

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

31 de Diciembre de 2003

NAV por acción 17,55 €

NAV por acción ajustado¹ 16,81 €

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

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

Índice

	<u>Página</u>
Introducción.....	3
Net Asset Value a 31 de Diciembre de 2003.....	4
Resumen de la valoración de la cartera de no cotizadas.....	5
Evolución de la actividad durante 2003.....	6
Hechos posteriores a 31.12.2003.....	6
Comisión de éxito de la gestora Nmás1 Capital Privado.....	8
 Compañías integrantes de la cartera de no cotizadas:	
GAM.....	9
High Tech Hoteles.....	13
Grupo Unica.....	16
Ydilo.....	19
Educa Borrás.....	20
Grupo Undesa.....	25
Net TV.....	29
Grupo Robbialac.....	30
Industrias Anayak.....	33
Arco Bodegas Unidas.....	36
Capital Safety Group.....	39
Deutsche Woolworth.....	42
Marie Claire.....	45
Hechos Posteriores a 31.12.2003: Inversión en Segur Ibérica.....	49
 Anexo:	
Revisión de la valoración realizada por el gestor (Informe de KPMG).....	51

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 2003, realizado por la gestora Nmás1 Capital Privado, S.G.E.C.R., S.A.

Se han utilizado los siguientes criterios:

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

Net Asset Value a 31 de Diciembre de 2003

Con lo antes expuesto, el resultado obtenido es un **Net Asset Value por Acción de 17,55 €**.

Net Asset Value por acción a 31 de diciembre de 2003

	NAV a	NAV a	NAV a	NAV a	Cartera según valor en libros	NAV a
	31.12.1999	31.12.2000	31.12.2001	31.12.2002	31.12.2003	31.12.2003
<i>*Datos en miles de euros, excepto por acción</i>						
Acciones	85.628	121.097	132.159	74.244	87.836	98.903
Créditos a participadas	14.421	7.621	4.472	4.138	3.894	3.894
Inversiones no cotizadas (1)	100.049	128.718	136.631	78.383	91.731	102.797
Acciones cotizadas (Ibex) (*)	21.870	4.716	2.177	1.573		0
Tesorería	21.359	36.457	34.908	74.066	47.115	47.115
Total Activos Líquidos (2)	43.230	41.173	37.085	75.639	47.115	47.115
Otros Activos (3)	3.547	1.101	1.743	775	169	169
TOTAL ACTIVOS (4) = (1+2+3)	146.826	170.993	175.458	154.796	139.015	150.081
Pasivos (5)	(8.477)	(2.872)	(182)	(344)	(64)	(64)
TOTAL ACTIVOS NETOS (6) = (4+5)	138.349	168.120	175.276	154.452	138.951	150.018
Ajuste por dividendos y prima de emisión Julio 2000 (7)	(5.985)					
Ajuste por dividendos Julio 2001 (8)	(5.985)	(5.985)				
Ajuste por dividendos y prima de emisión Julio 2002 (9)	(5.985)	(5.985)	(5.985)			
Ajuste por dividendos julio 2003 (5)	(5.985)	(5.985)	(5.985)	(5.985)		
TOTAL ACTIVOS NETOS aj. (10) = (6+7+8+9)	114.409	150.165	163.306	148.467	138.951	150.018
Nº de acciones (11)	8.550.000	8.550.000	8.550.000	8.550.000	8.550.000	8.550.000
NAV por acción = ⁽¹⁰⁾/₍₁₁₎	13,38 €	17,56 €	19,10 €	17,36 €	16,25 €	17,55 €
Incremento de valor del NAV por acción	2,2%	31,3%	8,8%	-9,1%		1,0%
Cotización del Ibex 35	11.641,4	9.109,8	8.397,6	6.036,9		7.737,2
Crecimiento del Ibex 35	18,3%	-21,7%	-7,8%	-28,1%		28,2%
Cotización en Bolsa (aj. por dividendo)	5,85 €	8,25 €	9,79 €	10,75 €	12,59 €	12,59 €
Descuento (Premium) sobre NAV	56,3%	53,0%	48,7%	38,1%	22,5%	28,2%

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

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 comparables², aplicando descuentos por iliquidez (30%).
- Aplicación de los múltiplos a los que Dinamia adquirió las compañías a los resultados estimados para 2003.

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 de diciembre de 2003 de las sociedades no cotizadas:

Valoración a 31.12.2003 de la cartera de no cotizadas									
cifras en miles de euros									
Acciones: (A) Más Créditos a participadas: (B)		VALORACIÓN TOTAL CARTERA a 31.12.2003							
		Valor en libros	Múltiplos de comparables	Múltiplos de Compra	Valoración 31.12.2003				
TOTAL CARTERA (A+B)		91.731	125.597	124.108	102.797				
		VALORACIÓN ACCIONES A 31.12.2003							
		Valor en libros	Múltiplos de comparables	Múltiplos de Compra (1)	Valoración 31.12.2003	Valoración 30.06.2003	Valoración 31.12.2002		
	% Dinamia	Diluido							
Marie Claire, S.A.	25,06%	25,06%	4.820	6.451	5.673	5.673	6.476	6.476	
Deutsche Woolworth (2)	6,61%	6,61%	-	-	-	-	0	0	
Forthpanel Limited	5,00%	5,00%	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000		
Capital Safety Group Limited	7,37%	7,37%	2.752	3.749	5.191	2.866	2.914	3.105	
Arco Bodegas Unidas, S.A.	8,36%	8,36%	17.051	15.159	16.784	18.040	18.040	18.040	
Cables Perti, S.A.	78,53%	78,53%	-	-	-	-	0	0	
Industrias Anayak, S.A.	63,06%	63,06%	3.517	3.517	3.517	3.517	3.517	3.517	
Grupo Robbialac (3)	33,31%	33,31%	14.604	20.664	18.252	15.170	15.170	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)	49,14%	47,43%	9.567	19.620	18.110	18.110	14.158	14.124	
Educa Borrás, S.A.	38,44%	38,44%	2.907	3.204	3.204	2.907	2.907	2.907	
Ydilo Advanced Solutions, S.A. (5)	6,52%	6,52%	1.420	1.420	1.420	1.420	1.420	1.393	
Universal Cleaning Activities UNICA, S.L. (6)	28,87%	28,87%	8.514	13.331	14.028	8.514	8.514	8.514	
High Tech Hotels & Resorts, S.A.	42,31%	42,31%	9.500	9.500	9.500	9.500	9.500		
General de Alquiler de Maquinaria, S.L. (7)	40,32%	40,32%	12.070	23.973	23.419	12.070	12.070		
TOTAL ACCIONES (A)			87.836	121.703	120.214	98.903	95.802	74.244	

(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 Indústria 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 2,19% de NetTV.

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

(6) Anteriormente denominada Atención Empresarial, S.L.

(7) La valoración a través de comparables no lleva a una valoración muy elevada, esto es debido a que algunos múltiplos están afectados por las diferentes políticas de amortización de las empresas.

CRÉDITOS A PARTICIPADAS			
Intereses			
	Principal	devengados	TOTAL
Capital Safety Group	3.057	838	3.894
TOTAL CRÉDITOS A PARTICIPADAS (B)	3.057	838	3.894

² Fuente de los múltiplos utilizados: Bloomberg

Evolución de la actividad durante 2003

- 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.
- En Mayo de 2003, Dinamia invirtió € 1 millón en la compañía Forthpanel Ltd., obteniendo un 5% del capital de la misma. Esta operación se engloba dentro del plan de relanzamiento de la participada Deutsche Woolworth, que comenzó el pasado año con la sustitución del equipo directivo, un reenfoque estratégico de su negocio y una reestructuración accionarial.
- En Junio de 2003, Dinamia invirtió 12.070 miles de euros en la sociedad General de Alquiler de Maquinaria, S.A. (GAM). Posteriormente, y 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. Con los fondos obtenidos en esta operación, y durante el mes de julio de 2003, GAM adquirió el 100% del Grupo Alquioviedo, el 100% del Grupo T. Cabrera y el 60% del Grupo Aldaiturriaga, creando el líder nacional del sector de alquiler de maquinaria.
- La Junta General de Accionistas de Dinamia de 23.06.2003 acordó el reparto entre los accionistas de 5.985 miles de euros (o €0,7 por acción), correspondientes a la distribución de dividendos con cargo al resultado del ejercicio 2002. El pago a los accionistas se hizo efectivo durante el mes de Julio de 2003.
- En Diciembre de 2003, GAM adquirió el 40% que no era de su propiedad en Aldaiturriaga, compañía con sede en Bilbao, completando de esta forma la primera fase del proyecto de build up en el sector de Alquiler de Maquinaria. La inversión se ejecutó desde GAM y por lo tanto no supuso desembolso alguno por parte de Dinamia.
- En Diciembre de 2003, la compañía participada Cables Perti, SA presentó expediente de suspensión de pagos, tras el importante deterioro de los resultados y situación financiera de la sociedad en los últimos ejercicios. La totalidad de la inversión en Perti fue provisionada en el ejercicio 2002. La viabilidad de la compañía parece difícil, por lo que se considera como perdida definitivamente la inversión realizada en la citada sociedad. Esta pérdida, neta de los dividendos percibidos por Dinamia y de la recompra de acciones, asciende a € 4,2m, aunque sin efecto ni en los resultados ni en la situación patrimonial de Dinamia en 2003, ya se encontraba totalmente provisionada la inversión, como se citó anteriormente.

Hechos posteriores a 31.12.2003

- En Enero de 2004, Dinamia invirtió 1.750 miles de euros como parte de un compromiso adquirido en el momento de entrada en el capital de High Tech. En las mismas condiciones que Dinamia invirtió Nmás1 Private Equity Fund LP, fondo asesorado, al igual que Dinamia por la filial de capital riesgo de Nmás1.
- En Febrero de 2004, GAM adquirió el 50% que no era de su propiedad en la filial del grupo T. Cabrera, TC Renta Más. TC Renta Más opera principalmente en Granda, Málaga, Almería y Jaén. La adquisición no supuso desembolso alguno por parte de Dinamia.
- En Marzo de 2004 Dinamia invirtió € 9.500.000 en la compañía Coranzuli S.L., vehículo creado para la adquisición del 100% de la sociedad holding del Grupo Segur Ibérica.

Dicha inversión, materializada mediante la suscripción de una ampliación de capital de acciones ordinarias por los importes señalados, le ha reportado una participación final en el capital en Segur Ibérica del 18,1%. 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.

Comisión de éxito de la gestora Nmás1 Capital Privado

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 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 Capital Privado 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 2003 a un precio igual al de las valoraciones realizadas por Nmás1 Capital Privado y que se detallan en el presente informe:

NAV a 31.12.2003	150.018
Performance fee teórico	(6.264)
Valor liquidativo a 31.12.2003	143.753

Por acción	16,81 €
-------------------	----------------

General de Alquiler de Maquinaria (GAM)



Alquiler de Maquinaria

Fecha de Inversión:	Junio 2003
Cantidad invertida:	12.070 miles de euros
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	40,32%
Valoración a 31.12.2003 (miles de euros):	12.070

Resumen de la Transacción

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

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

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

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

El precio de entrada supone un múltiplo de entrada de 3,2x EV/EBITDA ajustado de Diciembre 2002.

Descripción de la compañía

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

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

- **Alquioviedo:**

Compañía con sede en Oviedo y operaciones en Asturias, Galicia y León. El grupo está formado por 5 compañías: Alquioviedo, Alquioren, Alquioprinsa, Alqui Bierzo y Alqui ferrol, lleva

operando más de 10 años y tiene una cuota de mercado cercana al 15% en sus regiones de actuación.

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

- **Aldaiturriaga:**

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

- **T. Cabrera:**

Compañía con sede en Sevilla y operaciones en el sur de España (Sevilla, Cádiz, Huelva, Córdoba, Málaga y Granada). Cabrera es líder en el mercado de maquinaria general en el sur de España. La gama de productos es equivalente a la de Alquioviedo, maquinaria pequeña principalmente y alguna incursión en la maquinaria pesada.

Dirección de la compañía

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

Cuenta de Pérdidas y Ganancias³

*Cifras en miles de euros

	Pro Forma 31.12.2002	Pro Forma 31.12.2003	Presupuesto 31.12.2003	Presupuesto 31.12.2004
Ingresos de Explotación	54.735	60.275	61.531	67.537
EBITDA	19.943	24.957	24.854	32.045
EBIT	8.145	13.190	11.919	15.938
Beneficio antes de impuestos	5.055	10.810	8.728	12.696
Beneficio del ejercicio	3.061	8.107	6.546	9.162

Balance de Situación

*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	Pro Forma 31.12.2003	Pro Forma 31.12.2002	<u>PASIVO</u>	Pro Forma 31.12.2003	Pro Forma 31.12.2002
Inmovilizado	61.186	39.987			
Fondo de Comercio	17.708	0	Fondos Propios	39.860	30.969
Gastos a Distribuir	2.139	2.017	Acreedores a largo plazo	46.717	21.239
Activo Circulante	36.613	31.559	Deuda a corto plazo	19.353	15.922
Tesorería	6.410	5.321	Pasivo Circulante	18.126	10.754
TOTAL ACTIVO	124.055	78.884	TOTAL PASIVO	124.055	78.884

³ 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.

Descripción del mercado

El sector del Alquiler de Maquinaria en España se encuentra altamente fragmentado, con aproximadamente 1.500 compañías y un valor total de mercado de € 1.600 millones en el año 2001.

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

La industria ha venido creciendo a ritmos fuertes en los últimos años, logrando un 23% de crecimiento anual compuesto medio para el período 1996-2001.

El mercado tiene dos grandes motores; Industria de la construcción y tendencia a la subcontratación (sustitución de la compra de maquinaria por el alquiler).

El sector de la construcción ha obtenido un CAA del 8,7% para el periodo de 1996-2002. El porcentaje de penetración del alquiler de maquinaria en España es del 54%, según fuentes del mercado. En otros países europeos el ratio es muy superior (Gran Bretaña es el 85%) con lo que estimamos que parte del crecimiento de mercado ha de venir por esta vía.

Evolución durante 2003

La compañía ha evolucionado positivamente durante el año 2003. GAM ha sido capaz de sobreponerse a las complicaciones derivadas de la integración de tres compañías, logrando alcanzar el presupuesto fijado para final de año con solo 6 meses de actuación por parte de los nuevos gestores y accionistas.

Además de los objetivos financieros fijados en el business plan, la compañía ha focalizado esfuerzos en conseguir funcionar como una única compañía de cara al mercado. Se ha trabajado muy intensamente en desarrollar una gestión centralizada tanto a nivel de compras como de servicio a cliente, en construir una imagen de marca única, aprovechando a su vez las ventajas de las marcas anteriores, y en completar el grupo con las carencias que presentaban las tres compañías iniciales.

Durante el año 2004 el equipo directivo espera crecer a un ritmo de dos dígitos tanto a nivel ventas como a nivel EBITDA. Además se espera completar y ampliar la gama de productos con fuertes inversiones durante el año, así como desarrollar un plan de aperturas geográficas agresivo. No se descartan nuevas adquisiciones a lo largo del año.

Valoración

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

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

- Según los múltiplos de compra de la compañía, se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 58.091 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 23.419 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 59.465 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 23.973 miles de euros.

Grupo GAM

cifras en miles de euros

	Ventas	EBITDA	EBIT	B° Neto	C-F	Deuda Neta*
Resultados a 31.12.2003	60,275	24,957	13,190	8,107	19,874	47,449

* Deuda neta media del periodo Julio-Diciembre

1) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPRA

El múltiplo de compra se ha estimado sobre un EBITDA no ajustado por gastos de alquiler al considerarse no recurrente a futuro

	EBITDAx	EBITx	Media	Participación Dinamia
Múltiplos de compra	3.7x	9.0x		40.32%
Valoración	44,561	71,620	58,091	23,419

2) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES

	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF	Media	Ajustado por iliquidez	Participación Dinamia	40.32%
					84,950	59,465	23,973	
Valoración según comparables	66,355	89,491	86,092	97,861				
						Descuento por iliquidez		30%

	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF
Medias	4.6x	10.4x	10.6x	4.9x
VP PLC	3.5x	8.3x	9.6x	3.8x
ALLIANCE ET GESTION COMMERCIAL	4.0x	7.5x	9.7x	3.6x
SPEEDY HIRE PLC	5.6x	12.7x	11.4x	4.4x
LAVENDON GROUP PLC	4.3x	13.1x	13.9x	
ASHTREAD GROUP PLC	4.1x			
RAKENTAJAIN KONEVUOKR-B SHS	4.7x	7.0x	8.6x	5.1x
UNITED RENTALS INC	5.7x	13.7x		7.7x

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.:	42,31%
Valoración a 31.12.2003 (miles de euros):	9.500

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:

<i>Cifras en miles de euros</i>	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 directivo⁴)

⁴ 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 17 hoteles contratados, ubicados principalmente en Madrid y en las principales capitales de provincia. 12 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 Baztarrica (Director de RRHH), D. Antonio Frutos (Arquitecto) y D. Francisco Sánchez (Director de Informática).

Cuenta de Pérdidas y Ganancias⁵

*Cifras en miles de euros

	Auditoría 31.12.2002	Pro Forma 31.12.2003	Presupuesto 31.12.2003	Presupuesto 31.12.2004
Ingresos de Explotación	6.861	11.743	13.250	18.356
EBITDA	167	714	1.260	2.159
EBIT	(1.076)	(2.011)	n.d.	
BAI	(2.178)	(2.073)	n.d.	
Beneficio del ejercicio	(2.178)	(2.073)	n.d.	

Balance de Situación

*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	Real 31.12.2003	Auditoría 31.12.2002	<u>PASIVO</u>	Real 31.12.2003	Auditoría 31.12.2002
Inmovilizado	17.176	10.345	Fondos Propios	14.887	7.947
Activo Circulante	7.056	3.818	Provisiones	286	221
Tesorería	503	2.513	Acreedores largo plazo	71	418
TOTAL ACTIVO	24.735	16.675	Pasivo Circulante	9.491	8.089
			TOTAL PASIVO	24.735	16.675

Descripción del mercado

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

⁵ 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.

- 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.

Evolución durante 2003

La evolución durante el primer semestre ha sido satisfactoria. Aunque, lógicamente, las cuentas de resultados aún no son positivas, las nuevas aperturas se han mantenido al ritmo esperado, con unos plazos de maduración de los hoteles ajustados a los planes iniciales. La obtención de nuevos contratos para nuevos hoteles sigue a buen ritmo, habiéndose firmado 8 nuevos durante 2003 y primeros meses de 2004, con lo que cartera actual de hoteles asciende ya a 20.

Sin embargo, ha existido cierta desviación con respecto al presupuesto, motivado únicamente por el hotel de Fuerteventura, que ya ha sido abandonado, dado que se encontraba fuera del foco estratégico de la compañía y a las pérdidas de los dos hoteles de París, ciudad que ha sufrido uno de los peores años de turismo de su historia. El resto de hoteles se han comportado ligeramente por encima de lo presupuestado.

Valoración

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

Grupo 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 31.12.2003 (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 adquirieron 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 Ganancias

*Cifras en miles de euros

	Proforma 31.12.2001	Proforma 31.12.2002	Proforma 31.12.2003	Presupuesto 31.12.2003	Presupuesto 31.12.2004
Ingresos de Explotación	145,481	167,502	183,786	170,877	176,150
EBITDA	5,912	6,895	8,920	8,577	9,445
EBIT	4,770	5,120	7,695	6,845	8,261
BAI	4,378	3,791	6,750	5,612	7,506
Beneficio del ejercicio	2,846	2,464	4,387	3,648	4,879

* 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 y reestructuraciones

Balance de Situación

*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	Real	Proforma	<u>PASIVO</u>	Real	Proforma
	31.12.2003	31.12.2002		31.12.2003	31.12.2002
Inmovilizado	4.543	7.261	Fondos Propios	27.332	27.661
Fondo de Comercio	18.768	18.129	Acreedores a largo plazo	13.164	18.483
Activo Circulante	41.121	41.477	Deuda a corto plazo	12.040	4.722
Tesorería	2.189	2.384	Pasivo Circulante	14.084	18.385
TOTAL ACTIVO	66.620	69.251	TOTAL PASIVO	66.620	69.251

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 2003

Durante el año 2003 la compañía ha continuado con su política de adquisiciones, en concreto ha adquirido Eurolimp, una compañía con actividades en Cataluña y que le permitirá incrementar su presencia en esta zona.

La compañía ha evolucionado muy favorablemente durante el presente ejercicio, creciendo en ventas y con mejoras de márgenes. Única ha comenzado en este ejercicio una estrategia basada en el abandono de los contratos de márgenes negativos o de márgenes bajos y de mala gestión de cobro. Esta estrategia ha permitido a la compañía rejuvenecer su cartera y mejorar sustancialmente la gestión del circulante.

Para el año 2004 se espera reforzar esta estrategia, y de esta forma aumentar significativamente el margen de la compañía reduciendo las ventas por los contratos de "peor" calidad que se abandonen.

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 48.587 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 14.028 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 41.959 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 12.115 miles de euros.

A pesar de que los criterios anteriores muestran valores superiores, se mantiene su valoración a coste de adquisición, esto es, **8.514 miles de euros**. Esto se justifica por la reciente contracción de múltiplos del sector y a la espera de su evolución durante el ejercicio 2004.

Grupo Única

cifras en miles de euros

	Ventas	EBITDA	EBIT	Bº Neto	C-F	Deuda Neta
Resultados a 31.12.2003	183,786	8,920	7,695	4,387	5,613	23,015

1) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPRA

	EBITDax	EBITx	Media	Participación Dinamia
Múltiplos de compra	7.8x	9.6x		28.87%
Valoración	46,686	50,489	48,587	14,028

2) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES

	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF	Media	Ajustado por iliquidez	Participación Dinamia
Valoración según comparables	47,057	74,833	64,063	53,815	59,942	41,959	12,115
						Descuento por iliquidez	30%
Medias	7.9x	12.7x	14.6x	9.6x			
AGGREKO PLC	4.9x	9.6x	12.2x	4.7x			
BUNZL PLC	8.4x	10.3x	15.5x	11.4x			
DAVIS SERVICE GROUP PLC	3.9x	12.2x					
GROUP 4 FALCK A/S	8.7x	12.9x	15.7x	8.2x			
ISS A/S	7.0x	16.3x		7.3x			
MITIE GROUP PLC	7.8x	11.0x	17.9x	11.0x			
RANDSTAD HOLDING NV	12.4x	18.3x		16.8x			
RENTOKIL INITIAL PLC	7.7x	10.3x	11.9x	7.7x			
SECURICOR PLC	5.7x	10.1x	11.4x	5.5x			
SECURITAS AB-B SHS	8.4x	17.2x		9.0x			
VEDIOR NV-CVA	12.3x			15.8x			
PROSEGUR COMP SEGURIDAD-REGD	7.0x	11.5x	17.6x	8.1x			

Ydilo Advanced Voice Solutions, S.A.



Servicios Avanzados de Voz

Fecha de Inversión Inicial:	Abril 2001/Julio 2001
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Importe de adquisición:	1.420 miles de euros
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	6,52%
Valoración a 31.12.2003 (miles de euros) 1.420	

Resumen de la Transacción:

En abril y junio de 2001, Ydilo realizó dos ampliaciones de capital en el marco de una única ronda de financiación, a la que acudieron todos sus accionistas (no directivos) y Dinamia como único inversor externo invitado directamente por los gestores y fundadores de la compañía. En esta ronda de financiación, Ydilo levantó un total de 4,5 millones de euros.

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

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

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

Descripción de la compañía

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

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

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

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

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 Ydilo. 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 2003

Balance positivo para el ejercicio 2003 en el que se han superado las expectativas iniciales y casi doblado los objetivos de ventas fijados en el presupuesto de €2,3 millones. También se ha logrado un EBITDA positivo frente a una pérdida presupuestada de esta partida de €-0,85 millones. La inversión realizada en el desarrollo de la plataforma tecnológica y la labor comercial ya iniciada en el ejercicio 2002 empiezan a dar frutos. El crecimiento en ventas procede principalmente de clientes de telecomunicaciones, segmento en donde al final del

ejercicio se ha firmado un contrato a tres años con uno de los principales operadores de móviles, que además de significativo por la tecnología empleada, la diversidad de funcionalidades y aplicaciones y los niveles de servicio establecidos, supone para Ydilo una base sólida de negocio para los próximos ejercicios. Igualmente se ha desarrollado con éxito y está plenamente operativa la primera automatización de call center mediante lenguaje natural en España para una entidad financiera. Estos y otros destacados desarrollos, para otras entidades financieras, empresas de energía, clubes de fútbol o grandes almacenes, han permitido posicionar la plataforma de Ydilo como una de las mejores opciones disponibles en el mercado. Durante el ejercicio, la compañía ha servido o atendido más de 18 millones de minutos, lo que da idea de la aceptación, fiabilidad y realidad de las aplicaciones desarrolladas por la empresa.

Las perspectivas para el ejercicio 2004 son favorables. El objetivo de presupuesto es casi doblar las ventas obtenidas en 2003 y alcanzar un EBITDA positivo superior al millón de euros. Se está profundizando la relación comercial con clientes actuales y profundizando con nuevos clientes potenciales en España e incluso en el extranjero. Al igual que en 2003, una parte de las ventas presupuestadas en 2004 procederá de la venta de tecnología, normalmente ligada a los servicios y aplicaciones desarrollados por Ydilo, y tratándose fundamentalmente de licencias de Nuance, de la que la compañía es distribuidor en Europa.

Valoración

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

Educa Borrás, S.A.



Juguetes Educativos

Fecha de Inversión:	Diciembre 2000
Cantidad inicial invertida:	3.005 miles de euros
Fecha cierre de contabilidad:	31 Marzo
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	38,44%
Valoración a 31.12.2003 (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 31.12.2002	Real 9 meses 31.12.2003	Auditoría 12 meses 31.03.2002	Auditoría 12 meses 31.03.2003	Pres. 12 meses 31.03.2004	Previsión 12 meses 31.03.2004
Ingresos de Explotación	16.456	15.731	20.420	21.971	24.256	21.672
EBITDA	2.676	2.265	2.966	3.221	4.193	3.280
EBIT	1.553	1.168	1.993	2.169	2.650	1.806
Beneficio antes de impuestos	510	144	1.475	723	1.351	379
Beneficio del ejercicio	510	144	1.507	683	1.351	379

Balance de Situación

*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	<u>Proforma</u> 31.12.2003	<u>Auditoría</u> 31.03.2003	<u>PASIVO</u>	<u>Proforma</u> 31.12.2003	<u>Auditoría</u> 31.03.2003
Inmovilizado	5.703	5.884	Fondos Propios	8.295	8.215
Activo Circulante	22.692	18.362	Acreedores a largo plazo	2.249	1.817
Tesorería	332	996	Deuda a corto plazo	11.841	8.759
TOTAL ACTIVO	28.726	25.242	Pasivo Circulante	6.341	6.451
			TOTAL PASIVO	28.726	25.242

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 2003

Tercer año tras la fusión de las dos sociedades. La compañía cierra su ejercicio en Marzo, se esperan ligeros retrocesos a niveles de ventas con respecto al presupuesto, manteniendo el nivel del año anterior. Asimismo el EBITDA se estima que alcance los € 3,2 MM también en línea con el del año anterior y por debajo de las previsiones de inicio de año. Desde el punto de vista de costes se ha conseguido consolidar la contención de gastos ya iniciada el pasado ejercicio. Adicionalmente se ha continuado persiguiendo el objetivo de reducir referencias y de esta forma centrar esfuerzos en la gama de productos de mayor valor añadido.

Las previsiones para el año 2004-2005, son moderadamente optimistas, se proyectan crecimientos en ventas, basados principalmente en una recuperación ligera del mercado, la introducción de nuevas líneas de productos y la potenciación de nuevos mercados. Asimismo, no se descartan posibles adquisiciones durante el siguiente ejercicio.

Valoración

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

- Comparación con múltiplos de otras empresas del sector, aplicándose un descuento del 30% por iliquidez, con la que se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 8.335 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 3.204 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 de funcionamiento conjunto de las dos compañías fusionadas y por el hecho de venir la compañía de una situación de turnaround.

Educa Borrás, S.A.

cifras en miles de euros

	Ventas	EBITDA	EBIT	B° Neto	C-F	Deuda Neta*
Resultados estimados a 31.03.2004	21.672	3.280	1.806	379	1.853	10.457

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%
		14.983	7.663	5.659	19.324	11.907	8.335
						Descuento por iliquidez 30%	
Medias	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF			
VERMONT TEDDY BEAR CO INC	7,6x	10,1x	14,0x	8,5x			
BRIO AB-B SHS	6,0x						
CHARACTER GROUP PLC							
GAMES WORKSHOP GROUP PLC	7,8x	10,1x	14,2x	10,1x			
HASBRO INC	7,7x	11,4x	23,6x	11,6x			
HORNBY PLC	9,1x	10,6x	13,6x	11,3x			
JAKKS PACIFIC INC	10,1x	10,9x	13,0x	12,0x			
KOMPAN A/S-B	5,1x	8,3x	11,8x	5,6x			
MATTEL INC	8,1x	9,8x	15,3x	11,8x			
MEGA BLOKS INC	11,0x	13,0x	21,5x	17,2x			
SMOBY SA	3,8x	6,8x	8,3x	3,4x			
ZAPF CREATION AG	5,2x	6,1x	7,1x	5,6x			
LEAPFROG ENTERPRISES INC	11,6x	13,4x	21,8x	17,7x			

*Deuda media estimada partiendo del promedio de deuda del año anterior y ajustándola por la diferencia entre la deuda de Diciembre de 2003 y Diciembre de 2002

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.:	49,14%
Valoración a 31.12.2003 (miles de euros): 18.110	

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 49,14% del capital; el resto del accionariado se reparte de la forma siguiente.

- Fondos gestionados por Corpfín 28,9%
- Fondos gestionados por Espiga 18,8%
- Equipo directivo 3,2%

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

EBITDA*	EBIT
4,2x	6,3x

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

Descripción de la compañía

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

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

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

Dirección de la compañía

El principal ejecutivo del Grupo Undesa es D. Santiago Bargueño, basado en Barcelona y que con más de 10 años al frente de la empresa ha sido el principal artífice de su exitosa evolución. Durante el año 2002 se 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	Auditoría 31.12.2002	Real 31.12.2003	Presupuesto 31.12.2003	Presupuesto 31.12.2004
Ingresos de Explotación	79.143	81.332	82.717	89.550	88.963
EBITDA	11.026	8.558	9.860	10.355	10.699
EBIT	7.720	5.198	6.349	6.862	6.970
BAI	6.723	4.343	5.428	6.059	6.650
Beneficio del ejercicio	4.181	3.343	3.163	3.772	3.917

Balance de Situación

*Cifras en miles de euros

ACTIVO	Real	Auditoría	PASIVO	Real	Auditoría
	31.12.2003	31.12.2002		31.12.2003	31.12.2002
Acciones Propias	1.505	1.282	Fondos Propios	32.640	28.969
Inmovilizado	25.331	25.992	Fondo de Pensiones	1.455	1.380
Activo Circulante	27.818	28.651	Acreedores a largo plazo	9.512	12.903
Tesorería	7.925	5.373	Deuda a corto plazo	1.008	106
TOTAL ACTIVO	62.578	61.298	Pasivo Circulante	17.962	17.939
			TOTAL PASIVO	62.578	61.298

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 2003

Durante el año 2003 la economía centro-europea, principal destino exportador de la compañía, ha seguido deprimida como en el año anterior lo que en un negocio maduro y ligado a la producción industrial como el de los ácidos grasos se deja notar en los resultados del sector. Adicionalmente a partir del verano los precios de la glicerina, subproducto de la producción del ácido graso, iniciaron un descenso pronunciado consecuencia del incremento de la producción de biodiesel en Europa, que también produce glicerina como subproducto. Por ello el año 2003 ha sido el peor del último quinquenio para la industria europea de los ácidos grasos.

Pese a ello Undesa ha demostrado una vez más ser uno de los productores europeos más rentables gracias a su eficiente estructura de costes y su magnífico posicionamiento estratégico en el sur de Europa con 3 plantas en Barcelona, Zaragoza y Bolonia cercanas a los principales mercados destino. Con una producción superior a las 101.000 toneladas en 2003, Undesa incrementó su facturación el 2.7% hasta alcanzar los 83 millones de euros y su beneficio operativo (EBIT) en un 20% hasta los 6,1 millones de euros. El fuerte incremento en rentabilidad fue consecuencia de las inversiones en productividad efectuadas en el último año y en el cambio del mix de productos previsto en el presupuesto.

Para el año 2004 y a pesar de que se estima que la recuperación económica en Europa será más lenta de lo previsto y el precio de la glicerina se mantendrá en niveles estructuralmente bajos, la compañía tiene presupuestado alcanzar casi €89m de facturación e incrementar su beneficio operativo en más de un 13% hasta los 7 millones de euros.

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 38.185 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 18.110 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 41.489 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 19.620 miles de euros.

Siguiendo el primero de los criterios, **se revaloriza la participación de Dinamia en el Grupo Undesa hasta los 18.110 miles de euros.**

Grupo Undesa

cifras en miles de euros

	Ventas	EBITDA	EBIT	B° Neto	C-F	Deuda Neta
Resultados a 31.12.2003	82.717	9.860	6.349	3.163	6.674	2.596

1) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPRA

	EBITDAx	EBITx	Media	Participación Dinamia
Múltiplos de compra	4,2x	6,3x		47,43%
Valoración	38.730	37.639	38.185	18.110

2) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES

	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF	Media	Ajustado por iliquidez	Participación Dinamia	47,29%
Valoración según comparables	66.058	62.102	56.940	51.980	59.270	41.489	19.620	
						Descuento por iliquidez		30%
Medias	7,0x	10,2x	18,0x	7,8x				
DEGUSSA AG	5,1x	10,5x	24,6x	5,4x				
RHODIA SA	8,8x							
CIBA SPECIALTY CHEMICALS-REG	8,2x		19,0x	9,2x				
CLARIANT AG-REG	5,2x		17,4x					
CRODA INTERNATIONAL PLC	6,8x	9,4x	11,5x	7,6x				
CHR HANSEN HOLDING-B	9,3x			9,8x				
DSM NV	6,3x		26,9x	6,6x				
SOLVAY SA	6,0x	10,7x	11,9x	5,3x				
EMS-CHEMIE HOLDING AG-REG			14,6x	10,6x				

Net TV



Televisión digital terrestre en abierto

Fecha de Inversión:	Junio 2000
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Importe de adquisición:	115 miles de euros
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	1,64%
Valoración a 31.12.2003 (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.:	33,31%
Valoración a 31.12.2003 (miles de euros): 15.170	

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	Auditoría 31.12.2002	Real 31.12.2003	Presupuesto 31.12.2003	Presupuesto 31.12.2004
Ingresos de Explotación	85.133	82.385	79.609	88.069	86.134
EBITDA	18.577	18.005	16.779	19.542	17.609
EBIT	15.560	14.818	14.524	17.249	15.369
BAI	9.365	9.258	9.650	13.318	7.116
Beneficio del ejercicio	7.170	6.091	7.032	8.880	4.008

* 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 31.12.2003	Auditoría 31.12.2002	<u>PASIVO</u>	Real 31.12.2003	Auditoría 31.12.2002
Inmovilizado	11.976	13.072	Fondos Propios	41.010	37.623
Fondo de Comercio	67.962	71.782	Deuda y asimilados	53.056	60.107
Activo Circulante	32.765	35.510	Pasivo Circulante	22.197	25.566
Tesorería	3.560	2.932			
TOTAL ACTIVO	116.263	123.296	TOTAL PASIVO	116.263	123.296

Evolución durante 2003

El ejercicio ha estado marcado de nuevo por un entorno económico muy desfavorable en Portugal. Prácticamente todos los indicadores económicos han continuado mostrando una clara recesión lo que ha afectado al sector en su conjunto y a Robbialac en particular. A pesar de ello la compañía ha alcanzado un beneficio bruto de explotación (EBITDA) superior a los

16,7 millones de euros, que aún estando lejos de la cifra inicialmente presupuestada, la ha convertido de nuevo en una de las compañías más rentables del sector en un entorno de mercado muy difícil. En España nuestra filial Duraval ha tenido uno de los mejores ejercicios de su historia respaldando la gestión del nuevo equipo directivo encabezado por D. Iñaki Eguía.

Confiamos que el ejercicio 2004 sea el del inicio de la recuperación económica en Portugal lo que sin duda se reflejará en los resultados de la compañía al operar esta en un sector maduro ligado al consumo y a la construcción. Mientras tanto la compañía seguirá haciendo un esfuerzo de contención de gastos y defensa de su magnífica imagen de marca ofreciendo productos de la más alta calidad y un servicio impecable a sus clientes. La generación de cashflow del grupo permitirá rebajar a la mitad el endeudamiento inicial para la adquisición del grupo.

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 54.787 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 18.252 miles de euros.
- Comparación con múltiplos de otras empresas del sector europeas, aplicándose un descuento del 30% por iliquidez, con la que se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 62.029 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 20.664 miles de euros.

A pesar de que obtienen resultados superiores a los de la última valoración y dada la incierta situación económica portuguesa, se mantiene la valoración de los fondos propios del Grupo Robbialac en 45.445 miles de euros, lo que supone una **valoración de la participación de Dinamia de 15.170 miles de euros.**

Grupo Robbialac

cifras en miles de euros

	Ventas	EBITDA	EBIT	Bº Neto	C-F	Deuda Neta
Resultados a 31.12.2003	79.609	16.779	14.524	7.032	9.287	49.496

1) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPRA

	Ventasx	EBITDAx	EBITx	Media	Participación Dinamia
Múltiplos de compra	1,4x	6,0x	6,9x		33,31%
Valoración	62.519	51.713	50.130	54.787	18.252

2) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES

	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF	Media	Ajustado por iliquidez	Participación Dinamia	33,31%
Valoración según comparables	73.409	92.654	102.387	86.000	88.613	62.029	20.664	
						Descuento por iliquidez		30%
Medias	7,3x	9,8x	14,6x	9,3x				
CIN-CORP INDUSTRIAL DO NORTE	6,3x	8,7x	7,4x	5,0x				
SHERWIN-WILLIAMS CO/THE	8,0x	9,6x		20,3x				
SICO INC	9,3x	12,0x	13,5x	9,4x				
BOERO BARTOLOMEO	7,0x	10,7x	21,9x	8,6x				
SP GROUP A/S	6,0x	11,4x	13,8x	4,6x				
FLUGGER A/S-B SHS	4,9x	6,0x	9,3x	7,3x				
RPM INTERNATIONAL INC	9,4x	11,9x						
VALSPAR CORP	11,7x		22,1x	14,8x				
IMPERIAL CHEMICAL INDS PLC	5,1x	9,5x		6,6x				
AKZO NOBEL	5,6x	8,3x	13,9x	6,8x				

Industrias Anayak, S.A.



Diseño, fabricación y comercialización de máquinas-herramienta

Fecha de Inversión:	Septiembre 1999
Cantidad invertida:	7.033 miles de euros
Fecha cierre de contabilidad:	31 de Diciembre
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	63,06%
Valoración a 31.12.2003 (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	7,5x

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

Descripción de la compañía

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

Las máquinas se adaptan a las especificaciones de cada cliente e incluso las 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	Auditoría 31.12.2002	Real 31.12.2003	Presupuesto 31.12.2003	Presupuesto 31.12.2004
Ingresos de Explotación	29.311	25.996	16.771	18.480	18.122
EBITDA	2.801	1.564	(1.222)	145	(40)
EBIT	2.046	711	(2.082)	(649)	(793)
Beneficio antes de impuestos	1.938	733	(2.287)	(850)	(1.014)
Beneficio del ejercicio	1.540	963	(2.287)	(850)	(1.014)

Balance de Situación

*Cifras en miles de euros

ACTIVO	Real	Auditoría	PASIVO	Real	Auditoría
	31.12.2003	31.12.2002		31.12.2003	31.12.2002
Inmovilizado	4.926	5.994	Fondos Propios	7.921	10.003
Activo Circulante	12.424	13.738	Acreedores a largo plazo	2.640	2.198
Tesorería	647	1.299	Deuda a corto plazo	906	2.065
TOTAL ACTIVO	17.997	21.030	Pasivo Circulante	6.530	6.764
			TOTAL PASIVO	17.997	21.030

Evolución durante 2003

El desplome del mercado de máquina-herramienta que comenzó a vislumbrarse durante el primer semestre de 2002, confirmado después en el segundo semestre, con caídas de la demanda en torno al 30-40%, ha resultado en un 2003 para Anayak muy difícil, con una fuerte caída de ventas, incluso superior a la inicialmente estimada.

Durante el segundo semestre de 2002, se diseñó un plan de ajuste de costes e inversiones en Anayak que ha permitido salvar el ejercicio presente sin problemas financieros y con generación positiva de caja. El citado plan recogía básicamente un ERE temporal de reducción de jornada que afecta a la práctica totalidad de la plantilla y que ha supuesto un ahorro para el presente ejercicio en torno a los €600.000 y una congelación de las inversiones. Tan sólo se han respetado las inversiones en I+D (fundamentalmente cabezales), con objeto de estar preparados para el momento en que se recupere la demanda.

En los últimos meses se está notando una cierta recuperación en el nivel de ofertas y entrada de pedidos y, aunque aún es demasiado pronto para poder confirmar la recuperación del mercado, parece indicar que el mismo ha tocado ya fondo. A pesar de ello, se ha mantenido un presupuesto para 2004 con una muy ligera recuperación con respecto a 2003.

Valoración

Dada la incierta situación de mercado y la fuerte caída en ventas y resultados de la compañía, se mantiene la provisión realizada a 31 de Diciembre de 2002, en la que se redujo 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**. Esta valoración supone valorar la compañía a un 70% de sus fondos propios.

Arco Bodegas Unidas



Bodegas de vino

Fecha de Inversión:	Marzo 1999 / Marzo 2000
Cantidad inicial invertida:	5.457 miles de euros
Ampliación de Capital Marzo 2000	12.020 miles de euros
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.⁶:	8,36%
Valoración a 31.12.2003 (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% (8,36% ajustada por autocartera). El resto del accionariado queda repartido como sigue⁶:

➤ Corporación Financiera Arco	61,3%
➤ Otros	30,3%

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

EBITDA*	EBIT	B° 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 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.

⁶ Participación ajustada por autocartera.

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	Auditoría 31.12.2002	Real 31.12.2003
Ingresos de Explotación	208.735	189.237	197.780
EBITDA	21.024	20.023	19.438
EBIT	17.875	16.890	16.133
Beneficio antes de impuestos	18.351	13.171	15.807
Beneficio del ejercicio	13.830	10.918	12.871

Balance de Situación

*Cifras en miles de euros

ACTIVO	Real	Auditoría	PASIVO	Real	Auditoría
	31.12.2003	31.12.2002		31.12.2003	31.12.2002
Inmovilizado	60.172	47.172	F. Propios	101.354	89.035
Activo Circulante	111.165	104.576	Socios Externos	10.120	4.392
Tesorería	2.209	1.158	Deuda a largo plazo	11.952	24.309
TOTAL ACTIVO	173.546	152.907	Deuda a corto plazo	14.328	411
			Pasivo Circulante	35.792	34.760
			TOTAL PASIVO	173.546	152.907

Evolución durante 2003

El 2003 se ha caracterizado por la buena evolución de las ventas nacionales con incremento en todas las áreas, especialmente en Durius y Rioja. Únicamente se ha producido cierto descenso en Hohenlohe debido a reestructuración de la gama. Asimismo, en ventas internacionales se ha registrado incremento en todas las gamas. El descenso de unidades se debe exclusivamente a las ventas discontinuadas de marca privada a ALDI y Tesco.

Por su parte, los márgenes se han comportado bien, gracias a un incremento del precio de ingreso unitario por mejora del mix. Además, la compañía ha generado caja durante el ejercicio que ha destinado a disminuir el endeudamiento en € 1,2 millones de euros.

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 200.825 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 16.784 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 181.375 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 15.159 miles de euros.

A pesar de que el último de los criterios arroja 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 31.12.2003	197.780	19.438	16.133	12.871	16.176	15.605

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		8,36%
Valoración	195.782	183.364	206.067	218.086	200.825	16.784

2) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES

	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF	Media	Ajustado por iliquidez	Participación Dinamia
Valoración según comparables	253.991	280.284	265.731	236.421	259.107	181.375	15.159
						Descuento por iliquidez	30%
Medias	13,9x	18,3x	20,6x	14,6x			
BARON DE LEY	11,4x	15,0x	13,4x	10,2x			
BROWN-FORMAN CORP -CL A	14,7x	16,8x	23,0x	18,8x			
BODEGAS RIOJANAS SA	16,7x	23,1x	33,8x	18,2x			
VINA CONCHA Y TORO S.A.		16,3x	17,8x				
CIA VINICOLA DEL NORTE DE ES	13,8x	18,7x	18,2x	13,0x			
PETER LEHMANN WINES LIMITED	16,9x	19,8x	25,9x	20,4x			
ROBERT MONDAVI CORP-CL A	15,2x	23,2x		16,0x			
VINA SAN PEDRO S.A.	11,8x	14,5x	14,6x	11,4x			
CHALONE WINE GROUP LTD (THE)	11,1x	23,7x		9,8x			
SOUTHCORP LIMITED	17,0x						
VINCOR INTERNATIONAL INC	10,3x	12,2x	18,6x	13,8x			

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 31.12.2003 (miles de euros) 6,761 (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 €140m). 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, acoladores, mallas, y otros diseños que incluyen sistemas de seguridad a medida. Dentro de su estrategia está el desarrollo de nuevos productos mediante iniciativa propia o mediante la adquisición de compañías del sector sobre todo en países europeos (Suecia, Alemania, Suiza).

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

Dirección de la compañía

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

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

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

*Cifras en miles de euros

	9 meses Real*	9 meses Real*	9 meses Pres*	12 meses Real	12 meses Auditoria	12 meses Pres*	12 meses Previsión*
	31.12.2002	31.12.2003	31.12.2003	31.03.2002	31.03.2003	31.03.2004	31.03.2004
Ingresos de Explotación	70.620	73.463	74.589	121.177	94.719	104.120	101.469
EBITDA	12.839	13.774	12.903	20.372	17.330	19.559	19.570
EBIT	11.684	12.606	11.688	18.692	15.795	17.885	17.897
BAI	5.631	7.493	6.430	8.510	8.048	10.932	11.149
Beneficio del ejercicio	3.011	4.760	4.044	6.971	5.000	7.520	6.938

*No se incluyen gastos de reestructuración no recurrentes

Balance de Situación

*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	Real 31.12.2003	Real 31.03.2003	<u>PASIVO</u>	Real 31.12.2003	Real 31.03.2003
Inmovilizado	29.275	31.721	Fondos Propios	63.499	63.584
F. de Comercio	117.886	117.886	Crédito Accionistas	47.657	47.293
Activo Circulante	34.465	31.636	Acreedores a largo plazo	40.661	48.964
Tesorería	1.315	3.617	Deuda a corto plazo	12.120	10.612
TOTAL ACTIVO	182.941	184.860	Pasivo Circulante	19.004	14.407
			TOTAL PASIVO	182.941	184.860

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 2003

La situación económica mundial, especialmente en USA, supuso para CSG un importante freno a su crecimiento histórico en los últimos ejercicios, con resultados planos en los mismos. A pesar de lo anterior, la compañía ha sido siempre capaz de generar un fuerte cash-flow libre, con tasas de conversión de EBIT en caja siempre en el entorno del 80%, reduciendo la deuda de adquisición con arreglo al calendario previsto.

En esta situación, la compañía está acometiendo una reestructuración que se centra básicamente en el cierre de la planta de Inglaterra y la sustitución de los distribuidores americanos por comerciales propios.

Gracias a lo anterior y a la recuperación económica que comienza a vislumbrarse, la compañía espera volver a la senda del crecimiento y cerrar el ejercicio 2003/04 con crecimientos de beneficios operativos superiores al 10%.

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 70.392 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 5.191 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 50.835 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 3.749 miles de euros.

A pesar de que se obtienen resultados superiores 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 2.866 miles de euros** (a los que hay que añadirle 3.894 miles de euros del crédito a la participada). Este hecho se justifica por la aún incierta situación económica global y el carácter cíclico del mercado en que opera la compañía.

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).

Capital Safety Group

cifras en miles de euros

	Ventas	EBITDA	EBIT	Bº Neto	C-F	Deuda Neta
Resultados estimados a 31.03.2004	101.469	19.570	17.897	6.938	8.611	91.455

1) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPRA

	EBITDAx	EBITx	Media	Participación Dinamia
Múltiplos de compra	8,3x	9,0x		7,37%
Valoración	71.289	69.496	70.392	5.191

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	41.739	101.646	83.302	63.800	72.622	50.835	3.749	
						Descuento por iliquidez		30%

Medias	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF
	6,8x	10,8x	12,0x	7,4x
HAMON-STRIP VVPR	5,4x			
BUDERUS AG	9,9x	13,9x	8,0x	6,5x
AIM GROUP PLC	4,4x	9,6x		6,7x
NOVAR PLC	6,0x	11,8x		
WMH WALTER MEIER AG-REG A	4,9x	9,4x	7,5x	
KONE OYJ-B SHS	6,6x	10,0x	13,3x	7,5x
CARDO AB	6,5x	10,7x	7,8x	5,2x
UPONOR OYJ	9,2x			10,5x
TARKETT AG	4,7x	9,3x	12,8x	3,6x
ULTRAFRAME PLC	6,1x	7,3x	10,3x	8,0x
DECEUNINCK	8,5x	14,0x	18,5x	9,6x
SIG PLC	5,6x	7,4x	9,6x	6,4x
WIENERBERGER AG	7,7x	15,8x	15,9x	5,8x
LATCHWAYS PLC	10,7x	12,7x	18,0x	14,1x
BACOU DALLOZ	5,7x	8,2x	10,3x	5,0x

Deutsche Woolworth



Cadena de grandes almacenes en Alemania y Austria

Deutsche Woolworth:

Fecha de Inversión:	Diciembre 1998
Cantidad invertida:	4.309 miles de euros
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	6,61%
➤ DWW Deutsche Woolworth Holdings GmbH	6,52%
➤ DWW Beteiligungs GMBH	7,35%
Valoración a 31.12.2003 (miles de euros): -	

Forthpanel Limited:

Fecha de Inversión:	Mayo 2003
Cantidad invertida:	1.000 miles de euros
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	5%
Valoración a 31.12.2003 (miles de euros): 1.000	

Resumen de la Transacción:

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

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

El precio total de compra ascendió a €562m:

	Ptas.	€
Equity	3.454	20,8
Shareholders' Loan	9.307	55,9
Deuda Bancaria	80.818	485,7
TOTAL	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.

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

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

Descripción de la compañía

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

El grupo tiene un importante patrimonio inmobiliario ya que, en el momento de la adquisición 118 de los 357 establecimientos eran propiedad del grupo, y estaban valorados en DM1.200m (€ 615m). 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	Auditoría 31.12.2002	Estimación 31.12.2003	Presupuesto 31.12.2003	Presupuesto 31.12.2004
Ingresos de Explotación	981.094	940.099	936.404	953.438	927.685
EBITDA	752	2.299	8.428	9.799	21.565
EBIT	(19.522)	(16.302)	(9.106)	(9.737)	5.112
BAI	33.325	5.765	(4.858)	(6.744)	(4.835)
Beneficio del ejercicio	33.186	4.705	(5.570)	(7.636)	(5.323)

Balance de Situación

*Cifras en miles de euros

ACTIVO	Real	Auditoría	PASIVO	Real	Auditoría
	31.12.2003	31.12.2002		31.12.2003	31.12.2002
Acciones propias	733	1.709	Fondos Propios	57.852	63.441
Inmovilizado	349.895	371.287	Socios Externos	(24)	(21)
Activo Circulante	138.967	141.698	Fondo de Pensiones	163.841	157.719
Tesorería	89.221	90.961	Deuda bancaria	170.052	182.649
TOTAL ACTIVO	578.816	605.655	Pasivo Circulante	187.095	201.867
			TOTAL PASIVO	578.816	605.655

Evolución durante 2003

El ejercicio 2002 fue el primer año en que el nuevo equipo directivo tomó las riendas de la compañía. El nuevo equipo se ha centrado en el reenfoque de la estrategia de la compañía, volviendo a su proposición tradicional de "value for money", y abandonando el fallido intento del anterior equipo de dirigirse a productos de mayor margen y una nueva clientela de mayor poder adquisitivo. Estas políticas han comenzado a surtir efecto durante 2003, mejorando sensiblemente los resultados del año anterior y obteniendo cash-flow libre de explotación positivo. Esto sitúa a la compañía frente a un 2004 que volverá a mostrar beneficios operativos positivos.

Por su parte, la deuda bancaria del balance, una vez cancelada toda la deuda de adquisición, es exclusivamente hipotecaria, por lo que su presión sobre el cash-flow libre de la compañía es reducida.

Valoración

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

Marie Claire, S.A.

MARIE CLAIRE

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

Fecha de Inversión:	Julio 1998
Cantidad invertida:	4.820 miles de euros
Fecha cierre de contabilidad:	31 Marzo
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	25,06%
Valoración a 31.12.2003 de 2003 (miles de euros):	5.673

Resumen de la Transacción:

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

- Fondos gestionados por Bridgepoint Capital 25,06%
- Espiga 16,88%
- 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 (anterior nombre de Marie Claire) se fundó en 1907 por la familia Aznar en Villafranca del Cid (Castellon). Tiene como actividades fundamentales la fabricación de medias, calcetería de señora y caballero y en los últimos años ha ido adquiriendo una posición relevante en negocios de ropa interior de señora y caballero, lencería, y baño. Desde 1 de Abril de 2003 (primer día del ejercicio fiscal) Marie Claire S.A. opera como una única compañía después de producirse la fusión por absorción en Marie Claire S.A. de las actividades realizadas por las compañías que conformaban antiguamente el grupo y que fueron adquiridas a Hartstone Plc en 1998. Hartstone Plc, a su vez, había adquirido el 100% del capital de la compañía a la familia Aznar en 1992.

Dirección de la compañía

Como consecuencia de la fusión comentada en el párrafo anterior que buscaba fundamentalmente una simplificación administrativa y de procesos, se puso de manifiesto igualmente la necesidad de contar con una dirección única que permitiera una mejor coordinación de todas las áreas de negocio del grupo y que permitiera hacer frente de una manera más eficiente a los nuevos retos derivados del desarme arancelario que se producirá

en Enero de 2005. A este fin el Consejo de Administración de la compañía decidió la contratación de D. Joan Jubert, profesional reconocido y de amplia trayectoria en el sector.

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

*Cifras en miles de euros

	9 meses Real 31.12.2002	9 meses Real 31.12.2003	9 meses Pres 31.12.2003	12 meses Auditoría 31.03.2002	12 meses Auditoría 31.03.2003	12 meses Presup. 31.03.2004
Ingresos	62.843	63.020	66.738	86.794	88.066	92.091
EBITDA	5.525	5.305	7.020	9.768	8.755	10.236
EBIT	3.073	2.797	4.544	6.604	5.495	6.935
BAI	2.137	2.182	3.668	5.168	4.211	5.816
Bº neto	1.389	1.454	2.361	3.402	2.786	3.781

Balance de Situación

*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	Real	Auditoría	<u>PASIVO</u>	Real	Auditoría
	<u>31.12.2003</u>	<u>31.03.2003</u>		<u>31.12.2003</u>	<u>31.03.2003</u>
Inmovilizado	16.212	15.047	F. Propios	33.527	32.509
Activo Circulante	49.227	50.743	Crédito Accionistas		453
Tesorería	2.353	8.463	Deuda a largo plazo	10.549	11.111
TOTAL ACTIVO	67.792	74.253	Deuda a corto plazo	4.899	12.002
			Pasivo circulante	18.817	18.179
			TOTAL PASIVO	67.792	74.253

Descripción del mercado

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

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

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

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

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

Evolución durante 2003

El ejercicio 2003-2004 va a estar marcado por los cambios que se están operando en la compañía fundamentalmente como consecuencia de la fusión que se produjo en el primer día del ejercicio. Ello está empezando a notarse en una gestión más orientada al mercado y enfocada en las marcas. Por otro lado siguen en marcha importantes proyectos que deben asentar el crecimiento futuro. Así se ha producido el lanzamiento de la marca Onne, marca que está posicionada en el segmento medio alto y dirigida al público masculino y completa el catálogo de posicionamientos de las marcas de la compañía en el mercado español.

Igualmente se está acometiendo la homogeneización y modernización de todos los sistemas de información y control de la compañía que se materializará en un nuevo ERP que está entrando en funcionamiento en diferentes fases y que supondrá una inversión total superior al millón de Euros.

De igual manera se está ultimando el nuevo almacén centralizado de producto terminado, inversión que representará alrededor de los 4 millones de euros y que estará operativo durante el ejercicio 2004-2005. Esta inversión además de incrementar notablemente los niveles de servicio al cliente va a permitir mejorar los niveles de eficiencia en la logística cada vez más compleja de la compañía, debido al crecimiento de gamas de productos, clientes y mercados. La entrada en funcionamiento del nuevo almacén permitirá además que en años futuros se pueda ir acometiendo el lanzamiento de nuevas gamas de producto que permitirán completar los catálogos de la compañía y completar la diversificación iniciada en años anteriores.

Por último destacar que el continuado esfuerzo por tener presencia en otros mercados exteriores y que cristalizó en el establecimiento de una sociedad comercial en el Reino Unido y en la adquisición de una distribuidora en Holanda empieza a dar frutos. Además de en el mercado de medias donde la compañía lleva años desarrollando su labor comercial, el presente ejercicio ha visto como la actividad de exportación de otras gamas de producto, calcetines y confección, empiezan a dar sus frutos y ya representarán aproximadamente alrededor del 5% de la actividad en estas gamas.

En cuanto a las ventas a Diciembre son similares a las registradas al mismo período del año anterior y ligeramente inferior al presupuesto. La desviación sobre el presupuesto obedece fundamentalmente a que no se han producido los crecimientos esperados en el mercado nacional en la denominada línea de confección. De hecho incluso en algunos productos se han producido descensos que han sido compensados fundamentalmente por la actividad exterior.

Es difícil establecer una previsión de resultados al cierre ya que el período Enero Marzo es clave, especialmente en la división de confección con un resultado volátil ya que depende de factores más aleatorios como el clima, la moda o el acierto en las colecciones. Aunque en años anteriores venía siendo el motor de crecimiento de la compañía, este ejercicio es más un ejercicio de transición en espera del asentamiento de la nueva marca de caballero y en espera del lanzamiento de nuevas líneas que deberá producirse una vez entre en funcionamiento la nueva logística. Por otro lado se observa también cierta debilidad en el denominado Canal Tradicional cada vez más presionado por la fuerte competencia de las Grandes Superficies de distribución. Todo ello, unido a los esfuerzos internos que se realizan para poner en marcha los nuevos sistemas de logística y de información hace que haya que mantener cierta cautela en cuanto a las estimaciones, siendo la previsión más realista la de

que el beneficio de explotación (Ebit) mantendrá la misma tendencia que hasta Diciembre de 2003 y que las ventas no mostrarán diferencias significativas con el ejercicio anterior.

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 22.634 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 5.673 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 25.740 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 6.451 miles de euros.

Debido a que las estimaciones de cierre de año se han visto reducidas, y siguiendo el más conservador de los criterios se reduce la valoración de la compañía a 22.634 miles de euros con lo que la **participación de Dinamia queda valorada en 5.673 miles de euros.**

Marie Claire, S.A.

cifras en miles de euros

1) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPRA					
-					
	Ventasx	EBITDAx	EBITx	Media	Participación Dinamia
Múltiplos de compra	0.5x	4.2x	6.0x		25.06%
Valoración	34,346	20,014	13,542	22,634	5,673

2) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES							
	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF	Media	Ajustado por iliquidez	Participación Dinamia
Valoración según comparables	46,576	27,088	26,508	46,914	36,772	25,740	6,451
						Descuento por iliquidez	30%
Medias	7.7x	9.3x	13.7x	8.9x			
STEFANEL SPA	7.8x						
KINDY	14.7x			12.3x			
WOLFORD AG	11.4x			8.0x			
CSP INTL INDUSTRIA CALZE SPA	7.5x			5.0x			
IC COMPANYYS A/S	6.2x	11.8x		7.9x			
SLIMMA PLC	4.9x	6.3x	17.3x	8.5x			
VILENZO INTERNATIONAL NV	4.2x	14.4x					
BIG STAR HOLDING AG							
ALEXON GROUP PLC	4.3x	5.2x	6.8x	5.2x			
GERRY WEBER INTL AG	7.3x	9.2x	17.9x	10.8x			
VAN DE VELDE NV	8.9x	8.7x	12.8x	13.4x			

Hechos posteriores a 31.12.2003: Inversión en Segur Ibérica

Segur Ibérica



Servicios de seguridad y vigilancia

Fecha de Inversión:	Marzo 2003
Cantidad invertida:	9.500 miles de euros
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	18,1%

Resumen de la transacción

Con fecha 23 de Marzo de 2003, Dinamia ha completado una inversión de 9.500 miles de euros en la compañía Coranzuli S.L., vehículo creado para la adquisición del 100% de la sociedad holding del Grupo Segur Ibérica (en adelante Segur Ibérica). Dicha inversión, materializada mediante la suscripción de una ampliación de capital de acciones ordinarias por los importes señalados, le ha reportado una participación final en el capital en Segur Ibérica del 18,1%. El accionariado del grupo queda constituido de la siguiente forma:

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

Descripción de la compañía

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

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

Dirección de la compañía

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

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

Descripción del mercado

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

Servicios de vigilancia:

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

Instalación y gestión de alarmas:

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

Instalación de sistemas de seguridad:

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

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 2003 realizada
por el Gestor**

KPMG Corporate Finance
Este informe contiene 5 páginas
Este informe contiene 1 anexo



Corporate Finance

Edificio Torre Europa
Paseo de la Castellana, 95
28046 Madrid

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

De acuerdo con las instrucciones de la carta de fecha 10 de marzo de 2004 enviada por Nmás1 Capital Privado Sociedad Gestora de Empresas de Capital Riesgo, S.A. (en adelante el Gestor) y nuestra propuesta de servicios profesionales de fecha 7 de febrero de 2004, hemos llevado a cabo los trabajos que a continuación se describen en relación con la revisión de la valoración de la cartera de inversiones en sociedades no cotizadas de Dinamia Capital Privado, Sociedad de Capital Riesgo, S.A. (en adelante Dinamia o la Sociedad) a 31 de diciembre de 2003, realizada por el Gestor.

1 Antecedentes

Según hemos sido informados, la cartera de inversiones de Dinamia en sociedades no cotizadas a 31 de diciembre de 2003 está integrada por las siguientes participaciones accionariales y créditos:

Participaciones accionariales	Porcentaje de participación
Marie Claire, S.A.	25,06%
DWW Deutsche Woolworth Holdings GmbH (Grupo Deutsche Woolworth)	6,52%
DWW Beteiligungs GmbH (Grupo Deutsche Woolworth)	7,35%
Forthpanel Limited	5,00%
Capital Safety Group Limited	7,37%
Arco Bodegas Unidas, S.A.	8,36%
Cables Perti, S.A.	78,53%
Industrias Anayak, S.A.	63,06%
Nova Robbialac Industria Ibérica de Tintas, S.A. (Grupo Robbialac)	33,31%
Sociedad Gestora de Televisión, NetTV, S.A.	1,64%
Unión Derivan, S.A. (Grupo Undesa)	49,14%
Educa Borrás, S.A.	38,44%
Ydilo Advanced Solutions, S.A.	6,52%
Universal Cleaning Activities UNICA, S.L.	28,87%
High Tech Hotels & Resorts, S.A.	42,31%
General Alquiler de Maquinarias, S.L.	40,32%



Créditos	Principal (miles de euros)
Capital Safety Group Limited	3.057

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

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

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

De acuerdo con el contrato mencionado anteriormente y la carta de fecha 10 de marzo de 2004 enviada por el Gestor, los criterios empleados por el mismo en la valoración de la cartera de inversiones en participaciones de empresas no cotizadas a 31 de diciembre de 2003 se resumen a continuación:

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

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

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

2 Objetivos de nuestro trabajo

El objetivo de nuestro trabajo ha consistido en revisar que la valoración a 31 de diciembre de 2003 de la cartera de inversiones de Dinamia en sociedades no cotizadas preparada por el Gestor, ha sido preparada de acuerdo con los criterios que se describen en la carta de fecha 10 de marzo de 2004 que se incluye en el anexo a este informe, los cuales se basan fundamentalmente en los criterios de EVCA.

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

3 Información utilizada y procedimientos empleados

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

- Carta de fecha 10 de marzo de 2004 relativa a la valoración de la cartera de inversiones en participaciones de empresas no cotizadas de la Sociedad a 31 de diciembre de 2003 realizada por el Gestor.
- Informe de valoración a 31 de diciembre de 2003 de Dinamia, junto con la información soporte de las valoraciones realizadas por el Gestor.
- Estados financieros no auditados a 31 de diciembre de 2003 de la Sociedad, y de las sociedades participadas.
- Documentación soporte de compraventa o ampliaciones de capital de aquellas participaciones accionariales cuya valoración se ha basado en el coste de adquisición o en el valor implícito de ampliaciones de capital.
- Otra información relevante para la realización de nuestro trabajo.

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

- Análisis de la valoración de las inversiones en sociedades no cotizadas realizada por el Gestor y de la adecuada aplicación de los criterios descritos en el apartado 1 anterior.
- Revisión de los cálculos matemáticos realizados en la valoración de la cartera de participaciones accionariales.
- Revisión de la valoración de los créditos concedidos y acciones preferentes, de acuerdo con su nominal más los intereses devengados y pendientes de cobro a 31 de diciembre de 2003.
- 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.
- 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 2003 de las sociedades no cotizadas que integran la cartera objeto de revisión, así como en estimaciones de cierre a 31 de marzo de 2004 facilitadas por el Gestor de aquellas sociedades cuyo ejercicio finaliza en dicha fecha.
- 4.3 Si bien el criterio empleado por el Gestor para la valoración de Capital Safety Group no se ajusta estrictamente a los criterios descritos en su carta de fecha 10 de marzo de 2004, el resultado de la valoración asignado a dicha sociedad no difiere significativamente del que hubiera resultado de la aplicación de los mismos.
- 4.4 De acuerdo con la información facilitada por el Gestor, la Sociedad no ha recibido ninguna oferta en firme por las participaciones que integran la cartera de inversiones en sociedades no cotizadas a 31 de diciembre de 2003 que pudiera afectar a las valoraciones realizadas.

5 Conclusión

Conforme a la información de que hemos dispuesto, el trabajo que hemos realizado, y de acuerdo con los objetivos y el alcance de nuestro trabajo descritos anteriormente, no se ha puesto de manifiesto ningún asunto de importancia que indique que deban introducirse modificaciones en la valoración a 31 de diciembre de 2003, que se incluye en su carta de fecha 10 de marzo de 2004 de la cartera de inversiones de Dinamia Capital Privado, Sociedad de Capital Riesgo, S.A. (realizada por Nmás1 Capital Privado, Sociedad Gestora de Entidades de Capital Riesgo, S.A., de acuerdo con los criterios descritos en el apartado 1 anterior, los cuales se basan fundamentalmente en los criterios EVCA).

* * * * *

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



Ana Martínez Ramón
Socio Director

25 de marzo de 2004

Anexo

Carta de fecha 10 de marzo de 2004 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 2003 realizada por el Gestor y los criterios empleados en su estimación

*(Este anexo debe ser leído junto con el informe
de KPMG de fecha 25 de marzo de 2004)*

Nmás1

Capital Privado

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

A la atención de D^a Ana Martínez Ramón

Madrid, 10 de marzo de 2004

Muy señores míos:

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

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

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

sociedad gestora de

DINAMIA

Padilla, 17
28006 Madrid

Teléfono 91 745 84 48
Fax 91 431 64 60

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

De acuerdo con estos criterios, NMÁS1 CAPITAL PRIVADO valora las participaciones y créditos participativos y otros créditos concedidos a las sociedades participadas que integran su activo a 31 de diciembre de 2003 de acuerdo con el siguiente cuadro:

a) Acciones

Sociedad participada	Miles de euros	
	Participación de Dinamia	Valor de la Participación de Dinamia
Marie Claire, S.A.	25,06%	5.673
Deutsche Woolworth (1)	6,61%	-
Forthpanel Limited	5,00%	1.000
Capital Safety Group Limited	7,37%	2.866
Arco Bodegas Unidas, S.A.	8,36%	18.040
Cables Perti, S.A.	78,53%	-
Industrias Anayak, S.A.	63,06%	3.517
Nova Robbialac Industria Ibérica de Tintas, S.A.(2)	33,31%	15.170
Soc. Gest. de Televisión NetTV, S.A.	1,64%	115
Unión Deriván S.A. (3)	49,14%	18.110
Educa Borrás, S.A.	38,44%	2.907
Ydilo Advanced Solutions, S.A. (4)	6,52%	1.420
Universal Cleaning Activities UNICA, S.L. (5)	28,87%	8.514
High Tech Hotels & Resorts, S.A.	42,31%	9.500
General de Alquiler de Maquinaria, S.L. (GAM)	40,32%	12.070
TOTAL		98.903

- (1) Dinamia participa en esta compañía a través de dos sociedades patrimoniales que sirvieron como vehículo para la adquisición del Grupo Deutsche Woolworth. Sus nombres completos son DWW Deutsche Woolworth Holding GmbH y DWW Beteiligungs GmbH.
- (2) Grupo Robbialac
- (3) Grupo Undesa
- (4) Anteriormente denominada People Communications, S.A.
- (5) Anteriormente denominada Atención Empresarial, S.L.

b) Créditos Participativos y otros Créditos a Participadas

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

Sociedad Participada	Miles de Euros		
	Nominal	Intereses Devengados	Total
Capital Safety Group Limited	3.057	838	3.894
Total créditos a participadas	3.057	838	3.894

Q.

Atentamente,

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Jorge Malaix', written over a horizontal line.

Jorge Malaix

Consejero Delegado

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