activo Circulante	48.656	52.194	Crédito Accionistas	1.069	1.542
Tesorería	4.901	3.863	Deuda a largo plazo	13.712	12.474
TOTAL ACTIVO	68.591	70.862	Deuda a corto plazo	8.015	8.755
			Pasivo circulante	13.910	17.198
			TOTAL PASIVO	68.591	70.862

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 0,60 a 30 euros, 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 2002

Durante el primer trimestre se fueron ajustando los gastos y la estructura de fábrica a los nuevos niveles previstos y desde Septiembre, se comenzó a recuperar margen en las líneas producidas en Villafranca. La compañía espera cumplir el presupuesto consolidado de ventas y pese a que existe una ligera desviación en la división de medias, este desfase se ha visto compensado por el incremento sobre presupuesto de la línea de confección fundamentalmente ayudado por el desarrollo de ventas en las Líneas de Agatha Ruiz de la Prada. Para mantener cierto crecimiento en la compañía, se prevén incrementar los ritmos de crecimiento en confección mediante el lanzamiento de alguna nueva línea.

Ha sido destacable el esfuerzo en la reducción de deuda de € 3MM, concentrado en una reducción de la cifra de stocks respecto a presupuesto y año anterior de alrededor de € 1,5 MM así como incremento de la cifra de proveedores de alrededor de € 1,5 MM adicionales debido a una nueva política de pagos.

Valoración

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

- Según los múltiplos de compra de la compañía, se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 25.840 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 6.476 miles de euros.
- Comparación con múltiplos de otras empresas del sector europeas, aplicándose un descuento del 30% por iliquidez, con la que se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 27.160 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 6.807 miles de euros.

Dado que ambos criterios ofrecen valoraciones inferiores a la última efectuada en el anterior informe, se reduce ésta, con lo que la **participación de Dinamia queda valorada en 6.476 miles de euros** (a los que hay que añadirle 259 miles de euros del crédito a la participada).

Marie Claire, S.A.

cifras en miles de euros

	Ventas	EBITDA	EBIT	B° Neto	C-F	Deuda Neta*	(Estimada a 31.03.2003)
Resultados Estimados a 31.03.2003	88.443	9.071	5.803	2.988	6.256	13.818	

1) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPRA

-

	Ventasx	EBITDAx	EBITx	Media	Participación Dinamia
Múltiplos de compra	0,5x	4,2x	6,0x		25,06%
Valoración	32.800	23.890	20.831	25.840	6.476

2) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES

	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF	Media	Ajustado por iliquidez	Participación Dinamia	25,06%
Valoración según comparables	51.679	42.027	28.007	33.489	38.801	27.160	6.807	
						Descuento por iliquidez		30%
Medias	7,2x	9,6x	9,4x	5,4x				
STEFANEL SPA	12,7x			3,3x				
WOLFORD AG	8,5x			5,4x				
CSP INTL INDUSTRIA CALZE SPA	6,0x	14,9x		3,5x				
IC COMPANYYS A/S	3,7x	7,8x	9,5x	2,4x				
SLIMMA PLC	4,0x	4,7x	4,9x	3,9x				
BIG STAR HOLDING AG	11,4x	17,3x	10,6x	6,8x				
GERRY WEBER INTL AG	3,9x	4,6x	6,7x	4,9x				
VAN DE VELDE NV	7,7x	8,6x	15,1x	12,7x				

Hechos posteriores a 31.12.2002: Inversión en High Tech Hoteles

High Tech Hoteles



Gestión de una cadena de hoteles

Fecha de Inversión:	Enero 2003
Cantidad invertida:	9.500 miles de euros
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	41,3%

Resumen de la Transacción:

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

Cifras en miles de euros	Acciones Ordinarias		Acciones (9%) Preferentes		Total Inversión	
Dinamia 1ª ronda (ene-03)	3.000	30,0%	6.500	50,0%	9.500	41,3%
Nmás1 PEF 1ª ronda (ene-03)	3.000	30,0%	6.500	50,0%	9.500	41,3%
Total instituciones	6.000	60,0%	13.000	100,0%	19.000	82,6%
Management	4.000	40,0%			4.000	17,4%
Total equity	10.000	100,0%	13.000	100,0%	23.000	100,0%

Adicionalmente, existe un acuerdo para que las instituciones aporten 7 millones de euros adicionales en la forma de acciones preferentes (3,5 millones por parte de Dinamia y 3,5 millones por parte de Nmás1 PEF), en el momento que sean necesarios para la apertura de nuevos hoteles.

Tras la aportación adicional de 7 millones de euros, las aplicaciones del total de 26 millones de euros son las siguientes:

- Recompra por 10 millones de euros de las acciones que el anterior socio del equipo directivo ostentaba, gracias al ejercicio de una opción de compra que poseía el equipo directivo.
- Ampliación de capital de 16 millones de euros para acometer nuevas inversiones en hoteles.

La inversión acometida en la compañía hasta la entrada de Dinamia ascendía a unos 12 millones de euros (9 millones aportados por el anterior socio financiero y unos 3 millones aportados por el equipo directivo³)

³ Para el caso del equipo directivo, su aportación incluye tanto aportaciones dinerarias (1,8 millones de euros), como una estimación de aportaciones no dinerarias (1,2 millones de euros)

Descripción de la compañía

High Tech Hotels & Resorts SA, es una cadena hotelera centrada en el segmento de tres estrellas y tres plus, enfocada a clientes de negocios y turísticos de ciudad. En este momento tiene 14 hoteles contratados, ubicados principalmente en Madrid y en las principales capitales de provincia. Siete de estos hoteles se encuentran operativos y el resto se irá abriendo una vez vayan concluyéndose las reformas en los mismos.

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

Dirección de la compañía

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

Descripción del mercado

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

- Forman la columna vertebral de la industria hotelera en España, siendo más del 33% de la totalidad de establecimientos y con más del 45% de la capacidad de camas.
- Desde 1987 la ocupación en los hoteles de tres estrellas ha sido la más alta de la industria.
- El segmento de tres estrellas ha sido el menos afectado por la crisis que sufre actualmente la industria hotelera española manteniéndose en niveles del año anterior.
- Este segmento está controlado por la gestión familiar, muy poco profesional, y por tanto está muy fragmentado, sin la existencia una marca clara líder del sector.
- Existen una serie de barreras de entrada muy marcadas en el sector; las grandes cadenas internacionales (Accor, Six Continents, Starwood, Hyatt...) que han mostrado un gran interés por el mercado español no han conseguido instalarse debido a la falta de transparencia dentro de las pequeñas cadenas ya establecidas y a la falta de cadenas de cierto tamaño que les permita entrar con fuerza en el mercado español. Además se ha comprobado que la presencia de un promotor nacional es clave para el éxito de la cadena en España.

Anexo

Revisión de la valoración realizada por el gestor

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

Revisión de la valoración de la cartera
de inversiones en participaciones de
empresas no cotizadas a 31 de
diciembre de 2002 realizada
por el Gestor

KPMG Corporate Finance
Este informe contiene 5 páginas
Este informe contiene 1 anexo
Ref: 3m13iv11.doc



Corporate Finance

Edificio Torre Europa
Paseo de la Castellana, 95
28046 Madrid

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

De acuerdo con las instrucciones de su carta de fecha 17 de marzo de 2003, 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 31 de diciembre de 2002, realizada por N MÁS UNO Electra Capital Privado, Sociedad Gestora de Entidades de Capital Riesgo, S.A. (en adelante el Gestor), siguiendo los criterios de valoración que se describen en dicha carta, los cuales se basan, fundamentalmente, en los criterios de valoración definidos por European Venture Capital Association (en adelante EVCA).

1 Antecedentes

Según hemos sido informados, la cartera de inversiones de Dinamia en sociedades no cotizadas a 31 de diciembre de 2002 está integrada por las siguientes participaciones accionariales y créditos:

Participaciones accionariales	Porcentaje de participación
Marie Claire, S.A.	25,06%
DWW Deutsche Woolworth Holdings GmbH (Grupo Deutsche Woolworth)	4,94%
DWW Beteiligungs GmbH (Grupo Deutsche Woolworth)	5,55%
Capital Safety Group Limited	7,37%
Arco Bodegas Unidas, S.A.	8,00%
Cables Perti, S.A.	78,53%
Industrias Anayak, S.A.	63,06%
Nova Robbialac Industria Ibérica de Tintas, S.A. (Grupo Robbialac)	33,37%
Sociedad Gestora de Televisión, NetTV, S.A.	1,64%
Unión Derivan, S.A. (Grupo Undesa)	48,63%
Educa Borrás, S.A.	38,44%
People Communications, S.A.	5,98%
Atención Empresarial, S.L.	28,87%



Créditos	Principal (miles de euros)
Marie Claire, S.A.	254
Capital Safety Group Limited	3.302

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

- El Gestor preparará una valoración trimestral del activo de la Sociedad que será aprobada, en su caso, por el Consejo de Administración de la misma.
- El experto independiente que el Gestor proponga y que designe el Consejo de Administración de la Sociedad, 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 por el Gestor, los cuales están basados, fundamentalmente, en los propuestos por EVCA.

Conforme a su carta de fecha 17 de marzo de 2003, los criterios empleados por el Gestor en la valoración de la cartera de inversiones en participaciones de empresas no cotizadas a 31 de diciembre de 2002 se resumen a continuación:

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

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.

2 Objetivos de nuestro trabajo

El objetivo de nuestro trabajo ha consistido en efectuar una revisión de la razonabilidad de la valoración a 31 de diciembre de 2002 de la cartera de inversiones de Dinamia en sociedades no cotizadas preparada por el Gestor, de acuerdo con los criterios que se describen en su carta de fecha 17 de marzo de 2003 que se incluye en el anexo a este informe, la cual se basa fundamentalmente en los criterios de EVCA.

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

3 Información utilizada y procedimientos empleados

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

- Carta de fecha 17 de marzo de 2003 relativa a la valoración de la cartera de inversiones en participaciones de empresas no cotizadas de la Sociedad a 31 de diciembre de 2002 realizada por el Gestor.
- Estados financieros no auditados a 31 de diciembre de 2002, así como presupuestos disponibles correspondientes al ejercicio 2003 de las sociedades participadas que se han detallado en el apartado 1 anterior.
- Estimaciones de cierre de resultados y posición financiera neta de las sociedades participadas detalladas en el apartado 1 anterior cuyo ejercicio finaliza el 31 de marzo de 2003.
- Informe de valoración a 31 de diciembre de 2002 de Dinamia Capital Privado, S.C.R., S.A., junto con la información soporte de las valoraciones realizadas por el Gestor.
- Otra información utilizada en la realización de los trabajos para la emisión de nuestro informe de fecha 16 de septiembre de 2002 relativo a la revisión de la valoración de la cartera de inversiones de la Sociedad a 30 de junio de 2002.

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 descritos en el apartado 1 anterior.
- 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.
- Revisión de la valoración de los créditos concedidos y acciones preferentes, de acuerdo con su nominal más los intereses devengados y pendientes de cobro a 31 de diciembre de 2002.
- Mantenimiento de diversas conversaciones con la Dirección del Gestor con el propósito de recabar otra información que se ha considerado de interés para la realización de nuestro trabajo o para aclarar aspectos sobre los que ya habíamos sido informados.
- Obtención de una carta firmada por el Gestor donde se nos comunica que hemos sido informados de todos aquellos aspectos de interés que pudieran afectar a la realización de este trabajo.

4 Aspectos a considerar

- 4.1** Debemos mencionar que la aplicación de los criterios de valoración aplicados por el Gestor 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 con el fin de tener en cuenta la situación, evolución y características específicas de alguna de las inversiones, se han aplicado criterios alternativos de valoración como contraste de los criterios aplicados por el Gestor.
- 4.2** Asimismo, debemos mencionar que la realización de nuestro trabajo se ha basado, entre otros aspectos, en estados financieros no auditados a 31 de diciembre de 2002 de las sociedades no cotizadas que integran la cartera objeto de revisión así como en estimaciones de cierre a 31 de marzo de 2003 facilitadas por el Gestor de aquellas sociedades cuyo ejercicio finaliza en dicha fecha.

5 Conclusión

Conforme a la información de que hemos dispuesto y de acuerdo con los objetivos y el alcance de nuestro trabajo descritos anteriormente, no se ha puesto de manifiesto ningún asunto de importancia que indique que deban introducirse modificaciones en la valoración a 31 de diciembre de 2002, que se incluye en su carta de fecha 17 de marzo de 2003 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 con los criterios descritos en el apartado 1 anterior, los cuales se basan fundamentalmente en los criterios EVCA.

* * * * *

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



Ana Martínez Ramón
Socio Director

17 de marzo de 2003

Anexo

Carta de fecha 17 de marzo de 2003 con el detalle de la valoración de la cartera de inversiones en participaciones de empresas no cotizadas de la Sociedad a 31 de diciembre de 2002 realizada por el Gestor y los criterios empleados en su estimación

*(Este anexo debe ser leído junto con el informe
de KPMG de fecha 17 de marzo de 2003)*

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

A la atención de D^a Ana Martínez Ramón

Madrid, 17 de marzo de 2003

Muy señores míos:

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.
- Valoración aplicando los múltiplos de adquisición originales por parte de Dinamia a los últimos resultados de las compañías.
- Para las compañías con menos de un año de permanencia en cartera, se mantiene como valor el del coste de adquisición.

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.

sociedad gestora de



Padilla, 17
28006 Madrid

Teléfono 91 745 84 48
Fax 91 431 64 60

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 31 de diciembre de 2002 de acuerdo con el siguiente cuadro:

a) Acciones

Sociedad participada	<i>Miles de euros</i>	
	Participación de Dinamia	Valor de la Participación de Dinamia
Marie Claire, S.A.	25,06%	6.476
Deutsche Woolworth (1)	5,00%	-
Capital Safety Group Limited	7,37%	3.105
Arco Bodegas Unidas, S.A.	8,00%	18.040
Cables Perti, S.A.	78,53%	-
Industrias Anayak, S.A.	63,06%	3.517
Nova Robbialac Indústria Ibérica de Tintas, S.A.(2)	33,37%	16.052
Soc. Gest. de Televisión NetTV, S.A.	1,64%	115
Unión Deriván S.A. (3)	48,63%	14.124
Educa Borrás, S.A.	38,44%	2.907
People Communications, S.A.	5,98%	1.393
Atención Empresarial, S.L.	28,87%	8.514
TOTAL		74.244

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

(2) Grupo Robbialac

(3) Grupo Undesa

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	<i>Miles de Euros</i>		
	Nominal	Intereses Devengados	Total
Marie Claire, S.A.	254	5	259
Capital Safety Group Limited	3.302	578	3.880
Total créditos a participadas	3.555	583	4.138

Atentamente,



Jorge Mataix

Consejero Delegado

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