

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

**30 de Junio de 2002**

**NAV por acción 19,43 €**

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

## Índice

	<u>Página</u>
Introducción.....	3
Net Asset Value a 30 de Junio de 2002.....	4
Resumen de la valoración de la cartera de no cotizadas.....	5
Hechos posteriores a 30.06.2002: Distribución de dividendos.....	6
Hechos posteriores a 30.06.2002: Venta de Isolux.....	6
Comisión de éxito de la gestora Nmás1 Electra.....	6
 <b>Compañías integrantes de la cartera de no cotizadas:</b>	
Grupo Unica.....	8
People Communications.....	11
Educa Borrás.....	14
Grupo Undesa.....	17
Net TV.....	21
Grupo Robbialac.....	22
Industrias Anayak.....	25
Cables Perti.....	28
Grupo Isolux.....	30
Arco Bodegas Unidas.....	33
Capital Safety Group.....	36
Deutsche Woolworth.....	39
Marie Claire.....	42
 <b>Anexo:</b>	
Revisión de la valoración realizada por el gestor (Informe de KPMG).....	45

## Introducción

El presente informe tiene como objeto realizar una aproximación a la valoración del Patrimonio de Dinamia Capital Privado S.C.R., S.A. a 30 de Junio de 2002, realizado por la gestora Nmás1 Electra Capital Privado, S.G.E.C.R., S.A.

Se han utilizado los siguientes criterios:

- 1) La cartera de inversiones no cotizadas se ha valorado al coste excepto en aquellos casos en los cuales, según las normas que dicta la EVCA (European Venture Capital Association) -normas internacionalmente aceptadas para la valoración de la cartera de sociedades participadas por sociedades de capital riesgo- se ha procedido a su revalorización o provisión.
- 2) Las participaciones en sociedades cotizadas están a valor de mercado de 30 de Junio de 2002 (Ibex 35: 6.913,0).

## Net Asset Value a 30 de Junio de 2002

Con lo antes expuesto, el resultado obtenido es un **Net Asset Value por Acción de € 19,43:**

Net Asset Value por acción a 30 de Junio de 2002							
	NAV a	NAV a	NAV a	NAV a	NAV a	Cartera según valor en libros	NAV a
	31.12.1997	31.12.1998	31.12.1999	31.12.2000	31.12.2001	30.06.2002	30.06.2002
<i>*Datos en miles de euros, excepto por acción</i>							
Acciones	52.625	47.835	85.628	121.097	132.159	89.632	124.571
Créditos a participadas	1.503	12.307	14.421	7.621	4.472	4.148	4.148
<b>Inversiones no cotizadas (1)</b>	<b>54.127</b>	<b>60.142</b>	<b>100.049</b>	<b>128.718</b>	<b>136.631</b>	93.780	<b>128.719</b>
Acciones cotizadas (Ibex) (*)		18.541	21.870	4.716	2.177	1.810	1.810
Acciones cotizadas (Funespaña)		8.805					
Tesorería	65.745	45.719	21.359	36.457	34.908	35.248	35.248
<b>Total Activos Líquidos (2)</b>	<b>65.745</b>	<b>73.065</b>	<b>43.230</b>	<b>41.173</b>	<b>37.085</b>	37.058	<b>37.058</b>
Otros Activos (3)	78	282	3.547	1.101	1.743	653	653
<b>TOTAL ACTIVOS (4) = (1+2+3)</b>	<b>119.950</b>	<b>133.490</b>	<b>146.826</b>	<b>170.993</b>	<b>175.458</b>	131.491	<b>166.430</b>
Pasivos (5)	(475)	(1.029)	(8.477)	(2.872)	(182)	(308)	(308)
<b>TOTAL ACTIVOS NETOS (6) = (4+5)</b>	<b>119.475</b>	<b>132.461</b>	<b>138.349</b>	<b>168.120</b>	<b>175.276</b>	131.183	<b>166.122</b>
Ajuste por dividendos Julio 1999 (7)	(2.569)	(2.569)					
Ajuste por dividendos y prima de emisión Julio 2000 (8)	(5.985)	(5.985)	(5.985)				
Ajuste por dividendos Julio 2001 (9)	(5.985)	(5.985)	(5.985)	(5.985)			
<b>TOTAL ACTIVOS NETOS aj. (10) = (6+7+8+9)</b>	<b>104.936</b>	<b>117.921</b>	<b>126.379</b>	<b>162.135</b>	<b>175.276</b>	131.183	<b>166.122</b>
Nº de acciones (11)	9.000.000	8.550.000	8.550.000	8.550.000	8.550.000	8.550.000	8.550.000
<b>NAV por acción = <sup>(10)</sup>/<sub>(11)</sub></b>	<b>11,66 €</b>	<b>13,79 €</b>	<b>14,78 €</b>	<b>18,96 €</b>	<b>20,50 €</b>	15,34 €	<b>19,43 €</b>
<b>Incremento de valor del NAV por acción</b>		<b>18,3%</b>	<b>7,2%</b>	<b>28,3%</b>	<b>8,1%</b>		<b>-5,2%</b>
<b>Cotización del Ibex 35</b>	<b>7.255,4</b>	<b>9.836,6</b>	<b>11.641,4</b>	<b>9.109,8</b>	<b>8.397,6</b>		<b>6.913,0</b>
<b>Crecimiento del Ibex 35</b>		<b>35,6%</b>	<b>18,3%</b>	<b>-21,7%</b>	<b>-7,8%</b>		<b>-17,7%</b>
<b>Cotización en Bolsa (aj. por dividendo)</b>	<b>12,93 €</b>	<b>8,04 €</b>	<b>7,25 €</b>	<b>9,65 €</b>	<b>11,19 €</b>	12,65 €	<b>12,65 €</b>
<b>Descuento (Premium) sobre NAV</b>	<b>(10,9%)</b>	<b>41,7%</b>	<b>51,0%</b>	<b>49,1%</b>	<b>45,4%</b>	17,6%	<b>34,9%</b>

(\*) A valor de Mercado según cotización a 30.06.2002: Ibex35 a 6913,0

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

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

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

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

A continuación se detalla un resumen de la valoración a 30.06.2002 de las sociedades no cotizadas:

Valoración a 30.06.2002 de la cartera de no cotizadas										
cifras en miles de euros										
			VALORACIÓN TOTAL CARTERA a 30.06.2002							
Acciones: (A)			Valor en libros	Múltiplos de comparables	Múltiplos de Compra	Valoración 30.06.2002				
Más Créditos a participadas: (B)										
<b>TOTAL CARTERA (A+B)</b>			<b>93.780</b>	<b>146.825</b>	<b>149.136</b>	<b>128.719</b>				
VALORACIÓN ACCIONES A 30.06.2002										
	% Dinamia	Diluido	Valor en libros	Múltiplos de comparables	Múltiplos de Compra	Valoración 30.06.2002	Valoración 31.12.2001	Valoración 30.06.2001		
Marie Claire, S.A.	25,06%	<b>25,06%</b>	4.820	8.828	6.596	<b>6.885</b>	6.885	6.885		
Deutsche Woolworth(2)	5,00%	<b>5,00%</b>	2.269	-	-	-	3.107	0		
Capital Safety Group Limited	7,37%	<b>7,37%</b>	2.752	3.115	3.837	<b>3.109</b>	3.320	3.350		
Arco Bodegas Unidas, S.A.	8,00%	<b>8,00%</b>	17.418	17.456	18.609	<b>18.040</b>	18.040	18.040		
Grupo Isolux, S.A.	29,41%	<b>21,00%</b>	14.424	47.241	63.099	<b>44.168</b>	46.372	43.066		
Cables Pertii, S.A.	78,53%	<b>78,53%</b>	4.197	2.099	2.099	<b>2.099</b>	4.197	5.710		
Industrias Anayak, S.A.	63,06%	<b>63,06%</b>	6.685	7.024	6.619	<b>7.033</b>	7.033	7.033		
Grupo Robbialac (3)	33,37%	<b>33,37%</b>	14.604	19.123	16.881	<b>16.052</b>	16.052	13.724		
Soc. Gest. de Televisión NetTV, S.A. (4)	1,50%	<b>1,50%</b>	115	115	115	<b>115</b>	115	115		
Unión Deriván S.A. (Grupo Undesa)	48,63%	<b>47,21%</b>	9.567	19.546	11.963	<b>14.158</b>	14.124	10.217		
Educa Borrás, S.A.	39,73%	<b>39,73%</b>	2.875	5.276	5.276	<b>3.005</b>	3.005	3.005		
People Communications, S.A.	5,98%	<b>5,98%</b>	1.393	1.393	1.393	<b>1.393</b>	1.393	750		
Atención Empresarial, S.L. (Grupo Unica)	28,87%	<b>28,87%</b>	8.514	11.460	8.502	<b>8.514</b>	8.514	100		
<b>TOTAL ACCIONES (A)</b>			<b>89.632</b>	<b>142.677</b>	<b>144.988</b>	<b>124.571</b>	<b>132.159</b>	<b>111.996</b>		

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

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

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

CRÉDITOS A PARTICIPADAS			
		Intereses	
		Principal	devengados
		TOTAL	
Marie Claire		373	7
Capital Safety Group		3.305	462
<b>TOTAL CRÉDITOS A PARTICIPADAS (B)</b>		<b>3.678</b>	<b>470</b>

(B)

## Hechos posteriores a 30.06.2002: Distribución de dividendos y prima de emisión

La Junta General de Accionistas de Dinamia de 27.06.2001 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 2001 (€0,6 por acción) más devolución de prima de emisión por (€0,1 por acción). El pago a los accionistas se hizo efectivo durante el mes de Julio de 2002, fecha posterior a la del cálculo del NAV, objeto del presente informe.

El NAV considerando el descuento de dividendo y devolución de prima de emisión sería el siguiente:

<b>TOTAL ACTIVOS NETOS (1)</b>	<b>119.475</b>	<b>132.461</b>	<b>138.349</b>	<b>168.120</b>	<b>175.276</b>	131.183	<b>166.122</b>
Ajuste por dividendos Julio 1999 (2)	(2.569)	(2.569)					
Ajuste por dividendos y prima de emisión Julio 2000 (3)	(5.985)	(5.985)	(5.985)				
Ajuste por dividendos Julio 2001 (4)	(5.985)	(5.985)	(5.985)	(5.985)			
Ajuste por dividendos y prima de emisión Julio 2002 (5)	(5.985)	(5.985)	(5.985)	(5.985)	(5.985)	(5.985)	(5.985)
<b>TOTAL ACTIVOS NETOS aj. (6) = (1+2+3+4+5)</b>	<b>98.951</b>	<b>111.936</b>	<b>120.394</b>	<b>156.150</b>	<b>169.291</b>	125.198	<b>160.137</b>
Nº de acciones (7)	9.000.000	8.550.000	8.550.000	8.550.000	8.550.000	8.550.000	8.550.000
<b>NAV por acción = (7)/(6)</b>	<b>10,99 €</b>	<b>13,09 €</b>	<b>14,08 €</b>	<b>18,26 €</b>	<b>19,80 €</b>	14,64 €	<b>18,73 €</b>
<b>Incremento de valor del NAV por acción</b>		<b>19,1%</b>	<b>7,6%</b>	<b>29,7%</b>	<b>8,4%</b>		<b>-5,4%</b>
<b>Cotización del Ibx 35</b>	<b>7.255,4</b>	<b>9.836,6</b>	<b>11.641,4</b>	<b>9.109,8</b>	<b>8.397,6</b>		<b>6.913,0</b>
<b>Crecimiento del Ibx 35</b>		<b>35,6%</b>	<b>18,3%</b>	<b>-21,7%</b>	<b>-7,8%</b>		<b>-17,7%</b>
<b>Cotización en Bolsa (aj. por dividendo)</b>	<b>12,35 €</b>	<b>7,34 €</b>	<b>6,55 €</b>	<b>8,95 €</b>	<b>10,49 €</b>	11,95 €	<b>11,95 €</b>
<b>Descuento (Premium) sobre NAV</b>	<b>(12,4%)</b>	<b>44,0%</b>	<b>53,5%</b>	<b>51,0%</b>	<b>47,0%</b>	18,4%	<b>36,2%</b>

## Hechos posteriores a 30.06.2002: Venta de Isolux

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

## Comisión de éxito de la gestora Nmás1 Electra

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

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

comisiones de gestión) y sujeto a una rentabilidad mínima igual a la TIR media del bono español a tres años durante el mes de diciembre del año en cuestión.

Se presenta a continuación una simulación del valor liquidativo de Dinamia en el hipotético caso de que todas las sociedades hubieran sido vendidas el 30 de Junio de 2002 a un precio igual al de las valoraciones realizadas por Nmás1 Electra y que se detallan en el presente informe:

NAV a 30.06.2002	166.122
Performance fee teórico	(6.946)
<b>Valor liquidativo a 30.06.2002</b>	<b>159.175</b>
<b>Por acción</b>	<b>18,62 €</b>

## Grupo Unica

# Unica

### Servicios de Limpieza

Fecha de Inversión Inicial:	Mayo/Julio/Noviembre 2001
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Importe de adquisición:	8.514 miles de euros
<b>Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:</b>	<b>28,87%</b>
<b>Valoración a 30.06.2002 (miles de euros): 8.514</b>	

### 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 Corpfin 28,87%
- Fondos gestionados por ABN Amro 28,87%
- Otros 10,19%
- Equipo directivo 3,19%

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

EBITDA*	EBIT
7,8x	9,6x

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

### Descripción de la compañía

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

### 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<sup>1</sup>

\*Cifras en miles de euros

	Proforma 30.06.2002	Presupuesto 30.06.2002	Proforma 31.12.2001	Presupuesto 31.12.2002	Previsión 31.12.2002
Ingresos de Explotación	82.250	82.979	145.481	165.957	164.253
EBITDA	2.815	3.508	6.275	7.017	6.981
EBIT	2.089	2.849	5.133	5.697	5.611
BAI	1.506	2.286	3.167	4.573	4.411
Beneficio del ejercicio	1.189	1.834	2.061	3.669	3.676

\* 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

## Balace de Situación

\*Cifras en miles de euros

ACTIVO	Real	Proforma	PASIVO	Real	Proforma
	31.05.2002	31.12.2001		31.05.2002	31.12.2001
Inmovilizado	6.527	5.421	Fondos Propios	27.598	30.700
Fondo de Comercio	18.713	19.274	Acreedores a largo plazo	19.945	16.696
Activo Circulante	55.408	41.891	Deuda a corto plazo	7.279	7.609
Tesorería	2.595	4.766	Pasivo Circulante	28.421	16.348
TOTAL ACTIVO	83.243	71.352	TOTAL PASIVO	83.243	71.352

## Descripción del mercado

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

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

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

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

## Evolución durante el primer semestre de 2002

Tras la adquisición del grupo canario Macasa en Marzo pasado, el grupo Única está compuesto por tres grupos básicos de actividad: El Impecable, Amalís y Macasa. La evolución de El Impecable y de Macasa está siendo correcta y la estimación para el cierre del ejercicio es mejor de lo presupuesto. Por otra parte Amalís está teniendo unos gastos de estructura superiores a los previstos inicialmente, asimismo se han actualizado las provisiones y periodificaciones que dejan un balance más saneado de acuerdo a la nueva política del grupo. Como consecuencia, a Junio tenemos cierto retraso con respecto al

<sup>1</sup> Tanto en estos estados financieros como en los del resto de las compañías, "Real" se refiere a estados financieros cerrados por la compañía, sin auditar.

EBITDA presupuestado, que se irá reduciendo durante el ejercicio. Con estas consideraciones, se espera que se termine el año con cifras muy similares a las del presupuesto.

La política comercial del grupo está siendo muy superior a la que hubo en el pasado y está empezando a dar sus frutos. Por otra parte, se está ejecutando una política de rejuvenecimiento de la cartera renegociando los contratos con márgenes de contribución bajos o negativos. Asimismo, se continúa con la política de adquisiciones, teniendo prevista la incorporación de nuevas sociedades al grupo al inicio del próximo ejercicio.

## Valoración

Siguiendo las directrices de la EVCA, y dado que no ha transcurrido un año desde su incorporación a la cartera de Dinamia, en la mayor parte de la inversión realizada, se mantiene su valoración a coste de adquisición, esto es, **8.514 miles de euros**.

Sin embargo, a efecto ilustrativo, se ha realizado una valoración del Grupo Única:

- Según los múltiplos de compra de la compañía, se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 29.445 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 8.502 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 39.691 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 11.460 miles de euros.

### Grupo Única

*cifras en miles de euros*

	Ventas	EBITDA	EBIT	B° Neto	C-F	Deuda Neta	(a 30.06.2002)
Resultados estimados a 31.12.2002	164.253	6.981	5.611	3.676	5.046	24.629	

#### 1) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPRA

	EBITDAx	EBITx	Media	Participación Dinamia
Múltiplos de compra	7,8x	9,6x		28,87%
Valoración	29.919	28.971	29.445	8.502

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

Valoración según comparables	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF	Media	Ajustado por iliquidez	Participación Dinamia
	52.812	56.325	55.897	61.772	56.701	39.691	11.460
						Descuento por iliquidez	30%
Medias	11,1x	14,4x	15,2x	12,2x			
ADECCO SA-REG	14,1x			19,2x			
AGGREKO PLC	4,8x	8,0x	10,5x	4,9x			
BUNZL PLC	9,5x	11,5x	17,3x	13,0x			
CHUBB PLC	13,0x						
DAVIS SERVICE GROUP PLC	5,4x	11,5x	14,5x	5,6x			
GROUP 4 FALCK A/S	12,7x	16,7x	17,3x	12,3x			
ISS A/S	11,2x			11,9x			
MITIE GROUP PLC	8,2x	11,4x	16,9x	11,0x			
RANDSTAD HOLDING NV	10,6x	19,4x		17,4x			
RENTOKIL INITIAL PLC	9,7x	12,5x	14,7x	10,4x			
SECURICOR PLC	11,4x	19,5x					
SECURITAS AB-B SHS	14,3x			16,7x			
PROSEGUR COMP SEGURIDAD-REGD	19,2x	19,5x					

## People Communications, S.A. (Ydilo)



### Servicios Avanzados de Voz

Fecha de Inversión Inicial:	Abril 2001/Julio 2001
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Importe de adquisición:	1.393 miles de euros
<b>Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:</b>	<b>5,98%</b>
<b>Valoración a 30.06.2002 (miles de euros) 1.393</b>	

### Resumen de la Transacción:

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

En esta ronda de financiación, People Communications levantó un total de 4,5 millones de euros quedando el accionariado repartido de la forma siguiente:

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

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

### Descripción de la compañía

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

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

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

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

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

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

## **Dirección de la compañía**

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

## **Descripción del mercado**

La utilización de las tecnologías de reconocimiento de fonemas, síntesis de voz y modelos acústicos han tenido un fuerte desarrollo en los últimos años. Este desarrollo se prevé imparable en la próxima década, ya que la voz es el interfaz de comunicación por excelencia. De este modo, los principales proveedores de estas tecnologías base como Nuance, Speechworks, IBM o Loquendo, están trabajando en nuevos sistemas de reconocimiento, basados en modelos estadísticos que permitirán ofrecer soluciones de diálogos más abiertos, intuitivos, flexibles y directos que los actuales. Asimismo se están mejorando los modelos acústicos con el fin de incrementar a tasas próximas al 100% el éxito en el reconocimiento. También se están desarrollando mejoras en la calidad de la respuesta con nuevas aplicaciones de conversión del texto en voz.

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

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

## Evolución durante el primer semestre de 2002

Tras un año 2001 de desarrollo de la tecnología, en este ejercicio la compañía está centrando sus esfuerzos en el desarrollo comercial del negocio. En estos meses Ydilo ha firmado numerosos contratos de servicio en su mayoría destinados a la automatización de centros de atención al cliente hasta entonces asistidos por operadores humanos. Incluso la compañía ha desarrollado aplicaciones de voz automatizadas para servicios de nueva creación, hasta entonces inexistentes por tratarse de servicios no económicos en caso de asistencia tradicional por operadores. Los servicios prestados desde estas plataformas automatizadas son muy variados e incluyen: call center automatizado para un programa de fidelización de clientes mediante una popular tarjeta de puntos canjeables por millas y regalos; atención automatizada del negocio de teletienda de la mayor cadena de grandes almacenes en España; venta de entradas de cine, así como de fútbol y espectáculos deportivos, creación de un nuevo servicio automatizado para clientes empresas y profesionales de una de las mayores operadoras de telecomunicaciones en España; automatización de un call center de una cadena de comida rápida y a domicilio, automatización de los servicios de atención al cliente y seguimiento de envíos de una de las mayores empresas logísticas en España, etc.

Este esfuerzo de ventas ha supuesto el reforzamiento del departamento comercial con la incorporación de un ejecutivo especializado en Administraciones Públicas, por la demanda de estos servicios que se prevé desde distintos ámbitos de la Administración para la mejora de los servicios al ciudadano. También en el primer semestre se han incorporado dos ejecutivos comerciales para cubrir los mercados francés e italiano y alemán e inglés. En estos mercados e incluso en Australia han surgido oportunidades de negocio para la compañía por la repercusión mediática que tuvo la venta masiva en tiempo récord de entradas de fútbol para el Real Madrid y la Federación Española de Fútbol.

## Valoración

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

## Educa Borrás, S.A.



### Juguetes Educativos

Fecha de Inversión:	Diciembre 2000
Cantidad inicial invertida:	3.005 miles de euros
Fecha cierre de contabilidad:	31 Marzo
<b>Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:</b>	<b>39,73%</b>
<b>Valoración a 30.06.2002 (miles de euros): 3.005</b>	

### Resumen de la Transacción:

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

El resto del accionariado se reparte de la siguiente manera:

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

### Descripción de la compañía

Borrás es una sociedad con un producto muy complementario al de Educa (juegos de magia, juegos educativos de mesa, construcciones, manualidades y otros). Tiene varias marcas y productos de reconocido prestigio como Magia Borrás, Tente, Telesquech, Conector,... Las gamas de ambas marcas permiten una integración total del negocio.

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

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

### Dirección de la compañía

Borrás Plana fue objeto de un *management-buy-in* efectuado en 1996 por el anterior equipo directivo de Diset (uno de los líderes del sector y competencia directa de Educa). Al frente del equipo está José Maxenchs, un buen ejecutivo con grandes dotes comerciales y con un buen curriculum en multinacionales de gran consumo (Braun, Tefal,...). El Sr.

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

## Cuenta de Pérdidas y Ganancias

\*Cifras en miles de euros

	<b>Auditoría</b> <b>12 meses</b> <b>31.03.2002</b>	<b>Proforma</b> <b>12 meses</b> <b>31.03.2001</b>
Ingresos de Explotación	<b>20.420</b>	19.082
EBITDA	<b>2.966</b>	1.883
EBIT	<b>1.993</b>	920
Beneficio antes de impuestos	<b>1.475</b>	-415
Beneficio del ejercicio	<b>1.507</b>	-427

## Balance de Situación

\*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	<b>Auditoría</b> <b>31.03.2002</b>	<b>Proforma</b> <b>31.03.2001</b>	<u>PASIVO</u>	<b>Auditoría</b> <b>31.03.2002</b>	<b>Proforma</b> <b>31.03.2001</b>
Inmovilizado	<b>5.499</b>	6.070	Fondos Propios	<b>8.081</b>	6.575
Activo Circulante	<b>15.365</b>	13.439	Acreedores a largo plazo	<b>2.257</b>	2.717
Tesorería	<b>1.853</b>	589	Deuda a corto plazo	<b>7.393</b>	5.277
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>22.717</b>	20.098	Pasivo Circulante	<b>4.986</b>	5.529
			<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>22.717</b>	20.098

## Descripción del mercado

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

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

## Evolución durante el primer semestre de 2002

A 31 de Marzo de 2002 se cerró el primer ejercicio completo después de la fusión, lo que ha supuesto la vuelta a los beneficios. Ha quedado demostrado que el proyecto de gestión conjunta aprovechando las sinergias tiene sentido, sin embargo el ejercicio no ha podido demostrar todo el potencial de la sociedad, ya que durante el mismo todavía se han producido ineficiencias y gastos extraordinarios por fusionar y explotar conjuntamente ambas sociedades. Esperamos que en el presente ejercicio, abril 2002 – marzo 2003, mejoren los resultados por aprovechamiento pleno de las sinergias y quede plenamente consolidado el proyecto, siendo Educa Borrás una de las empresas líderes del sector.

## Valoración

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

- Comparación con múltiplos de otras empresas del sector, aplicándose un descuento del 30% por iliquidez, con la que se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 13.281 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 5.276 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 3.005 miles de euros**. Esto se justifica por encontrarnos ante el primer ejercicio completo de funcionamiento conjunto de las dos compañías fusionadas y por el hecho de venir la compañía de una situación de turnaround, por lo que no se revisará la valoración de la compañía hasta se haya confirmado el éxito del citado turnaround.

### Educa Borrás, S.A.

*cifras en miles de euros*

	Ventas	EBITDA	EBIT	B° Neto	C-F	Deuda Neta	(a 30.06.2002)
Resultados a 31.03.2002	20.420	2.966	1.993	1.507	2.480	7.797	

VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES							
Valoración según comparables	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF	Media	Ajustado por iliquidez	Participación Dinamia 39,73%
		14.930	15.366	19.676	25.920	18.973	13.281
						Descuento por iliquidez 30%	
Medias	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF			
	7,7x	11,6x	13,1x	10,5x			
VERMONT TEDDY BEAR CO INC	4,6x	5,5x	9,2x	7,0x			
GAMES WORKSHOP GROUP PLC	7,0x	9,7x	16,0x	10,0x			
HASBRO INC	7,9x	16,4x		8,2x			
HORNBY PLC	4,6x	6,4x	12,6x	7,8x			
JAKKS PACIFIC INC	7,8x	11,0x	14,8x	10,3x			
KOMPAN A/S-B	6,8x	17,8x		13,7x			
MATTEL INC	11,7x	16,6x		16,4x			
MEGA BLOKS INC	10,9x	12,5x					
ZAPF CREATION AG	7,6x	8,8x	12,7x	10,2x			

## Grupo Undesa



### Desarrollo, producción y comercialización de productos oleoquímicos

Fecha de Inversión:	Julio 2000
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Importe de adquisición:	10.217 miles de euros
<b>Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:</b>	<b>48,6%</b>
<b>Valoración a 30.06.2002 (miles de euros): 14.158</b>	

#### Resumen de la Transacción:

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

Dinamia mantiene una participación del 48,6% del capital; el resto del accionariado se reparte de la forma siguiente.

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

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

EBITDA*	EBIT
4,2x	6,3x

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

#### Descripción de la compañía

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

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

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

## Dirección de la compañía

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

## Cuenta de Pérdidas y Ganancias

\*Cifras en miles de euros

	Real 30.06.2002	Real 30.06.2001	Presupuesto 30.06.2002	Auditoría 31.12.2001	Presupuesto 31.12.2002	Previsión 31.12.2002
Ingresos de Explotación	<b>42.955</b>	42.257	44.749	79.143	84.277	82.454
EBITDA	<b>4.487</b>	6.281	5.993	11.026	11.453	8.675
EBIT	<b>2.728</b>	4.562	4.233	7.720	8.081	5.318
BAI	<b>2.172</b>	3.889	3.848	6.723	7.175	6.224
Beneficio del ejercicio	<b>908</b>	2.374	2.336	4.181	4.470	3.878

## Balance de Situación

\*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	Real	Auditoría	<u>PASIVO</u>	Real	Auditoría
	30.06.2002	31.12.2001		30.06.2002	31.12.2001
Acciones Propias	<b>1.282</b>	1.282	Fondos Propios	<b>29.340</b>	28.440
Inmovilizado	<b>26.397</b>	27.478	Acreedores a largo plazo	<b>15.261</b>	16.602
Activo Circulante	<b>32.089</b>	27.310	Deuda a corto plazo	<b>82</b>	3.098
Tesorería	<b>5.337</b>	7.576	Pasivo Circulante	<b>20.422</b>	15.506
TOTAL ACTIVO	<b>65.106</b>	63.647	TOTAL PASIVO	<b>65.106</b>	63.647

## Descripción del mercado

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

Estos productos químicos encuentran su uso en una amplia matriz de aplicaciones. En muchos casos como sustitutos de productos químicos derivados del petróleo. Los principales usos finales se encuentran en las industrias de detergente y limpieza (35%), plásticos (14%), pinturas y adhesivos (12%), lubricantes (12%), papel y textil (6%) y alimentación (6%). El mayor uso por volumen es la fabricación de sulfatantes para su uso en la fabricación de detergentes. Sin embargo, también de importancia creciente son otras áreas nicho como aditivos para polímeros y aditivos para cosmética, los cuales son muy interesantes para las compañías oleoquímicas ya que existe menos presión en los precios comparada con el sector de detergentes.

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

## Evolución durante el primer semestre de 2002

En España el negocio ha evolucionado según lo previsto y a pesar de un incremento en el coste de materia prima, se ha compensado con una mayor producción (y venta en volumen) y un buen control de los costes fijos. Tanto a nivel EBITDA como EBIT se ha superado ligeramente el presupuesto.

En Italia el negocio no ha cumplido las expectativas debido a una menor producción y a cierta pérdida de margen bruto. Se espera que la situación comience a recuperarse en el segundo semestre y que en el siguiente ejercicio se vuelva a la normalidad.

En cuanto a la estimación de cierre, en España no se esperan grandes diferencias con respecto al presupuesto. En cuanto a Italia, no podrá recuperarse el retraso con respecto al presupuesto, mientras se están analizando ya en profundidad un plan de inversiones para incrementar la capacidad de producción en cerca del 20% y mejorar el product-mix de cara al medio/largo plazo, junto con nuevas incorporaciones que refuercen el actual equipo directivo italiano.

## 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 25.024 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 11.963 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 42.173 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 19.546 miles de euros.

Se mantiene la última valoración de la compañía realizada en Diciembre de 2001, el que se valoraron los fondos propios de Undesa en 29.988 miles de euros, lo que (ajustando por una menor dilución), supone una **valoración de la participación de Dinamia de 14.158 miles de euros**.

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

**Grupo Undesa**

*cifras en miles de euros*

	Ventas	EBITDA	EBIT	Bº Neto	C-F	Deuda Neta	(a 30.06.2002)
Resultados estimados a 31.12.2002	82.454	8.675	5.318	3.878	7.235	10.006	

**1) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPRA**

	EBITDAx	EBITx	Media	Participación Dinamia
Múltiplos de compra	4,2x	6,3x		47,81%
Valoración	26.353	23.696	25.024	11.963

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

	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF	Media	Ajustado por iliquidez	Participación Dinamia	46,35%
Valoración según comparables	52.559	62.911	76.143	49.377	60.248	42.173	19.546	
						Descuento por iliquidez		30%
<b>Medias</b>	<b>7,2x</b>	<b>13,7x</b>	<b>19,6x</b>	<b>6,8x</b>				
DEGUSSA AG	5,9x		17,5x	4,4x				
RHODIA SA	6,4x			3,7x				
CIBA SPECIALTY CHEMICALS-REG	8,4x	14,0x	24,5x	10,0x				
CLARIANT AG-REG	5,7x			4,5x				
CRODA INTERNATIONAL PLC	8,9x	13,2x	19,5x	10,7x				
CHR HANSEN HOLDING-B	7,8x			7,5x				
SOLVAY SA	7,4x	14,0x	17,1x	7,0x				

## Net TV



### Televisión digital terrestre en abierto

Fecha de Inversión:	Junio 2000
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Importe de adquisición:	115 miles de euros
<b>Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:</b>	<b>1,5%</b>
<b>Valoración a 30.06.2002 (miles de euros): 115</b>	

### Resumen de la Transacción:

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

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

### Descripción de la compañía

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

### Valoración

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

## Grupo Robbialac



### Fabricación y comercialización de pinturas

Fecha de Inversión:	Diciembre 1999
Cantidad invertida:	14.635 miles de euros
Fecha cierre de contabilidad:	31 de Diciembre
<b>Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:</b>	<b>33,37%</b>
<b>Valoración a 30.06.2002 (miles de euros): 16.052</b>	

#### Resumen de la Transacción:

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

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

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

EBITDA*	EBIT
6,0x	6,9x

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

#### Descripción de la compañía

El grupo Robbialac está formado por Tintas Robbialac y Duraval y dedica su actividad a la fabricación y comercialización de pinturas en Portugal y España respectivamente.

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

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

La compañía basa su liderazgo en su imagen de marca y su efectiva red de distribución, que incluye 46 tiendas propias que representan el 50% de las ventas. El elevado grado de

productividad, su eficiente red de distribución y su posición en pinturas de gama alta, hacen de Robbialac una empresa altamente rentable.

Duraval produce y vende pinturas decorativas e industriales, barnices y resinas en el mercado español. Está también especializada en el segmento de la decoración, con un 60% de sus ventas procedentes de esta actividad que vende, fundamentalmente, a través de canales especializados. La compañía está posicionada en la gama media tanto en calidad como en precio. Duraval tiene una cuota en el mercado español del 4% y está especialmente presente en Madrid, Andalucía y Galicia.

## Dirección de la compañía

El equipo directivo es altamente experimentado y de alto nivel. Está liderado por D. Carlos Pacheco, que ha sido el responsable de la excelente evolución en ventas y resultados de los últimos diez años. Los diez ejecutivos clave de la compañía han tomado participaciones accionariales en el capital de la misma.

## Cuenta de Pérdidas y Ganancias

\*Cifras en miles de euros

	Real 30.06.2002	Real 30.06.2001	Presupuesto 30.06.2002	Auditoría 31.12.2001	Presupuesto 31.12.2002	Previsión 31.12.2002
Ingresos de Explotación	<b>41.962</b>	41.019	44.435	85.133	89.698	84.072
EBITDA	<b>9.375</b>	8.228	9.998	18.577	20.073	18.888
EBIT	<b>8.138</b>	6.922	8.746	15.560	17.562	16.467
BAI	<b>5.484</b>	3.811	6.112	9.365	12.043	11.466
Beneficio del ejercicio	<b>3.765</b>	2.539	4.166	7.170	8.253	8.425

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

## Balance de Situación

\*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	Real 30.06.2002	Auditoría 31.12.2001	<u>PASIVO</u>	Real 30.06.2002	Auditoría 31.12.2001
Inmovilizado	<b>14.369</b>	14.159	Fondos Propios	<b>37.433</b>	43.458
Fondo de Comercio	<b>73.920</b>	83.708	Deuda y asimilados	<b>68.277</b>	68.901
Activo Circulante	<b>40.576</b>	37.397	Pasivo Circulante	<b>26.952</b>	26.394
Tesorería	<b>3.797</b>	3.489			
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>132.662</b>	138.752	<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>132.662</b>	138.752

## Evolución durante el primer semestre de 2002

Robbialac ha tenido un comportamiento muy satisfactorio durante el primer semestre, afrontando de forma acertada la difícil coyuntura económica, especialmente en Portugal. El muy buen control de los gastos fijos ha permitido mejorar el EBITDA en un 10% frente al año anterior aunque no se han alcanzado los resultados del exigente presupuesto. La mejora del product mix y de los precios de las materias primas, ha permitido mejorar también sustancialmente el margen bruto, a pesar de cierta contracción de la demanda.

En circulante se pretende mejorar el presupuesto por lo que prácticamente se alcanzará la cifra de cashflow y endeudamiento final presupuestado, aunque la cuenta de resultados no llegue a las cifras del presupuesto.

## 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 50.580 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 16.881 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 57.298 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 19.123 miles de euros.

Se mantiene la última valoración de la compañía realizada en Diciembre de 2001, en la que se valoraron los fondos propios del Grupo Robbialac en 48.096 miles de euros, lo que supone una **valoración de la participación de Dinamia de 16.052 miles de euros**, en línea con el más conservador de los anteriores criterios.

### Grupo Robbialac

cifras en miles de euros

	Ventas	EBITDA	EBIT	B° Neto	C-F	Deuda Neta	(a 30.06.2002)
Resultados estimados a 31.12.2002	84.072	18.888	16.467	8.425	10.846	64.480	

#### 1) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPRA

-

	Ventasx	EBITDAx	EBITx	Media	Participación Dinamia
Múltiplos de compra	1,4x	6,0x	6,9x		33,37%
Valoración	53.814	49.451	48.475	50.580	16.881

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

	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF	Media	Ajustado por iliquidez	Participación Dinamia
					81.855	57.298	19.123
Valoración según comparables	70.715	80.827	73.837	102.040			33,37%
						Descuento por iliquidez	30%
<b>Medias</b>	<b>7,2x</b>	<b>8,8x</b>	<b>8,8x</b>	<b>9,4x</b>			
CIN-CORP INDUSTRIAL DO NORTE	5,3x	6,7x	7,5x	5,1x			
SP GROUP A/S	4,0x	6,2x		13,4x			
FLUGGER A/S-B SHS	5,7x	7,9x	7,8x	5,6x			
RPM INC/OHIO	7,8x	9,6x	11,0x	8,1x			
VALSPAR CORP	12,4x						
IMPERIAL CHEMICAL INDS PLC	6,7x	10,3x		13,1x			
AKZO NOBEL	8,2x	12,2x		11,1x			

## Industrias Anayak, S.A.



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

Fecha de Inversión:	Septiembre 1999
Cantidad invertida:	7.033 miles de euros
Fecha cierre de contabilidad:	31 de Diciembre
<b>Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:</b>	<b>63,06%</b>
<b>Valoración a 30.06.2002 (miles de euros): 7.033</b>	

### Resumen de la Transacción:

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

El resto del accionariado se reparte de la forma siguiente:

- Equipo directivo 36,94%

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

EBITDA*	EBIT	B° Neto
4,4x	6,3x	7,5

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

### Descripción de la compañía

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

Las máquinas se adaptan a las especificaciones de cada cliente e incluso las compradas en Taiwan (aunque, eso sí, comercializadas bajo la marca Anayak y con su servicio técnico) sufren modificaciones para satisfacer las necesidades específicas de cada comprador. Las fresadoras de Anayak incluyen la tecnología más avanzada en sus cabezales, lo que le permite trabajar en cinco ejes, esto es, son capaces de producir elementos esféricos y otras formas geométricas complejas. Por otra parte, dos características esenciales diferencian a las máquinas de Anayak con respecto a los competidores: el cabezal rígido y las cinco vías (en lugar de tres) sobre las que reposa y

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

## Dirección de la compañía

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

## Cuenta de Pérdidas y Ganancias

\*Cifras en miles de euros

	Real 30.06.2002	Real 30.06.2001	Presupuesto 30.06.2002	Auditoría 31.12.2001	Presupuesto 31.12.2002
Ingresos de Explotación	15.232	15.367	16.367	29.311	29.521
EBITDA	1.338	1.225	1.606	2.801	2.947
EBIT	888	810	1.167	2.046	2.126
Beneficio antes de impuestos	927	756	1.044	1.938	1.903
Beneficio del ejercicio	695	605	783	1.540	1.522

## Balance de Situación

\*Cifras en miles de euros

ACTIVO	Real	Auditoría	PASIVO	Real	Auditoría
	30.06.2002	31.12.2001		30.06.2002	31.12.2001
Inmovilizado	5.738	5.942	Fondos Propios	9.962	9.043
Activo Circulante	16.903	14.961	Acreedores a largo plazo	2.156	1.935
Tesorería	637	1.512	Deuda a corto plazo	1.821	704
TOTAL ACTIVO	23.278	22.415	Pasivo Circulante	9.339	10.734
			TOTAL PASIVO	23.278	22.415

## Evolución durante el primer semestre de 2002

A nivel de resultados, el presente año se cerrará con cifras similares a las del año anterior, aprovechando la fuerte captación de pedidos del año anterior y los buenos márgenes que están proporcionando las nuevas familias de máquinas diseñadas y desarrolladas en los dos años anteriores. Sin embargo, el mercado está sufriendo una contracción de la demanda en el sector de la máquina-herramienta, como consecuencia de la ralentización económica en los principales mercados de la compañía. Todavía es pronto para evaluar como afectará esta situación a los resultados de Anayak, aunque la política de máxima subcontratación y flexibilidad de la compañía, le permitirá afrontar esta situación, si se confirma, mejor que el resto de sus competidores.

## Valoración

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

- Según los múltiplos de compra de la compañía, se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 10.497 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 6.619 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 11.138 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 7.024 miles de euros.

Se mantiene su valoración a coste de adquisición, esto es, **una valoración de la participación de Dinamia de 7.033 miles de euros**, en línea con las valoraciones anteriores.

**Industrias Anayak, S.A.**

*cifras en miles de euros*

	Ventas	EBITDA	EBIT	B° Neto	C-F	Deuda Neta	(a 30.06.2002)
Resultados estimados a 31.12.2002	29.521	2.947	2.126	1.522	2.344	3.340	

**1) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPRA**

	EBITDAx	EBITx	P/E	P/CF	Media	Participación Dinamia
Múltiplos de compra	4,4x	6,3x	7,5x	4,6x		63,06%
Valoración	9.693	9.988	11.441	10.865	10.497	6.619

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

	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF	Media	Ajustado por iliquidez	Participación Dinamia
Valoración según comparables	18.927	16.093	16.132	12.496	15.912	11.138	7.024
						Descuento por iliquidez	30%
<b>Medias</b>	<b>7,6x</b>	<b>9,1x</b>	<b>10,6x</b>	<b>5,3x</b>			
AGIE CHARMILLES HOLDING-REG	10,1x						
GILDEMEISTER AG			7,2x	3,7x			
KENNAMEETAL HERTEL AG	7,2x	9,8x					
IWKA AG	5,1x	10,5x	12,4x	3,5x			
JOH. FRIEDRICH BEHRENS AG	5,1x	6,6x	11,9x	4,7x			
SANDVIK AB	8,7x	12,4x	16,0x	9,6x			
FIDIA SPA	10,1x						
STARRAG-HECKERT HOLDING-REG	11,9x		12,3x	7,0x			
NICOLAS CORREA SA	4,8x	10,0x	8,6x	3,9x			
INFRANOR INTER-BEARER	4,9x	5,5x	5,9x	4,8x			

## Cables Perti, S.A.



### Proveedor de cableado para automoción

Fecha de Inversión:	Julio 1999
Cantidad invertida:	5.782 miles de euros
Fecha cierre de contabilidad:	31 de Diciembre
<b>Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:</b>	<b>78,53%</b>
<b>Valoración a 30.06.2002 (miles de euros): 2.099</b>	

### Resumen de la Transacción:

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

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

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

EBITDA*	EBIT	B° Neto
3,7x	4,5x	6,1x

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

### Descripción de la compañía

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

Fruto de una mejora constante en los procesos de producción, reducción de costes y dedicación absoluta al desarrollo de mejoras y nuevas soluciones, le llevó en los años 90 a ir desplazando a otros fabricantes de su gama de productos.

### Dirección de la compañía

El Director General de la compañía, D. Cecilio Sáez de Zaitigui se apoya en su dilatada experiencia como Director General durante los últimos 15 años en las siguientes empresas:

- AUSA (96-98): Fabricante de vehículos de construcción y obra pública.
- Hispano Carrocera (93-95): Fabricante de autocares y autobuses.
- Chaffoteaux Ibérica (83-92): Fabricante de calderas para calefacción y equipos térmicos de gas.

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

## Cuenta de Pérdidas y Ganancias

\*Cifras en miles de euros

	Real 30.06.2002	Real 30.06.2001	Presupuesto 30.06.2002	Auditoría 31.12.2001	Presupuesto 31.12.2002
Ingresos de Explotación	2.810	6.704	3.297	10.855	6.564
EBITDA	119	1.136	288	1.198	297
EBIT	-49	896	124	908	10
BAI	-216	655	68	727	-209
Beneficio del ejercicio	-216	508	68	592	-209

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

## Balance de Situación

\*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	Real 30.06.2002	Auditado 31.12.2001	<u>PASIVO</u>	Real 30.06.2002	Auditado 31.12.2001
Inmovilizado	1.093	1.170	Fondos Propios	4.875	5.320
Fondo de Comercio	3.438	3.667	Acreedores largo plazo	309	287
Activo Circulante	1.677	1.661	Deuda a corto plazo	226	276
Tesorería	300	646	Pasivo Circulante	1.098	1.261
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>6.508</b>	<b>7.144</b>	<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>6.508</b>	<b>7.144</b>

## Evolución durante el primer semestre de 2002

Tal como estaba previsto durante el primer semestre se ha ido reduciendo la facturación a SEAT. Se está trabajando con nuevos fabricantes para poder suplir esta facturación en el año 2003, aunque aún se desconoce si podrán conseguirse los citados contratos, ya que los procesos de decisión son lentos en el sector y es posible que muchos de los proyectos en los que se está trabajando no madurarán hasta el 2004. Por otra parte, durante Agosto y aprovechando la caída de la actividad, se ha realizado el traslado a la nueva planta, con una mejor organización productiva con un menor coste.

## Valoración

Dada la mala evolución de la compañía durante el presente ejercicio y las incertidumbres asociadas a los contratos pendientes de confirmación para el año próximo, se provisiona el 50% de su valor en libros, lo que significa una valoración del 100% del capital de Perti de 2.672 miles de euros y una **valoración de la participación de Dinamia de 2.099 miles de euros.**

## Grupo Isolux



### Ingeniería y Montajes Industriales

Fecha de Inversión:	Junio 1999
Cantidad invertida:	14.424 miles de euros
Fecha cierre de contabilidad:	31 de Diciembre
<b>Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:</b>	<b>29,41%</b>
<b>Valoración a 30.06.2002 (miles de euros): 44.168</b>	

### Resumen de la Transacción:

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

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

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

EBITDA*	EBIT
6,3x	7,5x

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

### Descripción de la compañía

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

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

### Dirección de la compañía

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

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

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

## Cuenta de Pérdidas y Ganancias

\*Cifras en miles de euros

	Real 30.06.2002	Real 30.06.2001	Presupuesto 30.06.2002	Auditoría 31.12.2001	Presupuesto 31.12.2002
Ingresos de Explotación	<b>238.865</b>	251.658	263.189	515.469	546.900
EBITDA	<b>25.629</b>	25.707	27.974	53.524	61.200
EBIT	<b>21.527</b>	22.168	24.177	46.027	45.400
BAI	<b>18.449</b>	18.982	20.317	31.061	42.800
Beneficio del ejercicio	<b>13.275</b>	13.291	11.267	26.925	27.100

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

## Balance de Situación

\*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	Real 30.06.2002	Auditoría 31.12.2001	<u>PASIVO</u>	Real 30.06.2002	Auditoría 31.12.2001
Inmovilizado	<b>88.637</b>	79.563	Fondos Propios	<b>98.906</b>	92.474
Fondo de Comercio	<b>46.752</b>	47.978	Socios Externos	<b>1.326</b>	1.253
Activo Circulante	<b>253.613</b>	295.572	Acreedores largo plazo	<b>38.063</b>	35.323
Tesorería	<b>15.295</b>	18.740	Deuda a corto plazo	<b>1.764</b>	1.019
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>404.298</b>	441.853	Pasivo Circulante	<b>264.240</b>	311.784
			<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>404.298</b>	441.853

## Hechos posteriores a 30.06.2002: Venta de Isolux

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

## Valoración

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

- Según los múltiplos de compra de la compañía, se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 340.150 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 63.099 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 232.319 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 47.241 miles de euros.

Dado que el resultado obtenido con el segundo de estos criterios es similar al precio de venta de la participación en Isolux completada en Agosto de 2002, se ajusta la **valoración de la participación de Dinamia** al precio obtenido por su venta, esto es, **44.168 miles de euros**; dicho precio de venta implica una valoración del 100% del capital de Isolux de 210.357 miles de euros.

#### Grupo Isolux

*cifras en miles de euros*

	Ventas	EBITDA	EBIT	B° Neto*	C-F	Deuda Neta	(a 30.06.2002)
Resultados estimados a 31.12.2002	546.900	61.200	45.400	27.100	42.900	24.531	

#### 1) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPRA

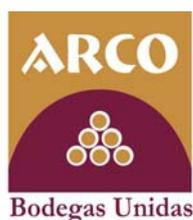
-

	EBITDAx	EBITx	Media	Participación Dinamia
Múltiplos de compra	6,3x	7,5x		18,55%
Valoración	362.224	318.075	340.150	63.099

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

	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF	Media	Ajustado por iliquidez	Participación Dinamia
Valoración según comparables	355.255	373.144	320.238	278.902	331.885	232.319	47.241
						Descuento por iliquidez	30%
<b>Medias</b>	<b>6,2x</b>	<b>8,8x</b>	<b>11,8x</b>	<b>6,5x</b>			
ABENGOA S.A.	4,8x	7,7x	13,7x	5,4x			
ACS ACTIVIDADES CONS Y SERV	8,0x	10,3x	11,9x	8,0x			
GRUPO DRAGADOS SA	7,2x	9,7x	11,5x	7,9x			
AMPER SA	4,8x	7,3x	10,1x	4,7x			

## Arco Bodegas Unidas



### Bodegas de vino

Fecha de Inversión:	Marzo 1999
Cantidad inicial invertida:	5.457 miles de euros
Ampliación de Capital Marzo 2001	12.020 miles de euros
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
<b>Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:</b>	<b>8,00%</b>
<b>Valoración a 30.06.2002 (miles de euros): 18.040</b>	

### Resumen de la Transacción:

En Marzo de 1999 Arco Bodegas Unidas (antiguo Grupo Berberana) reorganizó su accionariado con la compra a NH Hoteles (antigua Cofir) del 56% de su capital por parte de diversos socios, entre los que se encontraba Dinamia. En Marzo de 2000 se acometió una ampliación de Pta5.000m, de los que Dinamia suscribió Pta2.000m, con lo que su participación en el capital de la compañía se elevó hasta el 8%. El resto del accionariado queda repartido como sigue:

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

El precio 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 Señorío de Urdáiz y Bodegas Hispano Argentinas; adicionalmente elabora y comercializa Vinos Mediterráneos y otros Vinos de la Tierra. Sus principales competidores son Freixenet, Codorniu y Bodegas y Bebidas y otras muchas bodegas, de mucho menor tamaño.

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

## Dirección de la compañía

El equipo directivo, liderado por D. Víctor Redondo y que ostenta un porcentaje significativo del capital de la compañía, cuenta con gran experiencia en el sector y motivación (dada su involucración en el capital de la compañía) y es uno de los pilares de la excelente evolución de los resultados de la compañía en los últimos años.

## Cuenta de Pérdidas y Ganancias

\*Cifras en miles de euros

	Real 30.06.2002	Real 30.06.2001	Auditoría 31.12.2001	Presupuesto 31.12.2002
Ingresos de Explotación	67.935	68.615	208.735	239.838
EBITDA	3.312	6.537	21.024	22.348
EBIT	1.750	5.056	17.875	19.228
Beneficio antes de impuestos	3.234	4.627	18.351	18.202
Beneficio del ejercicio	2.950	4.309	13.830	13.621

## Balance de Situación

<u>ACTIVO</u>	Real 30.06.2002	Auditoría 31.12.2001	<u>PASIVO</u>	Real 30.06.2002	Auditoría 31.12.2001
Inmovilizado	51.582	44.547	F. Propios	98.687	102.874
Activo Circulante	105.973	107.023	Socios Externos	4.060	4.618
Tesorería	22.069	2.284	Deuda a largo plazo	24.070	6.128
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>179.624</b>	<b>153.855</b>	Deuda a corto plazo	5.494	4.048
			<b>Pasivo Circulante</b>	<b>47.313</b>	<b>36.186</b>
			<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>179.624</b>	<b>153.855</b>

## Evolución durante el primer semestre de 2002

El primer semestre de 2002 ha supuesto un nuevo record en el número de botellas vendidas, habiendo superado los 20 millones, con un crecimiento de más del 4% con respecto al año anterior. A nivel de resultados, sin embargo, se ha producido una caída de los mismos por efecto de una más agresiva política comercial que comenzará a dar sus frutos en el segundo semestre (en el que se generan más del 70% del total de las ventas anuales, dada la marcada estacionalidad de la compañía).

## 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 232.487 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 18.609 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 210.086 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 17.456 miles de euros.

Dado que no existen diferencias significativas 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.**

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

*cifras en miles de euros*

	Ventas	EBITDA	EBIT	B° Neto	C-F	Deuda Neta	(a 30.06.2002)
Resultados estimados a 31.12.2002	239.838	22.348	19.228	13.621	16.741	(2.984)	

**1) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPRA**

	EBITDAx	EBITx	P/E	P/CF	Media	Participación Dinamia
Múltiplos de compra	10,9x	12,3x	16,0x	13,5x		8,00%
Valoración	246.023	240.132	218.083	225.708	232.487	18.609

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

	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF	Media	Ajustado por iliquidez	Participación Dinamia
Valoración según comparables	327.129	369.870	285.862	263.343	311.551	218.086	17.456
						Descuento por iliquidez	30%
<b>Medias</b>	<b>14,5x</b>	<b>19,1x</b>	<b>21,0x</b>	<b>15,7x</b>			
BARON DE LEY	11,6x	12,8x	11,9x	10,7x			
BROWN-FORMAN CORP -CL A	12,0x	13,9x	21,3x	17,1x			
BODEGAS RIOJANAS SA	21,8x	32,6x		30,3x			
BRL HARDY LIMITED	13,9x	16,6x	20,3x	15,6x			
VINA CONCHA Y TORO S.A.	15,2x	20,1x	24,7x	17,2x			
CIA VINICOLA DEL NORTE DE ES	22,2x	30,5x	31,9x	22,2x			
FEDERICO PATERNINA, S.A.	15,7x			18,1x			
PETER LEHMANN WINES LIMITED	13,2x	14,5x	17,2x	15,3x			
ROBERT MONDAVI CORP-CL A	9,9x	21,6x	38,0x	8,4x			
VINA SAN PEDRO S.A.	8,9x	10,0x	10,7x	9,4x			
CHALONE WINE GROUP LTD (THE)	16,9x			15,3x			
SOUTHCORP LIMITED	12,9x	18,2x	12,8x	9,1x			

## Capital Safety Group



CAPITAL SAFETY GROUP LIMITED

### Fabricación de equipos de seguridad para el trabajo

Fecha de Inversión:	Enero 1999
Cantidad invertida:	5.836 miles de euros (incluye crédito a la participada)
Fecha cierre de contabilidad:	31 Marzo
<b>Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:</b>	<b>7,37%</b>
<b>Valoración a 30.06.2002 (miles de euros) 6.876</b> (incluye el crédito a la participada)	

### Resumen de la Transacción:

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

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

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

EBITDA*	EBIT
8,3x	9,0x

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

### Descripción de la compañía

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

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

## Dirección de la compañía

El equipo directivo, que ostenta el 10% del capital de la compañía, fue una de las razones fundamentales para llevar a cabo este MBO, dada su experiencia, motivación e involucración en el capital de la compañía y la excelente evolución de los resultados de la compañía en los últimos años. Todo ello ha convertido a CSG en el líder de su mercado.

## Cuenta de Pérdidas y Ganancias\*

\*Cifras en miles de euros

	3 meses Real 30.06.2002	3 meses Real 30.06.2001	3 meses Presupuesto 30.06.2002	12 meses Real 31.03.2002	12 meses Presupuesto 31.03.2003
Ingresos de Explotación	26.993	28.238	27.548	121.177	131.271
EBITDA	4.843	4.962	4.628	20.372	22.488
EBIT	4.423	4.551	4.231	18.692	20.828
Beneficio antes de impuestos	2.282	2.213	2.082	8.510	12.415
Beneficio del ejercicio	1.283	1.636	1.614	6.971	10.106

## Balance de Situación\*

<u>ACTIVO</u>	Real 30.06.2002	Real 31.03.2002	<u>PASIVO</u>	Real 30.06.2002	Real 31.03.2002
Inmovilizado	39.046	18.446	Fondos Propios	67.111	42.125
F. de Comercio	127.864	127.864	Crédito Accionistas	48.866	48.176
Activo Circulante	35.365	33.798	Acreedores a largo plazo	64.198	68.686
Tesorería	3.039	2.670	Deuda a corto plazo	6.699	5.888
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>205.314</b>	182.778	<b>Pasivo Circulante</b>	<b>18.440</b>	17.902
			<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>205.314</b>	182.778

## Descripción del mercado

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

## Evolución durante el primer semestre de 2002

CSG ha conseguido seguir con su trayectoria de crecimiento, a pesar, del difícil 2º semestre del ejercicio anterior, en el que los efectos del 11 de septiembre tuvieron un impacto negativo en los resultados de la compañía. El buen comportamiento del negocio europeo durante el presente ejercicio está compensando la lenta recuperación del negocio en EEUU, con lo que se están consiguiendo alcanzar las cifras del exigente presupuesto. Además, la buena gestión del circulante y control de las inversiones sigue permitiendo a la compañía mantener muy altos ratios de conversión de EBIT en caja, siempre por encima del 80%.

## 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 52.033 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 3.837 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 42.241 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 3.115 miles de euros.

### Capital Safety Group

*cifras en miles de euros*

	Ventas	EBITDA	EBIT	B° Neto	C-F	Deuda Neta*
Resultados a 31.03.2002	121.177	20.372	18.692	6.971	8.652	116.724

\*A 30.06.2002

#### 1) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPRA

	EBITDAx	EBITx	Media	Ajustado	Participación Dinamia
Múltiplos de compra	8,3x	9,0x			7,37%
Valoración	52.692	51.373	52.033	52.033	3.837

#### 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	13.013	69.330	91.374	67.657	60.344	42.241	3.115	
						Descuento por iliquidez		30%
Medias	6,4x	10,0x	13,1x	7,8x				
BUDERUS AG	6,1x	8,9x	12,6x	7,9x				
AIM GROUP PLC	6,5x	9,9x						
NOVAR PLC	5,9x	10,7x		11,0x				
WMH WALTER MEIER AG-BR	5,9x	8,7x	9,6x	5,4x				
KONE OYJ-B SHS	5,9x	8,2x	12,9x	8,1x				
CARDO AB	6,9x	10,4x	14,1x	7,6x				
UPONOR OYJ	6,0x	12,0x		6,8x				
TARKETT SOMMER AG	4,5x	8,0x	15,8x					
ULTRAFRAME PLC		12,7x	16,9x					
DECEUNINCK	7,1x	12,2x		8,3x				
SIG PLC	6,0x	7,8x	9,9x	6,7x				
WIENERBERGER AG	9,2x			8,6x				

Dado que no existen diferencias significativas con la última valoración efectuada en el anterior informe, se mantiene ésta (ajustada por el tipo de cambio), con lo que la **participación de Dinamia queda valorada en 3.109 miles de euros** (a los que hay que añadirle 3.767 miles de euros del crédito a la participada).

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

<i>Cifras en miles de euros</i>	Valor en libras	Valoración	Según tipo de cambio
			30.06.2002
Acciones	1 £ = 1,4304 €	1 £ = 1,4304 €	1 £ = 1,5389 €
Crédito	1 £ = 1,6434 €	1 £ = 1,6434 €	1 £ = 1,5389 €
Acciones	2.752	2.890	3.109
Crédito	3.529	3.529	3.305
Intereses devengados	494	494	462
<b>TOTAL</b>	6.775	6.913	<b>6.876</b>

## Deutsche Woolworth



### Cadena de 357 grandes almacenes en Alemania y Austria

Fecha de Inversión:	Diciembre 1998
Cantidad invertida:	4.309 miles de euros
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
<b>Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:</b>	<b>5%</b>
➤ DWW Deutsche Woolworth Holdings GmbH	4,94%
➤ DWW Beteiligungs GmbH	5,55%
<b>Valoración a 30.06.2002(miles de euros): -</b>	

### Resumen de la Transacción:

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

- Fondos gestionados por Electra y otros 85%
- Directivos y autocartera 10%

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

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

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

EBITDA*	EBIT
7,41x	12,20x

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

### Descripción de la compañía

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

El grupo tiene un importante patrimonio inmobiliario ya que, en el momento de la adquisición 118 de los 357 establecimientos eran propiedad del grupo, y estaban valorados en DM1.200m (Pta102.000m). Dicho patrimonio ha servido de soporte para el apalancamiento al que se ha sometido el grupo en la adquisición.

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

## Dirección de la compañía

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

## Cuenta de Pérdidas y Ganancias

\*Cifras en miles de euros

	Real 30.06.2002	Real 30.06.2001	Presupuesto 30.06.2002	Auditoría 31.12.2001	Presupuesto 31.12.2002
Ingresos de Explotación	422.967	446.250	430.034	981.094	931.582
EBITDA	(8.278)	(15.312)	(16.095)	752	(3.401)
EBIT	(17.589)	(24.450)	(27.549)	(19.522)	(27.024)
BAI	(17.662)	(44.271)	(37.201)	33.325	(29.432)
Beneficio del ejercicio	(17.876)	(44.287)	(37.210)	33.186	(27.024)

## Balance de Situación

\*Cifras en miles de euros

ACTIVO	Real	Auditoría	PASIVO	Real	Auditoría
	30.06.2002	31.12.2001		30.06.2002	31.12.2001
Acciones propias	1.709	1.092	Fondos Propios	37.786	54.988
Inmovilizado	339.148	394.077	Socios Externos	(9.212)	(8.523)
Activo Circulante	138.113	187.937	Deuda y asimilados	358.842	395.923
Tesorería	71.449	68.909	Pasivo Circulante	163.003	209.627
TOTAL ACTIVO	550.418	652.015	TOTAL PASIVO	550.418	652.015

## Evolución durante el primer semestre de 2002

El primer semestre del ejercicio ha supuesto el comienzo de las actividades del nuevo management de Woolworth. Durante el primer semestre se han comenzado a notar sus actuaciones en cuanto a contención de gastos. Por la parte de las ventas, el necesario rediseño de la oferta de Woolworth no tendrá su efecto hasta el segundo semestre, ya que las compras del primer semestre fueron realizadas por el anterior equipo.

Los resultados del primer semestre han superado tanto las cifras del presupuesto como las del año anterior y, lo que es más importante, la generación de cash-flow ha sido muy fuerte, gracias a una mejor gestión de existencias y a la venta de activos. La deuda neta se ha reducido así en unos € 40m.

## Valoración

Dada la mala evolución de la compañía, junto con las inciertas perspectivas de la economía alemana, se provisiona la totalidad de la participación de Dinamia en Woolworth, en tanto no se haga patente una clara recuperación de la compañía.

**Marie Claire, S.A.**

**MARIE CLAIRE**

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

Fecha de Inversión:	Julio 1998
Cantidad invertida:	4.820 miles de euros
Fecha cierre de contabilidad:	31 Marzo
<b>Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:</b>	<b>25,06%</b>
<b>Valoración a 30.06.2002: 7.266</b> (incluye el crédito a la participada)	

**Resumen de la Transacción:**

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

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

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

EBITDA*	EBIT
4,2x	6,0x

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

**Descripción de la compañía**

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

**Dirección de la compañía**

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

## Cuenta de Pérdidas y Ganancias

\*Cifras en miles de euros

	3 meses Real 30.06.2002	3 meses Real 30.06.2001	3 meses Presupuesto 30.06.2002	12 meses Auditoría 31.03.2002	12 meses Presupuesto 31.03.2003
Ingresos de Explotación	18.546	20.205	21.019	86.794	87.481
EBITDA	1.647	3.069	3.250	9.768	10.187
EBIT	831	2.399	2.453	6.604	6.999
Beneficio antes de impuestos	515	1.980	2.110	5.168	5.755
Beneficio del ejercicio	335	1.287	1.371	3.402	3.741

## Balance de Situación

\*Cifras en miles de euros

ACTIVO	Real 30.06.2002	Auditoría 31.03.2002	PASIVO	Real 30.06.2002	Auditoría 31.03.2002
Inmovilizado	14.769	14.805	F. Propios	31.413	30.893
Activo Circulante	48.800	52.194	Crédito Accionistas	1.542	1.542
Tesorería	8.813	3.863	Deuda a largo plazo	12.421	12.474
TOTAL ACTIVO	72.382	70.862	Deuda a corto plazo	10.460	8.755
			Pasivo circulante	16.546	17.198
			TOTAL PASIVO	72.382	70.862

## Descripción del mercado

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

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

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

## Evolución durante el primer semestre de 2002

Como se anticipaba en el anterior informe de valoración, Marie Claire ha cumplido el 100% de los objetivos económicos que se plantearon en su presupuesto, lo que ha supuesto un crecimiento del 5% en facturación respecto al año pasado.

Por divisiones, medias, que supone alrededor del 45% del volumen de ventas, ha mostrado una ligera contracción de alrededor del 4%, en línea con la evolución del mercado. Calcetines, que supone alrededor del 25% de la facturación, mantiene la tendencia de crecimiento continuado en el entorno del 3% y la división de confección, que supone alrededor del 35% restante, ha continuado como motor de crecimiento de la compañía con crecimientos superiores al 12%.

Los tres primeros meses del ejercicio en curso muestran sin embargo una cierta desaceleración en la actividad, aunque por no reflejar todavía las ventas de la campaña de invierno no pueden considerarse demasiado significativos. La caída está centrada en la división de medias y tiene su origen en el abandono de la línea textil por parte de un cliente relevante. La compañía, que posee una posición de líder en el mercado español, espera recuperar la práctica totalidad de estas ventas a través de otros clientes, por lo que a la fecha de elaboración de este informe se mantienen todos los objetivos recogidos en el presupuesto anual.

Con posterioridad a 30/06/2002 la Junta General de Accionistas de Marie Claire, aprobó el reparto de dividendo por primera vez desde que Dinamia participa en el capital lo que supondrá una rentabilidad del entorno del 6% de la inversión y será hecho efectivo durante la segunda mitad del año.

## 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 26.319 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 6.596 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 35.224 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 8.828 miles de euros.

Dado que el más conservador de los criterios no arroja diferencias significativas con la última valoración efectuada en el anterior informe, se mantiene ésta, con lo que la **participación de Dinamia queda valorada en 6.885 miles de euros** (a los que hay que añadirle 381 miles de euros del crédito a la participada).

Marie Claire, S.A.

cifras en miles de euros

	Ventas	EBITDA	EBIT	B° Neto	C-F	Deuda Neta*	(a 30.06.2002)
Resultados a 31.03.2002	86.794	9.768	6.604	3.402	6.566	15.610	

1) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPRA

	Ventasx	EBITDAx	EBITx	Media	Participación Dinamia
Múltiplos de compra	0,5x	4,2x	6,0x		25,06%
Valoración	30.138	24.996	23.821	26.319	6.596

2) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES

	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF	Media	Ajustado por iliquidez	Participación Dinamia
Valoración según comparables	54.886	52.010	42.588	51.795	50.320	35.224	8.828
						Descuento por iliquidez	30%
<b>Medias</b>	<b>7,2x</b>	<b>10,2x</b>	<b>12,5x</b>	<b>7,9x</b>			
GROUPE ZANNIER			10,9x	8,0x			
WOLFORD AG	10,5x			8,1x			
CSP INTL INDUSTRIA CALZE SPA	7,3x	17,7x		5,8x			
IC COMPANY S A/S	8,0x	14,8x	20,3x	7,0x			
SLIMMA PLC	4,2x	5,3x	6,5x	4,7x			
VILENZO INTERNATIONAL NV	9,0x	11,0x	15,3x	9,8x			
BIG STAR HOLDING AG				9,8x			
ALEXON GROUP PLC	5,0x	7,0x	9,4x	5,8x			
GERRY WEBER INTL AG	6,8x	8,1x	13,9x	10,0x			
VAN DE VELDE NV	6,9x	7,7x	14,1x	11,8x			

## Anexo

### Revisión de la valoración realizada por el gestor

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

Revisión de la valoración de la cartera de  
inversiones en participaciones de empresas  
no cotizadas a 30 de junio de 2002 realizada  
por el Gestor

KPMG Corporate Finance  
16 de septiembre de 2002  
*Este informe contiene 5 páginas*  
Ref: 2s16nrm2.doc

## Corporate Finance

Edificio Torre Europa  
Paseo de la Castellana, 95  
28046 Madrid

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

De acuerdo con sus instrucciones, hemos llevado a cabo los trabajos que a continuación se describen en relación con la revisión de la valoración de la cartera de inversiones de Dinamia Capital Privado, Sociedad de Capital Riesgo, S.A. (en adelante Dinamia o la Sociedad) a 30 de junio de 2002, realizada por N MÁS UNO Electra Capital Privado, Sociedad Gestora de Entidades de Capital Riesgo, S.A. (en adelante el Gestor), siguiendo, fundamentalmente, los criterios de valoración definidos por European Venture Capital Association (en adelante EVCA).

## 1 Antecedentes

Según hemos sido informados, las siguientes participaciones accionariales y créditos integran la cartera de inversiones de Dinamia en sociedades no cotizadas a 30 de junio de 2002 objeto de valoración:

Participaciones accionariales	Porcentaje de participación
Marie Claire, S.A.	25,06
DWW Deutsche Woolworth Holdings GmbH (Grupo Deutsche Woolworth)	4,94
DWW Beteiligungs GmbH (Grupo Deutsche Woolworth)	5,55
Capital Safety Group Limited	7,37
Arco Bodegas Unidas, S.A.	8,00
Grupo Isolux, S.A.	29,41
Cables Perti, S.A.	78,53
Industrias Anayak, S.A.	63,06
Nova Robbialac Industria Ibérica de Tintas, S.A. (Grupo Robbialac)	33,37
Sociedad Gestora de Television, NetTV, S.A.	1,50
Unión Derivan, S.A. (Grupo Undesa)	48,63
Educa Borrás, S.A.	39,73
People Communications, S.A.	5,98
Atención Empresarial, S.L.	28,87

<b>Créditos</b>	<b>Principal (miles de euros)</b>
Marie Claire, S.A.	373
Capital Safety Group Limited	3.305

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

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

El anexo al mencionado contrato de gestión recoge una descripción de los criterios a utilizar, los cuales están basados, fundamentalmente, en los propuestos por EVCA, que se resumen brevemente a continuación:

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

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

## 2 Objetivos de nuestro trabajo

El objetivo de nuestro trabajo ha consistido en efectuar una revisión de la razonabilidad de la valoración a 30 de junio de 2002 de la cartera de inversiones de Dinamia en sociedades no cotizadas preparada por el Gestor, de acuerdo, fundamentalmente, con los criterios de EVCA.

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

## 3 Información utilizada y procedimientos empleados

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

- Estados financieros disponibles, no auditados a 30 de junio de 2002 y presupuestos de las sociedades participadas que se han detallado en el apartado 1 anterior correspondientes al ejercicio 2002.
- Informe de valoración de Dinamia Capital Privado, S.C.R., S.A., junto con la información soporte de las valoraciones realizadas por el Gestor.
- Otra información utilizada en la realización de los trabajos para la emisión de nuestro informe de fecha 18 de marzo de 2002 relativo a la revisión de la valoración de la cartera de inversiones de la Sociedad a 31 de diciembre de 2001.

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

- Análisis de la valoración de las inversiones en sociedades no cotizadas realizada por el Gestor y de la adecuada aplicación, en su caso, de los criterios de EVCA.
- Comparación, en su caso, del valor asignado por el Gestor a las participaciones accionariales con su coste de adquisición, según la documentación soporte de compraventa o ampliaciones de capital de las mismas.

- Análisis y razonabilidad de la muestra de compañías comparables seleccionadas por el gestor para la aplicación de múltiplos en la valoración realizada de las participaciones accionariales en sociedades no cotizadas.
- Revisión de los cálculos matemáticos realizados en la valoración de la cartera de participaciones accionariales y créditos.
- Mantenimiento de diversas conversaciones con la Dirección de Dinamia con el propósito de recabar otra información que se ha considerado de interés para la realización de nuestro trabajo o para aclarar aspectos sobre los que ya habíamos sido informados.
- Revisión de la valoración de los créditos concedidos, de acuerdo con su nominal más los intereses devengados y pendientes de cobro a 30 de junio de 2002.
- Obtención de una carta firmada por el Gestor donde se nos comunica que hemos sido informados de todos aquellos aspectos de interés que pudieran afectar a la realización de este trabajo.

## 4 Aspectos a considerar

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

A este respecto, debemos señalar que al objeto de tener en cuenta la situación, evolución y características específicas de alguna de las inversiones, se han aplicado criterios alternativos de valoración como contraste de los criterios generales EVCA.

## 5 Conclusión

Conforme a la información de que hemos dispuesto, al trabajo realizado de acuerdo a los objetivos y alcance del mismo que se han detallado anteriormente, no se ha puesto de manifiesto ningún asunto de importancia que indique que deban introducirse modificaciones en la valoración a 30 de junio de 2002, que se incluye como anexo a este informe, de la cartera de inversiones de Dinamia Capital Privado, Sociedad de Capital Riesgo, S.A. realizada por N MÁS UNO Electra Capital Privado, Sociedad Gestora de Entidades de Capital Riesgo, S.A., de acuerdo fundamentalmente con los criterios EVCA.

*Dinamia Capital Privado, Sociedad de Capital Riesgo, S.A.  
Revisión de la valoración de la cartera de inversiones  
en participaciones de empresas no cotizadas de la  
Sociedad a 30 de junio de 2002 realizada por el Gestor*

Anexo

Valoración de la cartera de inversiones de la Sociedad a  
30 de junio de 2002 realizada por el Gestor

*(Este anexo debe ser leído junto con el informe  
de KPMG de fecha 16 de septiembre de 2002)*

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

A la atención de  
D. Antonio Márquez González

Madrid, 16 de septiembre de 2002

Muy señor mío:

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

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

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

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



sociedad gestora de

**DINAMIA**

Padilla, 17  
28006 Madrid

Teléfono 91 745 84 48  
Fax 91 431 64 60

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

A la atención de  
D. Antonio Márquez González

Madrid, 16 de septiembre de 2002

Muy señor mío:

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

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

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

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



sociedad gestora de

**DINAMIA**

Padilla, 17  
28006 Madrid

Teléfono 91 745 84 48  
Fax 91 431 64 60

De acuerdo con estos criterios, NMÁS1 ELECTRA valora las participaciones y créditos participativos y otros créditos concedidos a las sociedades participadas que integran su activo a 30 de Junio de 2002 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%	6.885,3
Deutsche Woolworth (1)	5,00%	0,0
Capital Safety Group Limited	7,37%	3.108,8
Arco Bodegas Unidas, S.A.	8,00%	18.040,0
Grupo Isolux, S.A.	29,41%	44.167,5
Cables Perti, S.A.	78,53%	2.098,5
Industrias Anayak, S.A.	63,06%	7.033,4
Nova Robbialac Indústria Ibérica de Tintas, S.A.(2)	33,37%	16.052,1
Soc. Gest. de Televisión NetTV, S.A.	1,50%	115,0
Unión Deriván S.A. (3)	48,63%	14.157,8
Educa Borrás, S.A.	39,73%	3.005,1
People Communications, S.A.	5,98%	1.392,9
Atención Empresarial, S.L.	28,87%	8.514,3
<b>TOTAL</b>		<b>124.570,6</b>

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

(2) Grupo Robbialac

(3) Grupo Undesa

b) Créditos Participativos y otros Créditos a Participadas

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

Sociedad Participada	Miles de Euros		
	Nominal	Intereses Devengados	Total
Marie Claire, S.A.	373,2	7,5	380,7
Capital Safety Group Limited	3.305,1	462,3	3.767,4
<b>Total créditos a participadas</b>	<b>3.678,3</b>	<b>469,7</b>	<b>4.148,0</b>

Atentamente,



Jorge Mataix

Consejero Delegado

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