
Informe de Valoración



31 de diciembre de 2010

NAV por acción 10,74 €

NAV por acción ajustado¹ 10,28 €

Elaborado por
N+1
Private Equity

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

Índice

	<u>Página</u>
Introducción y principios de valoración.....	3
Net Asset Value a 31 de diciembre de 2010	4
Resumen de la valoración de la cartera de inversiones.....	5
Evolución del sector de Capital Privado en el segundo semestre de 2010.....	6
Evolución de la actividad durante el segundo semestre de 2010.....	7
Hechos posteriores a 31 de diciembre de 2010.....	8
Comisión de éxito de la Sociedad Gestora Nmás1 Capital Privado	9
Evolución del Net Asset Value.....	10
Información agregada del valor de la cartera.....	11
Compañías integrantes de la cartera de inversiones:	
MBA	13
Electra Partners Club 2007 LP.....	14
Xanit.....	15
ZIV.....	16
Alcad.....	17
Laude.....	18
Serventa.....	19
Cristher.....	20
Holmes Place Iberia.....	21
éMfasis.....	22
Bodybell.....	23
Grupo Segur Ibérica.....	24
High Tech Hoteles.....	25
Arco Bodegas Unidas.....	26
Nicolás Correa.....	27
Anexo:	
Revisión de la valoración realizada por el gestor (Informe de Deloitte).....	28

Introducción y principios de valoración

El presente informe tiene como objeto realizar una aproximación a la valoración del patrimonio de Dinamia Capital Privado S.C.R., S.A. a 31 de diciembre de 2010, realizado por la entidad gestora Nmás1 Capital Privado, S.G.E.C.R., S.A.

La cartera de inversiones de Dinamia está formada por distintos tipos de activos cuyos métodos de valoración se detallan a continuación:

- **Compañías no cotizadas**

Las inversiones recientemente adquiridas, así como aquellas que desde la adquisición no han alcanzado la madurez suficiente como para que la aplicación de otro método de valoración resulte más adecuada, se valoran por su coste de adquisición menos, en su caso, las correcciones oportunas.

Para el resto de inversiones se han aplicado los criterios valorativos establecidos por la EVCA (European Venture Capital Association) -normas internacionalmente aceptadas para la valoración de la cartera de sociedades participadas por sociedades de capital riesgo. En concreto, se asigna como valoración a cada una de estas inversiones el menor valor derivado de la aplicación de los siguientes métodos:

- Valoración aplicando múltiplos de compañías cotizadas comparables² sobre estimaciones de diciembre para el cálculo de Deuda Financiera Neta y EBITDA.
- Valoración aplicando múltiplos a los que Dinamia adquirió las compañías a las estimaciones de diciembre para el cálculo de Deuda Financiera Neta y EBITDA.

Por tanto, en las valoraciones de la cartera de participadas de Dinamia no se produce un incremento de valor como consecuencia de un re-rating de múltiplos puesto que no se utiliza un múltiplo superior al de compra.

En ambos casos, el valor de la inversión una vez descontada la deuda financiera neta se otorga en primer lugar al principal del préstamo participativo (si lo hubiere) y a los intereses devengados. La parte excedentaria del valor, una vez cubierto el préstamo participativo se otorga al capital a razón del porcentaje de participación que se ostente en cada inversión.

No obstante, 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, en cuyo caso quedará expresamente indicado. En cada una de las fichas de las participadas se detalla el método de valoración empleado.

- **Compañías cotizadas**

Las participaciones en sociedades cotizadas figuran por su valor de mercado a la fecha de valoración, entendiéndose por valor de mercado su precio de cotización al cierre del día de valoración (o el hábil inmediatamente anterior).

- **Fondos de Capital Riesgo**

Las inversiones en fondos de capital riesgo se han valorado aplicando el último valor liquidativo calculado y utilizando el tipo de cambio del euro contra la libra esterlina de 31 de diciembre de 2010.

² Fuente de los múltiplos utilizados: Bloomberg. Datos a 31 de diciembre de 2010

Net Asset Value a 31 de diciembre de 2010

Con lo antes expuesto, el resultado obtenido es un **Net Asset Value por Acción de 10,74 €.**

Net Asset Value por acción al 31 de diciembre de 2010

	NAV a 31.12.2007	NAV a 31.12.2008	NAV a 31.12.2009	NAV a 30.09.2010	NAV a 31.12.2010
<i>*Datos en miles de euros, excepto por acción</i>					
Acciones	124.120	93.383	69.647	72.110	69.053
Créditos a participadas	106.553	80.312	61.183	46.243	40.119
Total Cartera no cotizada y créditos a participadas	230.673	173.695	130.830	118.353	109.172
Cartera cotizada (GNC)	7.785	4.913	3.806	2.178	2.319
Fondos Capital Riesgo	0	2.350	1.060	1.196	1.147
Tesorería y asimilados	91.509	44.547	80.802	60.650	57.635
Otros Activos	1.581	2.064	3.780	2.623	2.575
TOTAL ACTIVOS	331.548	227.569	220.278	184.999	172.848
Pasivos	(610)	(3.527)	(2.076)	(1.892)	(1.402)
TOTAL ACTIVOS NETOS	330.938	224.043	218.202	183.107	171.445
Ajuste por dividendos julio 2008	(8.379)				
Ajuste por dividendos julio 2009	(8.379)	(8.379)			
Ajuste por dividendos julio 2010	(11.172)	(11.172)	(11.172)		
TOTAL ACTIVOS NETOS ajustados	303.008	204.492	207.030	183.107	171.445
Nº de acciones	11.970.000	11.970.000	15.960.000	15.960.000	15.960.000
NAV por acción	27,65 €	18,72 €	13,67 €	11,47 €	10,74 €
NAV por acción ajustado por dividendos	25,31 €	17,08 €	12,97 €	11,47 €	10,74 €
Incremento de valor del NAV por acción ajustado por dividendo	7,3%	(32,5%)	(23,6%)	(11,6%)	(6,3%)
Cotización del Ibex 35	15.182,3	9.195,8	11.940,0	10.514,5	9.859,1
Crecimiento del Ibex 35	7,3%	(39,4%)	29,8%	(11,9%)	(6,2%)
Cotización del Ibex Small Caps	14.601,8	6.231,4	7.327,6	6.254,5	5.985,5
Crecimiento del Ibex Small Caps	(5,4%)	(57,3%)	17,6%	(14,6%)	(4,3%)
Cotización Dinamia	2,10	9,2	10,1	8,6	8,8
Crecimiento de Dinamia	(10,7%)	(56,1%)	9,8%	(14,9%)	2,1%
Descuento (Premium) sobre NAV ajustado	17,1%	46,1%	22,1%	25,0%	18,3%
Descuento (Premium) sobre NAV ajustado sin la tesorería	24,5%	59,0%	36,3%	37,4%	27,5%

Resumen de la valoración de la cartera de inversiones

Valoración de la cartera al 31.12.2010											
cifras en miles de euros											
	%Dinamia	Coste de adquisición posición actual	Inversión neta hasta la fecha	EQUITY		CRÉDITOS		TOTAL	TOTAL	TOTAL	TOTAL
				Valoración	Total Créditos	CARTERA	CARTERA	CARTERA	CARTERA		
				31.12.2010	31.12.2010	31.12.2010	30.09.2010	31.12.2009 ⁽¹⁰⁾	31.12.2008 ⁽¹¹⁾		
Arco Bodegas Unidas, S.A. ⁽¹³⁾	8,00%	17.051	15.458	8.232	-	8.232	8.831	9.013	12.571		
High Tech Hotels & Resorts, S.A. ⁽¹²⁾	26,00%	15.452	9.656	8.665	-	8.665	-	-	16.917		
Grupo Segur Ibérica	17,86%	10.451	10.451	12.744	115	12.859	15.025	14.695	10.391		
Bodybell ⁽³⁾	14,35%	26.483	3.908	-	-	-	-	-	-		
Énfasis ⁽⁴⁾	44,90%	8.113	8.113	-	8.989	8.989	8.294	8.119	4.967		
Holmes Place ⁽⁵⁾	21,33%	9.070	9.070	-	4.756	4.756	7.515	6.678	7.734		
Grupo Cristher ⁽⁶⁾	44,47%	12.025	12.025	-	6.140	6.140	5.462	7.095	12.025		
Serventa	48,82%	11.568	11.568	7.531	-	7.531	15.784	15.283	13.148		
Laude ⁽⁷⁾	49,27%	18.542	18.542	-	-	-	-	-	9.740		
Alcad	37,68%	9.847	9.847	-	-	-	-	-	-		
ZIV	37,25%	11.734	11.734	-	-	-	-	14.065	12.894		
Xanit ⁽⁸⁾	32,85%	23.558	23.558	-	-	-	5.670	11.530	19.167		
MBA ⁽⁹⁾	36,74%	31.066	31.066	31.765	20.234	51.999	51.771	44.352	31.640		
TOTAL ACCIONES NO COTIZADAS		204.960	174.996	68.937	40.234	109.172	118.353	130.830	151.194		
				[A]	[D]	[A] + [D]					
Grupo Nicolás Correa Anayak ⁽²⁾	12,57%	4.915	2.599	2.319	-	2.319	2.178	3.806	4.913		
TOTAL ACCIONES COTIZADAS		4.915	2.599	2.319	-	2.319	2.178	3.806	4.913		
				[B]							
Electra Partners Club 2007 LP ⁽¹⁾	10,00%	4.014	4.014	1.147	-	1.147	1.196	1.060	2.350		
TOTAL PARTICIP. FONDOS CAPITAL RIESGO		4.014	4.014	1.147	-	1.147	1.196	1.060	2.350		
				[C]							
TOTAL CARTERA (A+B+C+D)		213.889	181.609	72.403	40.234	112.638	121.726	135.696	158.457		

(1) Fondo de capital al riesgo domiciliado en el Reino Unido

(2) Valoración resultante de aplicar el precio de mercado a 31.12.2010 a la participación de Dinamia. Coste de adquisición de la posición actual vs inversión bruta (suma de importes aportados).

(3) Dinamia participa en Bodybell a través del vehículo The Beauty Bell Chain, S.L.

(4) Dinamia participa en Énfasis a través del vehículo Énfasis Billing & Marketing Services, S.L.

(5) Dinamia participa en Holmes Place a través del vehículo HP Health Clubs Iberia, S.A.

(6) Dinamia participa en el Grupo Cristher a través del vehículo Grupo Gestión Integral Novolux Internacional, S.A.

(7) Dinamia participa en Laude a través de los vehículos Colegios Laude, S.L. y Colegios Laude II, S.L.

(8) Dinamia participa en Xanit a través del vehículo Leucorodia, S.L.

(9) Porcentaje referido únicamente a acciones ordinarias.

(10) Proforma. Valoración a 31 de diciembre de 2009 para todas las inversiones vivas a 31.12.2010. No se incluyen aquellas desinversiones realizadas durante el ejercicio 10.

(11) Proforma. Valoración a 31 de diciembre de 2008 para todas las inversiones vivas a 31.12.2010. No se incluyen aquellas desinversiones realizadas durante el ejercicio 10.

(12) Incluye inversión en Hoteles Tecnológicos, S.A. por 885 miles de euros.

(13) Coste de adquisición de la posición actual vs inversión bruta (suma de importes aportados).

Evolución del sector de Capital Privado en el segundo semestre de 2010

Inversión

De acuerdo a los datos preliminares recopilados por webcapitalriesgo.com en colaboración con ASCRI, el volumen de inversión llegó a los 3.435 millones de euros durante el año 2010, lo que supone un incremento del 106% con respecto al año 2009, un 11.6% más que el 2008, pero un 23% menos que en 2007.

Los grandes fondos internacionales han sido los principales impulsores de esta subida, representando el 68% del capital total invertido. Las operaciones apalancadas (LBO) representaron el 56% del volumen invertido en 2010, mientras que las operaciones de capital expansión representaron el 31%.

El número total de operaciones cerradas (nuevas y ampliaciones) en 2010 se ha situado en 823, lo que representa un descenso del 10.8% con respecto al año anterior (923 operaciones); la reducción del número de operaciones es reflejo del mayor tamaño de operaciones realizadas durante el periodo.

Atendiendo al número de operaciones según la tipológica de inversión, se realizaron 17 *buyouts* (2%) durante el año 2010, frente a los 22 realizados en 2009. El 65% de las transacciones se llevaron a cabo en empresas en expansión (533), frente al 32% de operaciones en empresas en etapas iniciales (262) y un 1% (11) en otros.

Con respecto a las operaciones de *middle market*, sector en el que opera Dinamia, se contabilizaron 29 operaciones entre los 10 y 100 millones de euros de capital invertido¹, 10 menos que las llevadas a cabo en el año 2009.

En el segmento de transacciones por encima de los 100 millones de euros, se contabilizaron 6 operaciones durante el 2010 frente a 1 operación realizada en 2009, experimentando una notable recuperación. No obstante, el 79% de las operaciones del sector implicaron desembolsos inferiores al millón de euros.

Atendiendo a la clasificación sectorial destacó el 34% del volumen invertido en compañías de la categoría otros servicios, le siguieron el sector de las comunicaciones (20,5%), productos de consumo (10,1%), informática (10,1%) y transporte (5,4%).

Desinversión

El volumen de las desinversiones, a precio de coste, se estima a cierre de 2010 en 1.395 millones de euros, lo que supone un aumento del 61% con respecto al ejercicio anterior. En número de operaciones se ha desinvertido en 260 de ellas, un 9% menos que en 2009.

Según el mecanismo de desinversión utilizado, el 40% del volumen desinvertido en 2010 fue a través de ventas a terceros (34 operaciones), y salidas a bolsa (7 operaciones), mientras que el 19% y el 22% estuvieron relacionados con el reconocimiento de minusvalías (28 operaciones) y otras situaciones, como consecuencia de reestructuraciones financieras, respectivamente. Las operaciones de *Secondary-Buy-outs* (venta a otros fondos de capital privado) se mantuvieron al mismo nivel que en 2009 con 12 operaciones.

Nuevos recursos captados

Los nuevos recursos captados en 2010 se estimaron en €3.070 millones, lo que supone un crecimiento del 161,5% respecto al 2009. Es importante señalar que el 76% de estos nuevos fondos se debe a la aplicación de fondos paneuropeos a operaciones concretas de inversión. El restante 24% han sido captados por entidades nacionales, algunas de ellas relacionadas con el sector público. La captación de nuevos fondos sigue siendo uno de los mayores retos de la industria para los próximos años.

Perspectivas

Tras el parón de actividad en 2009 y la recuperación iniciada en 2010, el primer trimestre de 2011 comienza con fuerza con varias operaciones relevantes pendientes de aprobación. Un dato esperanzador, es la llegada de grandes fondos americanos al sector en España (entre ellos Blackstone, para la compra de Mivisa, junto a Dinamia y N+1 Private Equity Fund II), pudiéndose deducir que existen oportunidades atractivas para invertir en España. Por el lado de la deuda bancaria, aunque sigue siendo a un coste elevado, estamos observando una paulatina mayor predisposición de las entidades a estudiar operaciones de activos solventes. En el entorno observado en 2010 de precios altos de cierre de las operaciones, continúa siendo un reto encontrar compañías con una visibilidad adecuada que permitan generar el retorno a la inversión esperado. No obstante, estamos empezando a observar un paulatino ajuste de precios. Las operaciones de consolidación del mercado local además de la expansión internacional vía adquisiciones, se perfilan como las principales alternativas de inversión. También pueden surgir oportunidades por la puesta en venta de negocios no estratégicos en grupos industriales en proceso de reestructuración, así como de la reordenación ya en curso del sector financiero, desinvirtiendo las entidades de créditos de su cartera de participadas no cotizadas.

¹ Estos datos recogen tanto posiciones mayoritarias como minoritarias

Evolución de la actividad durante el segundo semestre de 2010

Inversión

Con fecha 29 de julio de 2010, Grupo Bodybell (The Beauty Bell Chain, S.L. y sociedades filiales) completó con éxito una operación de refinanciación de su balance con sus entidades acreedoras. Como parte dicho proceso, Dinamia ha contribuido a la operación descrita con 4,9 millones de euros.

Con fecha 4 de Agosto de 2010, fruto de un acuerdo entre los accionistas de Holmes Place y el equipo directivo, se inició un proceso por el cual tres miembros del equipo se convertirán en accionistas de la sociedad y aportarán 430 miles de euros a la compañía. Como consecuencia de esta operación la participación accionarial de Dinamia pasará de tener 188.959 acciones representativas del 21,00% de la sociedad a 186.958 acciones representativas de 20,77% de la sociedad (sin ajuste por autocartera).

Con fecha 27 de diciembre de 2010 ZIV Aplicaciones y Tecnología, S.L. ha llevado a cabo una ampliación de capital por importe de 1.300 miles de euros. Dinamia asumió 48.425 participaciones por un importe de 484 miles de euros.

El pasado 4 de noviembre de 2010 Dinamia acordó, junto con el resto de accionistas de High Tech Hotels & Resorts, la constitución de Hoteles Tecnológicos 2010, S.A. cuyo objeto será llevar a cabo un nuevo proyecto de inversión que contempla el desarrollo de cinco nuevos hoteles. La nueva sociedad comparte el mismo reparto accionarial que High Tech Hotels & Resorts. Para ello, Dinamia aportó 650 miles de euros como fondos propios y 235 miles de euros como préstamo.

El día 29 de Diciembre de 2010 Dinamia junto a N+1 Private Equity Fund II y los fondos gestionados o asesorados por los afiliados de The Blackstone Group han llegado a un acuerdo vinculante para adquirir el 100% del capital social del grupo Mivisa. El Grupo Mivisa es el mayor fabricante de envases de hojalata en España y el tercer mayor grupo en Europa con unas ventas aproximadas de €520 millones. La Compañía tiene presencia en más de 70 países, cuenta con un plantilla de más de 2.000 personas y dispone de 9 fábricas en España, Holanda, Hungría y Marruecos.

El atractivo para Dinamia se basa en el posicionamiento líder de Mivisa en un mercado que presenta buenos fundamentales, su relevante diversificación geográfica obteniendo un 55% de sus ingresos fuera de España, su modelo productivo diferencial en el sector que le confiere una mayor rentabilidad a la de sus competidores, así como en su equipo directivo, responsable del éxito de la compañía durante más de 25 años. El plan estratégico de la compañía se basa en continuar consolidando su posicionamiento en los mercados en los que está presente y continuar el proceso de expansión internacional en nuevos países tanto por la vía orgánica como inorgánica.

La operación está sujeta a aprobación por la Dirección General de Competencia de la Comisión Europea de la Unión Europea a la cual se le ha solicitado autorización a lo largo del mes de enero de 2011. Tras la mencionada aprobación Dinamia suscribirá y desemborsará hasta un máximo de 9 millones de euros por una participación minoritaria. Se espera que la transacción se cierre a mediados de abril de 2011.

Con fecha 29 de diciembre de 2010 Dinamia ha concedido un préstamo a Serventa por importe de 250 miles de euros.

Desinversión

Dinamia ha vendido al equipo directivo de la compañía por un euro su participación en Bestin Supply Chain. Dinamia tenía provisionada totalmente su inversión desde junio de 2009.

Hechos posteriores a 31 de diciembre de 2010

No se han producido hechos significativos posteriores a 31 de diciembre de 2010.

Comisión de éxito de la Sociedad Gestora Nmás1 Capital Privado

La comisión de éxito de la Sociedad Gestora depende únicamente de las plusvalías efectivamente conseguidas en la venta de las sociedades de la cartera. En cada operación de venta, Nmás1 Capital Privado devenga una comisión de éxito igual al 20% de la plusvalía obtenida, que sólo se hace efectiva una vez que se haya cubierto el coste de adquisición de todas las sociedades adquiridas en el mismo año que la vendida (incluyendo gastos de las transacciones y comisiones de gestión) y sujeto a una rentabilidad mínima igual a la TIR media del bono español a tres años durante el mes de diciembre del año en cuestión.

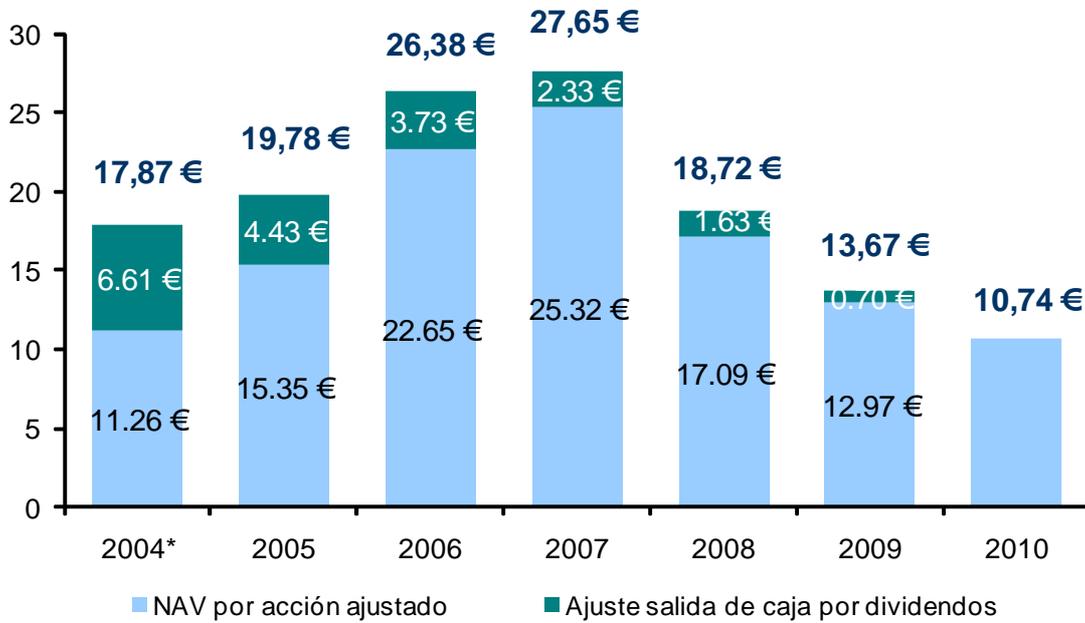
Se presenta a continuación una simulación del valor liquidativo de Dinamia en el hipotético caso en que todas las sociedades hubieran sido vendidas el 31 de diciembre de 2010 a un precio igual al de las valoraciones realizadas por Nmás1 Capital Privado y que se detallan en el presente informe:

Cálculo de la comisión de éxito teórica al 31.12.2010

NAV a 31.12.2010	171.445
Comisión de éxito teórica	(7.390)
Valor liquidativo a 31.12.2010	164.055
NAV por acción ajustado	10,28

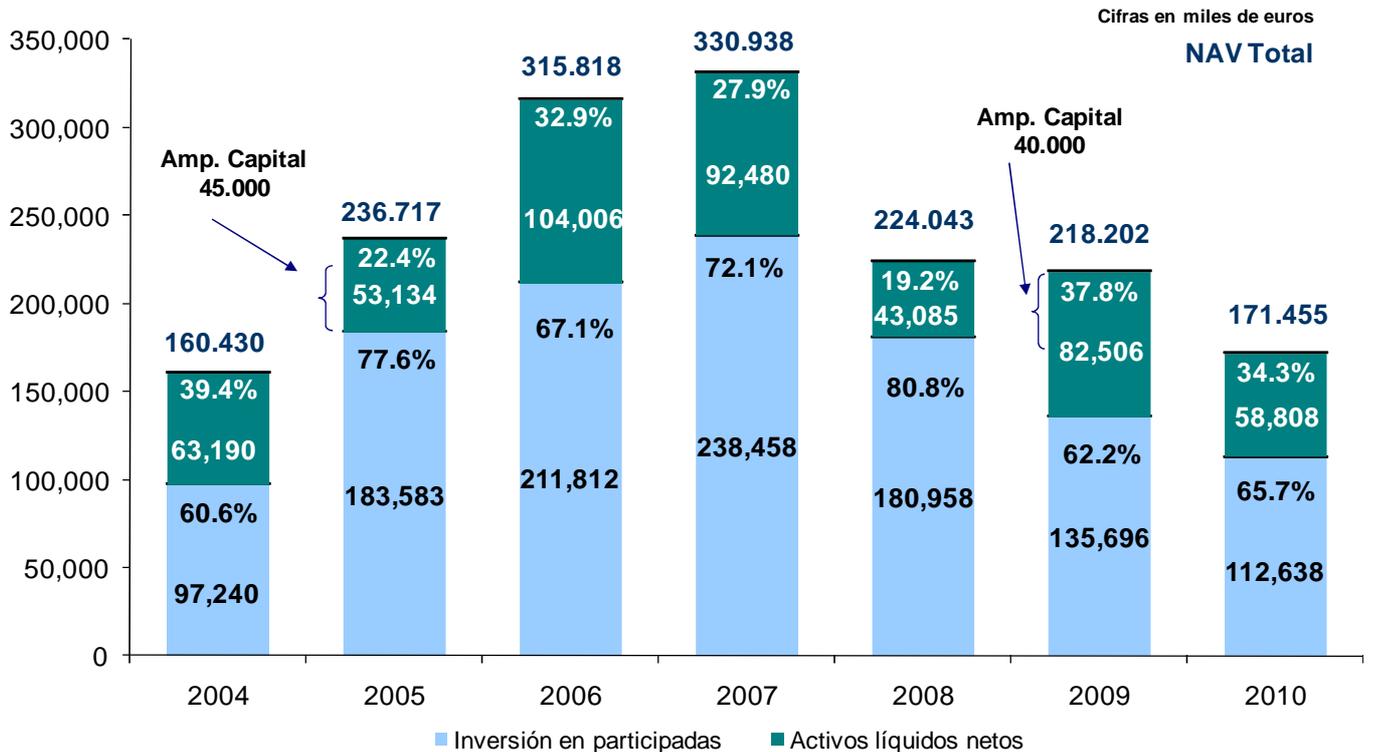
Evolución del Net Asset Value

Evolución NAV total por acción de Dinamia 2004-2010



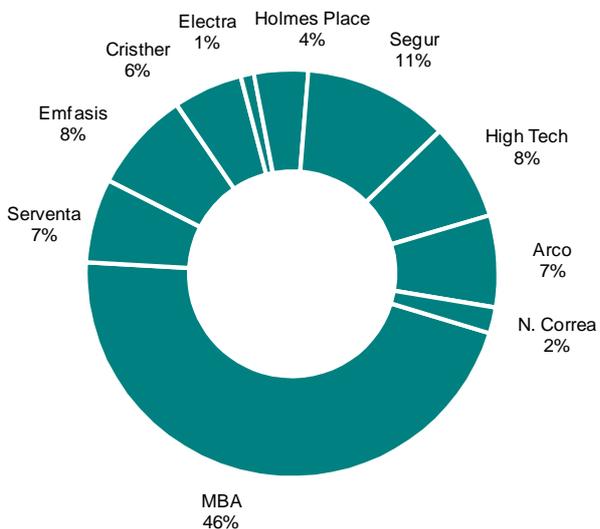
*Ajustado con ampliación de capital liberada de 2005

Evolución de los Activos Netos de Dinamia 2004-2010



Información agregada del valor de la cartera

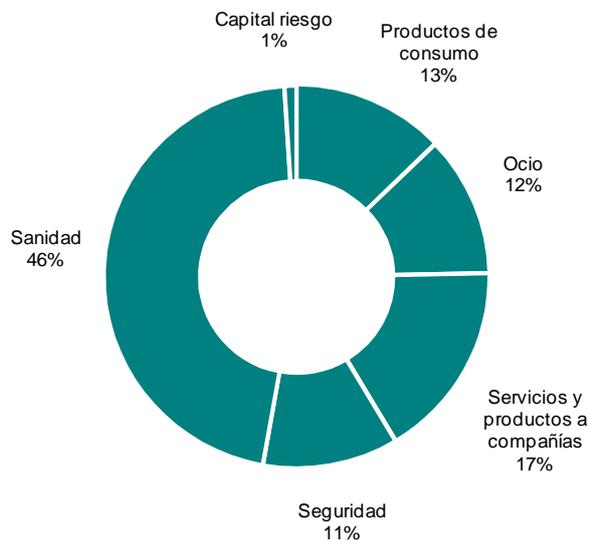
Composición de la cartera por compañías*



Compañías con NAV a cero a 31.12.10 con opción de valor: ZIV, Laude, Xanit, Bodybell y Alcad

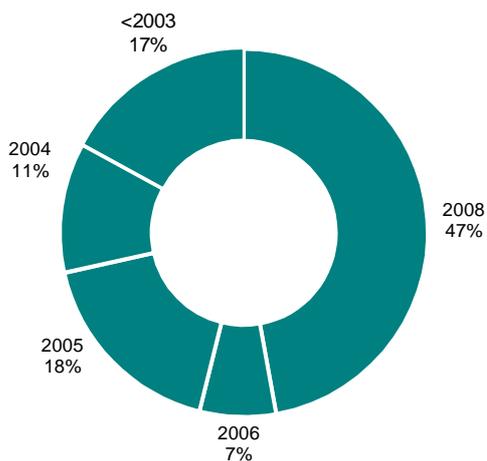
* NAV cartera a 31-12-10: 112,638 millones de euros

Composición de la cartera por sectores*



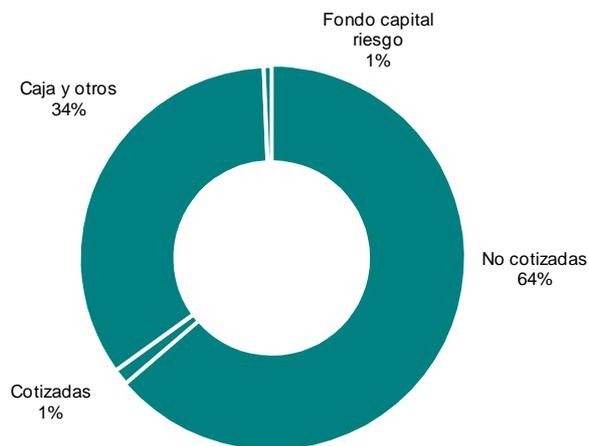
* NAV cartera a 31-12-10: 112,638 millones de euros

Diversificación de la cartera por añadas de inversión*



* NAV cartera a 31-12-10: 112,638 millones de euros

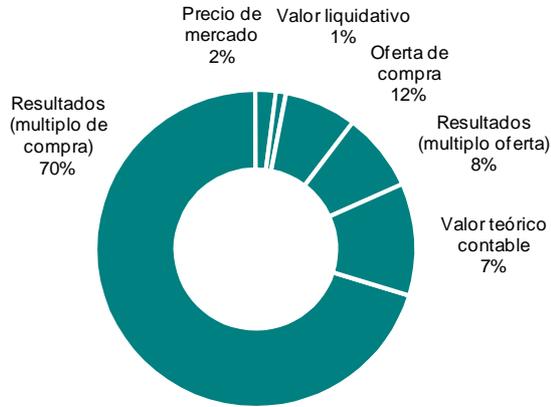
Desglose del NAV*



* NAV total a 31-12-10: 171,455 millones de euros

Información agregada del valor de la cartera (2)

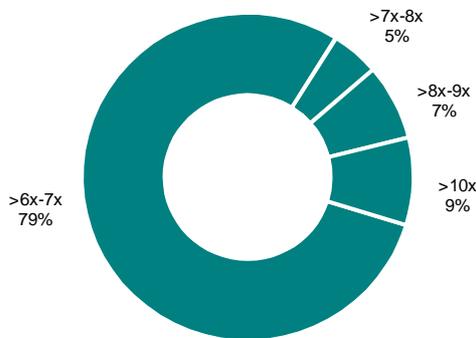
Desglose de la cartera por método de valoración*



* Para las compañías valoradas por el método de "Resultados", se emplea el menor del múltiplo de compra o el de cotizadas comparables sobre el Ebitda y con la Deuda Neta de cierre de 2010 (est.), salvo Emfasis (multiplo oferta).

Desglose de la cartera por múltiplo de valoración*

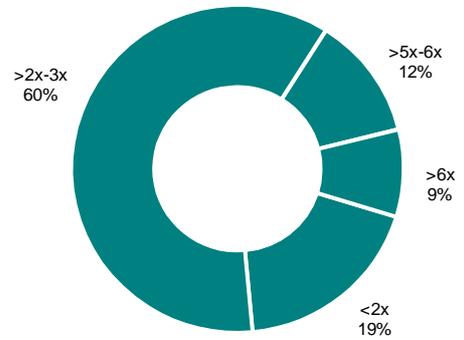
7.3x media ponderada



* EV/EBITDA 2010e, para las compañías con valor positivo y método empleado por "Resultados" y Oferta de compra

Desglose de la cartera por múltiplo de deuda*

3.2x media ponderada



* DFN y EBITDA 2010e, para las compañías con valor positivo y método empleado por "Resultados" y Oferta de compra

MBA

www.mba.eu

**DATOS DE LA INVERSION**

Miles de euros

Sector	Distribución de prótesis
Tipo de inversión	MBO
Fecha de adquisición	Julio 2008
Inversión hasta la fecha¹	31.066
Valoración a 30 de septiembre de 2010	51.771
Valoración a 31 de diciembre de 2010	51.999
Método de valoración	Múltiplo de compra ²
⁽¹⁾ Incluye préstamo participativo	
⁽²⁾ El múltiplo de compra fue 7,0 veces EV/EBITDA	

ACCIONISTAS DE LA COMPAÑÍA

Dinamia Capital Privado	36,7%
Nmas1 Private Equity Fund II	36,7%
Equipo Directivo	23,8%
Otros	2,8%

INFORMACION FINANCIERA

Datos en miles de Euros	Pro-Forma ¹ 31.12.2010	Real 31.12.2009	Real 31.12.2008
Pérdidas y Ganancias			
Ingresos de Explotación	96.937	82.915	77.689
EBITDA	31.841	26.781	23.575
Balance de Situación			
Activos Totales	219.813	179.507	178.401
Fondos Propios ²	114.151	85.912	79.906
Deuda Financiera Neta	81.369	70.936	79.375

¹ Datos de ventas y EBITDA Pro-Forma incluyendo (i) el impacto anualizado de la adquisición de Cormed en Bélgica (julio 2010) y (ii) otros conceptos de naturaleza extraordinaria

² Incluye Préstamo Participativo

Descripción de la compañía

MBA es el único operador independiente en Europa con presencia significativa en el mercado (en la actualidad la compañía opera en España, Bélgica, Italia, Portugal y Reino Unido), y cuarto operador en España, en la distribución de productos ortopédicos con una cuota de mercado del 14%.

El grupo está especializado en prótesis de rodilla, cadera, columna, fijación interna y externa, distribuidos bajo su propia marca. Además, MBA tiene una línea de negocio especializada en productos biológicos complementarios a su actividad principal bajo la marca BIOSER. Los clientes del grupo son, principalmente, hospitales públicos, si bien es cierto que también distribuye sus productos a aseguradoras privadas y particulares.

Descripción del mercado

El mercado de cirugía ortopédica y traumatología en Europa ha experimentado un crecimiento medio del 7% en el periodo 2004 – 2009. Durante el año 2010 se estima que el mercado ha evolucionado en la misma línea.

Los principales *drivers* del mercado de ortopedia son: (i) envejecimiento de la población, (ii) creciente conocimiento y éxito de este tipo de operaciones por la mejora de tecnologías e (iii) incremento de la demanda de reposición.

El mercado se encuentra muy fragmentado. En España el mercado está liderado por multinacionales fabricantes con presencia comercial como Stryker, Zimmer, Depuy (J&J) y Biomet con una cuota agregada del 68%.

Fundamentos de la inversión

- Posición de referencia en un mercado protegido ante cambios del ciclo económico.
- Modelo de negocio basado en inversión recurrente en instrumental para los clientes y la continua incorporación a la cartera de productos de la compañía de productos innovadores y de máxima calidad (claro enfoque en I+D+i).
- Fuerte imagen de marca, con reconocimiento internacional.
- Servicio de alto valor añadido al cliente a través de una relación cercana con los cirujanos y formación constante a médicos y comerciales propios.
- Oportunidades de expansión a nivel internacional de forma orgánica e inorgánica.

Evolución reciente y perspectivas para 2011

La compañía ha cerrado 2010 en línea con el mercado con un crecimiento de las ventas del 16% impulsado, principalmente, por el impacto de la adquisición de Cormed (Bélgica).

El proceso de reorganización interna iniciado a finales de 2008 ha permitido un mayor crecimiento de EBITDA que el experimentado por las ventas. Se espera que dicho proceso siga teniendo un impacto positivo en la rentabilidad del negocio a lo largo de 2011.

Asimismo, la compañía ha fortalecido su capacidad de gestión con la incorporación de gestores de primer nivel en aquellas posiciones o áreas geográficas que así lo requieran (Italia y Reino Unido).

En la actualidad, tras la adquisición de Cormed en Bélgica, la compañía se encuentra analizando nuevas oportunidades en mercados internacionales en los que todavía no está presente con el objetivo de trasladar a esos países las ventajas competitivas de la compañía (modelo de negocio, catálogo de productos, relación con proveedores internacionales, know-how tecnológico, etc.).

En base a la evolución durante el ejercicio 2010 en un ambiente macroeconómico complicado y de las oportunidades que el mercado internacional ofrece para una compañía con la imagen de marca y el modelo del negocio de MBA, se espera que durante los próximos años la compañía evolucione según el plan de negocio inicial.

Valoración a 31 de diciembre de 2010

Aplicando el menor de los métodos de valoración de i) múltiplo de compra y ii) múltiplos comparables sectoriales sobre los niveles de rentabilidad (EBITDA) esperados en 2010 de la compañía se obtiene una valoración de 51.999 miles de Euros. Se estima que existe mayor posibilidad de revalorización futura de esta inversión.

ELECTRA PARTNERS CLUB 2007 LP

www.electrapartners.com



DATOS DE LA INVERSION

Miles de euros

Sector	Fondo de capital riesgo
Tipo de inversión	Generalista
Fecha de adquisición	Junio 2008
Inversión hasta la fecha	4.014
Valoración a 30 de septiembre de 2010	1.283
Valoración a 31 de diciembre de 2010	1.147
Método de valoración	Valor liquidativo ¹
¹ a 30 de septiembre de 2010	

ACCIONISTAS DE LA COMPAÑIA

Dinamia Capital Privado	10,0%
Otros	90,0%

Descripción

Desde la salida a bolsa en Noviembre de 1997, y con objeto de diversificar sus inversiones, Dinamia decidió tomar una limitada exposición a la actividad de private equity en Europa (<10%). En este sentido, entre 1997 y 2007 se coinvertió con Electra y otras sociedades de private equity en 2 operaciones en Europa.

A finales de 2007 se decidió continuar con esta política de una forma más diversificada y estructurada, participando en un 10% en un fondo de capital riesgo denominado "Electra Partners Club 2007" de 100 millones de libras y, por tanto, con un compromiso de inversión de hasta 10 millones de libras con un horizonte temporal de 5 años.

La estrategia de inversión de Electra Partners Club 2007 encaja con la filosofía de Dinamia y tiene las siguientes características:

- **Objetivo geográfico:** Reino Unido: Las inversiones están basadas en empresas domésticas e Internacionales con sede o con presencia significativa en el Reino Unido. Se ha realizado un acercamiento en busca de oportunidades en otras partes de Europa Occidental.
- **Mid-market:** Las empresas objetivo de inversión tienen un enterprise value objetivo de entre 70-250 millones de libras, si

bien el límite superior puede aumentar si las circunstancias así lo aconsejan.

- **Inversiones de control:** Electra Partners Club 2007 invertirá en participaciones de control junto a Electra Private Equity Plc para asegurar así la consecución de una estrategia para la cartera de la compañía.
- **Flexible sobre el horizonte de la salida:** La estrategia de negocio debería conducir a los proyectos de salida de los inversores para optimizar el valor.

El equipo gestor (Electra Partners LLP) cuenta con una experiencia de más de 20 años en el segmento del middle-market en el Reino Unido.

Evolución reciente y perspectivas para 2011

Hasta la fecha, Dinamia ha desembolsado 3.141 miles de libras equivalentes a 4.014 miles de euros para la adquisición de dos inversiones y los gastos propios del fondo. Las dos inversiones son:

- **Nuaire**, uno de los fabricantes y distribuidores de referencia de sistemas de ventilación para oficinas e inmuebles residenciales en el Reino Unido. La compañía se ha concentrado en la distribución directa a los consumidores evitando a los distribuidores tanto del sector de Calefacción, Ventilación y Aire Acondicionado como del sector eléctrico. El racional de la inversión está basado en el incremento de la demanda y del valor de los productos de ventilación así como en los cambios en la normativa que regula la construcción de edificios y las preocupaciones medioambientales.

El comportamiento durante el año hasta septiembre ha sido respetable, en línea con el presupuesto, pero algo inferior al año anterior, motivado por la desaceleración del sector de la construcción, con un mejor comportamiento del mercado residencial que el comercial. Las expectativas para 2011 pasan por mantener los resultados y márgenes en un entorno de reducción del gasto público en el Reino Unido

- **Vasanta**, el segundo mayor distribuidor de productos de oficinas en el Reino Unido e Irlanda. Dado el deterioro general de su negocio, fue vendida en julio de 2009 a otro fondo sin obtener ingresos por la venta. La inversión fue completamente provisionada.

Valoración a 31 de diciembre de 2010

La valoración de la participación de Dinamia en Electra Partners Club 2007 se realiza por su valor liquidativo, que a 30 de septiembre de 2010 –último dato disponible- ascendía a 1.147 miles de euros.

XANIT

www.xanit.net



Xanit

Healthcare Management
DATOS DE LA INVERSION

Miles de euros

Sector	Hospitales
Tipo de inversión	MBI-Build up
Fecha de adquisición	Diciembre 2007
Inversión hasta la fecha¹	23.558
Valoración a 30 de septiembre de 2010	5.670
Valoración a 31 de diciembre de 2010	0
Método de valoración	Múltiplo de comparables ²
⁽¹⁾ Incluye préstamo participativo	
⁽²⁾ Comparables cotizadas más representativas: Community Health Systems, Universal Health Services y Life Point Hospitals. Múltiplo empleado en la valoración: 7,7 veces EV/EBITDA	

ACCIONISTAS DE LA COMPAÑÍA

Dinamia Capital Privado	32,9%
Nmas1 Private Equity Fund II	32,9%
Equipo Directivo	3,0%
Otros	31,2%

INFORMACION FINANCIERA

Datos en miles de Euros	Estimado ⁽²⁾ 31.12.2010	Pro-Forma ⁽¹⁾ 31.12.2009	Pro-Forma ⁽¹⁾ 31.12.2008
Pérdidas y Ganancias			
Ingresos de Explotación	30.156	40.369	34.494
EBITDA ⁽³⁾	1.889	3.623	2.418
Balance de Situación			
Activos Totales	75.800	91.472	84.839
Fondos Propios ⁽⁴⁾	42.778	53.479	55.639
Deuda Financiera Neta	19.534	21.135	19.577

⁽¹⁾ Cuentas auditadas de Grupo Xanit e información GMV ajustada al 66% participación en 2008 y al 100% en 2009

⁽²⁾ Cuentas de gestión de la compañía (Hospital Xanit). GMV desinvertido

⁽³⁾ EBITDA antes de gastos de la central y gastos no recurrentes

⁽⁴⁾ Incluye préstamo participativo

Descripción de la compañía

Xanit es un proyecto sanitario que tiene como objetivo crear uno de los grupos hospitalarios de referencia del país. El Grupo está formado actualmente por el Hospital Xanit Internacional, situado en Benalmádena (Málaga).

El Hospital Xanit comenzó su actividad en enero de 2006 y desde entonces se ha convertido en uno de los hospitales principales del sur de España, logrando una posición destacada en varias especialidades, como la oncología y la cirugía cardíaca.

El hospital desarrolla su actividad en un edificio de 13.000 m², dividido en cinco plantas, con capacidad total para 150 pacientes en

habitaciones individuales y suites, completamente equipadas. El hospital también dispone de un centro médico periférico situado en Fuengirola.

El mercado objetivo del Hospital cubre toda la Comunidad de Andalucía y puntualmente el resto del territorio nacional en determinadas especialidades.

El mercado hospitalario privado español se caracteriza por estar altamente atomizado y ser resistente a cambios de ciclo (según los datos de la asociación del sector ICEA, el número de asegurados en España se ha mantenido estable pese a la crisis en los 11 millones de personas). No obstante, la mayor competencia entre las aseguradoras ha derivado en una guerra de precios entre ellas la cual ha terminado impactando en las tarifas pactadas entre los hospitales y las aseguradoras. En lo que respecta al paciente extranjero, el año 2010 ha mostrado un repunte del turismo, rompiendo con dos años consecutivos de descensos.

Fundamentos de la inversión

- Sector fragmentado con perspectivas de consolidación.
- Resistencia a cambios de ciclo y fuertes crecimientos.
- Centros sanitarios de referencia en sus mercados.

Evolución reciente y perspectivas para 2011

Se prevé que el Hospital Xanit cierre el año 2010 con una caída en ventas del 9%, debida principalmente a la reducción de tarifas de las compañías aseguradoras nacionales. El buen comportamiento de las compañías extranjeras, debido al aumento del turismo en la zona y los esfuerzos comerciales realizados por el Hospital, ha compensado parcialmente dicha caída.

Asimismo, el Hospital ha conseguido suplir parcialmente esta caída en ventas con una reducción en su estructura de costes, lo cual ha derivado en un mantenimiento de los márgenes.

En relación con el centro Gabinete Médico Velázquez, que supuso la segunda adquisición del proyecto, se decidió desinvertir esta actividad durante 2010 con el objetivo de enfocar la creación de valor en el Hospital Xanit, que suponía más del 85% de la facturación.

A pesar de que se ha producido un retraso en el plan de negocio original, las perspectivas para el 2011 son positivas. El Hospital está centrando sus esfuerzos en incrementar la actividad tanto en pacientes nacionales como extranjeros, abriendo nuevos servicios y rediseñando otros con equipos médicos de prestigio. Todo esto viene apoyado por el refuerzo del equipo directivo que se ha realizado durante 2010.

Valoración a 31 de diciembre de 2010

Debido a la caída de actividad que el Hospital ha sufrido en 2010, la valoración del mismo se ha reducido a 0. No obstante, el equipo confía en el cumplimiento del Presupuesto elaborado para el año 2011, lo que conllevaría potenciales incrementos de la valoración.

Xanit continúa siendo el mejor activo en su mercado de referencia, con una cartera de clientes sólida y diversificada y con uno de los mejores equipos gestores del sector. Ha soportado bien el difícil año 2010 y existen evidencias que demuestran que los clientes nacionales, motor del hospital en los años anteriores, volverán a crecer en el año 2011.

ZIV

www.ziv.es

**DATOS DE LA INVERSION**

Miles de euros

Sector	Serv. y prod. eléctricos
Tipo de inversión	MBO-capital sustitución
Fecha de adquisición	Abril 2007
Inversión hasta la fecha¹	11.734
Valoración a 30 de septiembre de 2010	0
Valoración a 31 de diciembre de 2010	0
Método de valoración	Múltiplo de compra ²

⁽¹⁾ Incluye préstamo participativo
⁽²⁾ El múltiplo de compra es de 8,0 veces EBITDA

ACCIONISTAS DE LA COMPAÑÍA

Dinamia Capital Privado	37,3%
Nmas1 Private Equity Fund I	37,3%
Equipo Directivo	25,0%
Otros	0,5%

INFORMACIÓN FINANCIERA

Datos en miles de Euros	Previsto ⁽¹⁾ 31.12.2010	Real 31.12.2009	Real 31.12.2008
Pérdidas y Ganancias			
Ingresos de Explotación	36.903	38.095	56.271
EBITDA	1.045	2.128	13.801
Balance de Situación			
Activos Totales	88.365	88.902	97.054
Fondos Propios ⁽²⁾	45.482	46.571	48.096
Deuda Financiera Neta	25.943	21.357	31.053

¹ Cuentas de gestión sujetas a auditoría² Incluye préstamo participativo**Descripción de la compañía**

ZIV es uno de los principales fabricantes, distribuidores e instaladores de productos de protección, control, medida y telecomunicaciones para las compañías eléctricas.

Los productos de ZIV son críticos para el correcto funcionamiento de las subestaciones y redes eléctricas por lo que las ventas de ZIV están muy correlacionadas con las inversiones de las eléctricas en transporte, distribución y equipamiento de telecomunicaciones.

Descripción del mercado

El sistema de suministro eléctrico comprende el conjunto de medios y elementos útiles para la generación, el transporte y la distribución de la energía eléctrica. Este conjunto está dotado de mecanismos de control, seguridad y protección.

El consumo eléctrico en España se ha disparado en los últimos años y, según datos de la patronal del sector Unesa, en el período 1998-2008, ha subido un 56% hasta situarse en 271.000 gigavatios-hora (GWh). A la vista de las futuras inversiones previstas por el sector eléctrico en las distintas áreas de negocio se prevé que se continúe con las fuertes inversiones en el largo plazo en infraestructuras tanto

a nivel nacional como internacional, donde existe una fuerte correlación entre esta inversión y la demanda generada de producto de ZIV.

En 2009 descendió por primera vez el consumo de electricidad en España con respecto al ejercicio anterior lo que, unido a los movimientos corporativos en el mercado eléctrico y las disputas entre gobierno y eléctricas por el déficit de tarifa, se ha traducido en una menor inversión en la red de distribución durante 2009 y 2010.

No obstante en el año 2010 el consumo de electricidad ha vuelto a crecer, alrededor de un 3% con respecto al año anterior.

Fundamentos de la inversión

- Visibilidad de la evolución esperada en el mercado de referencia, marcada por la inversión de las compañías eléctricas.
- Posicionamiento de referencia en el mercado de protección y control, telecomunicaciones y medida de los activos eléctricos en España y uno de los únicos competidores que garantizan flexibilidad a sus clientes.
- Positiva valoración de sus clientes en términos de calidad de sus productos y atención al cliente.

Evolución reciente y perspectivas para 2011

ZIV, tras dos ejercicios excelentes por encima de sus previsiones iniciales, sufrió una caída en sus resultados durante 2009 que ha continuado en 2010. Las razones son los mencionados retrasos en el ritmo de inversión por parte de las compañías eléctricas tras los recientes movimientos corporativos producidos en el sector y la negociación entre eléctricas y Gobierno que está teniendo lugar en relación con el déficit de tarifa. Estos retrasos se traducen en una reducción en la contratación de proveedores tales como ZIV.

La compañía esperaba que en 2010 se hubieran resuelto los factores anteriores lo que se traduciría en un incremento de volumen de negocio significativo. No obstante las eléctricas durante 2010 han continuado reduciendo las inversiones debido a la incertidumbre en el marco regulatorio de las energías renovables, las negociaciones con el Gobierno en relación con las subidas de tarifas al cliente final y la lentitud en la integración de los equipos de compras de las compañías eléctricas tras los movimientos corporativos.

Después de haber analizado las perspectivas para los próximos años en un nuevo plan de negocio, la compañía espera una mejora considerable de resultados para 2011. Dicha mejora vendrá derivada en primer lugar del crecimiento en exportación a otros países como EEUU, Brasil o India, lo que permitirá diversificar el riesgo del mercado español. Este crecimiento se producirá como resultado del esfuerzo comercial y técnico realizado por la compañía, el cual se ha materializado en la firma de una *joint venture* con uno de los conglomerados eléctricos líderes a nivel mundial. Además de colaborar con el conglomerado en la *joint venture*, ZIV participará junto a él en otros proyectos a nivel mundial. Con respecto al mercado local, se espera una progresiva mejora una vez se vayan resolviendo las negociaciones entre eléctricas y gobierno. El control de costes que se ha llevado a cabo los últimos años va a continuar siendo una importante base para los resultados de 2011.

Valoración a 31 de diciembre de 2010

La aplicación de múltiplo de compra sobre el EBITDA estimado a cierre 2010 de la compañía conlleva una reducción total de la valoración. Consideramos que esta valoración es tremendamente prudente y que será corregida en el medio plazo una vez que se aclare la situación del mercado nacional además de que prosperen los proyectos internacionales y consecuentemente mejoren los resultados de ZIV.

La consecución del plan de negocio para 2011 conllevaría incrementos de valor durante el ejercicio.

ALCAD

www.alcad.net

**DATOS DE LA INVERSION**

Miles de euros

Sector	Telecomunicaciones
Tipo de inversión	MBO
Fecha de adquisición	Marzo 2007
Inversión hasta la fecha	9.847
Valoración a 30 de septiembre de 2010	0
Valoración a 31 de diciembre de 2010	0
Método de valoración	Múltiplo compra ⁽¹⁾

⁽¹⁾ El múltiplo de compra aplicado en la valoración es 5,4 veces EV/EBITDA**ACCIONISTAS DE LA COMPAÑIA**

Dinamia Capital Privado	37,7%
Nmas1 Private Equity Fund I	37,7%
Equipo Directivo	8,3%
Otros	16,3%

INFORMACION FINANCIERA

Datos en miles de Euros	Estimado 31.12.2010	Real 31.12.2009	Real 31.12.2008
Pérdidas y Ganancias			
Ingresos de Explotación	25,294	26,237	29,759
EBITDA	2,400	2,536	2,919
Balance de Situación			
Activos Totales	51,667	57,658	63,296
Fondos Propios	18,952	20,476	22,718
Deuda Financiera Neta	21,575	24,647	28,270

Descripción de la compañía

Fundada en 1988, la actividad de Alcad engloba desde la investigación, el diseño y la fabricación, hasta la puesta en el mercado de productos de alta frecuencia destinados a la recepción y distribución de señales de televisión digital y analógica en edificios residenciales. En 2001, las actividades se incrementaron con el desarrollo de la línea de porteros y video-porteros e intercomunicación, permitiendo entrar en este mercado aprovechando las sinergias en comercialización y la alta capilaridad en el territorio español.

La compañía tiene un importante departamento de I+D, el cual realiza un desarrollo continuo de nuevos productos (comunicación, domótica, etc.). En este sentido, recientemente ha incorporado una línea de negocio relacionada con el sector sanitario, dando muestras del continuo avance de la compañía en términos de I+D.

Descripción del mercado

La evolución del mercado en el que opera la compañía se ha visto influenciado durante los últimos ejercicios por varios factores:

Por un lado, el apagón analógico y la transición al modelo de televisión digital ha presentado un ritmo de adaptación y un volumen de negocio menor de lo esperado.

Por otro lado, se ha visto reducido el negocio asociado al mercado residencial como consecuencia de la crisis inmobiliaria.

En cuanto a la evolución del mercado internacional, durante el 2010 ha recuperado la senda de crecimiento que había tenido durante los últimos ejercicios y que se vio interrumpida por la crisis en 2009.

Fundamentos de la inversión

- Alcad mantiene una posición de liderazgo dentro del mercado de alta frecuencia soportada por las inversiones en I+D y por la calidad del producto
- Alta capilaridad en la distribución con un gran número de delegados y representantes que permiten a los instaladores un servicio rápido y de garantía.
- Fuerte proyección internacional con un alto reconocimiento de marca.
- Elevadas barreras de entrada en el mercado de alta frecuencia. La base instalada de productos, la red comercial (servicio prestado) así como la calidad del producto son tres de las principales barreras de entrada para nuevos competidores.

Evolución reciente y perspectivas para 2011

Durante el ejercicio 2010, la evolución del negocio nacional, principal línea de actividad, ha venido marcada por (i) la finalización del período de transición al modelo digital, y (ii) una desfavorable evolución del mercado residencial.

Sin embargo, el negocio internacional muestra signos de recuperación en los primeros meses del año, volviendo a la senda del crecimiento de los últimos ejercicios una vez superada el impacto inicial de la crisis internacional en 2009.

Ante este entorno de mercado, la compañía mantiene centrados sus esfuerzos en mejorar la eficiencia operativa como punto principal que permita la sostenibilidad de resultados ante la negativa evolución de las ventas y una limitada visibilidad de las mismas para los próximos meses.

Valoración a 31 de diciembre de 2010

Teniendo en cuenta la evolución del negocio durante el último período y la limitada visibilidad sobre la evolución del negocio en los próximos meses, se ha decidido, siguiendo un criterio de prudencia, mantener la valoración de Alcad conforme a los últimos períodos.

No obstante lo anterior, y en la medida en que (i) se consoliden nuevas oportunidades de negocio como la reasignación de frecuencias o la implantación de la televisión de alta definición, (ii) se produzca una progresiva recuperación de la economía internacional, y (iii) los niveles del mercado nacional de viviendas superen el ajuste actual que están teniendo, podría tener lugar una revalorización de la inversión actual.

LAUDE

www.colegioslaude.com

LAUDE
COLEGIOS**DATOS DE LA INVERSION**

Miles de euros

Sector	Educación Privada
Tipo de inversión	MBI-Build up
Fecha de adquisición	Junio 2006
Inversión hasta la fecha¹	18.542
Valoración a 30 de septiembre de 2010	0
Valoración a 31 de diciembre de 2010	0
Método de valoración	Múltiplo de comparables ²

⁽¹⁾ Incluye préstamo participativo
⁽²⁾ Comparables cotizadas más representativas: Career Education, Corinthian and Devry. Múltiplo empleado en la valoración: 4,4 veces EV/EBITDA

ACCIONISTAS DE LA COMPAÑÍA

Dinamia Capital Privado	49,3%
Nmas1 Private Equity Fund I	49,3%
Equipo Directivo	0,6%
Otros	0,8%

INFORMACION FINANCIERA

<i>Datos en miles de Euros</i>	Reporting	Auditado	Auditado
	31.08.2010	31.08.2009	31.08.2008
Pérdidas y Ganancias			
Ingresos de Explotación	38,330	39,523	38,742
EBITDA	3,506	3,708	4,713
Balance de Situación			
Activos Totales	69,437	68,180	69,352
Equity ¹	25,215	24,101	23,267
Deuda Financiera Neta	28,475	30,325	30,842

¹ Incluye Préstamo participativo**Descripción de la compañía**

Colegios Laude se ha configurado desde sus orígenes como una de las mayores cadenas de colegios privados bilingües de España, formando a alumnos con edades comprendidas entre los 2 y los 18 años. La cadena opera actualmente 7 colegios y 9 centros en diferentes ciudades españolas, además de un colegio en Reino Unido.

Descripción del mercado

El sector educativo pre-universitario reglado en España contó en 2009 con 7,6 millones de alumnos matriculados.

La coyuntura reciente ha hecho que el trasvase de alumnos experimentado de los centros públicos a los concertados y a su vez de los concertados a los privados invierta su tendencia de forma transitoria. Adicionalmente, se constata un paulatino desgaste del modelo de colegios concertados debido a la necesidad de aportaciones voluntarias de los padres para la financiación de los centros y la supeditación a la Administración Pública. En términos

generales, se espera que el ritmo de matriculaciones en los centros privados se recupere una vez se establezca la economía española.

Los centros educativos privados (no concertados) garantizan independencia frente a la Administración pues gozan de autonomía para establecer su régimen interno, determinar sus procedimientos de admisión y evaluación y fijar sus cuotas.

Fundamentos de la inversión

- Exceso de demanda sobre oferta. Existe una creciente demanda de centros privados debido a:
 - La creciente preocupación por la educación, que está llevando a las familias con rentas medias-altas a buscar una educación de mayor calidad para sus hijos.
 - La saturación de los centros públicos y concertados en los cursos infantiles.
- Oportunidad de consolidación del sector. Se trata de un sector muy poco desarrollado, con un grado de profesionalización bajo y altamente fragmentado.
- Sector en crecimiento. El número de alumnos pre-universitarios creció un 2,7% en 2009, sobre todo en Educación Infantil (+7,7%), donde los colegios privados están ganando cuota de mercado a los concertados y públicos.

Evolución reciente y perspectivas para 2011

La intensidad de la crisis económica ha impactado en el ejercicio 09/10 en un sector considerado tradicionalmente inmune al ciclo, y está llevando a algunos padres a tener que cambiar a sus hijos de colegios privados a colegios concertados por motivos económicos. A pesar de este hecho, el equipo directivo ha restablecido el negocio tanto desde el punto de vista de ingresos, frenando la caída en el número de alumnos, como de costes, manteniendo un control de los mismos.

Asimismo Laude continúa consolidando la excelencia educativa de sus colegios, como lo demuestra el 97% de aprobados en Selectividad en el último ejercicio.

Para el curso 2010/2011, Laude ha incrementado el número de alumnos un +1,6% hasta los 5.101 alumnos traduciéndose en un incremento en ingresos del 2,4%. No obstante este incremento en ingresos se compensará con un incremento de costes por el efecto inflacionista y la mayor actividad.

Valoración a 31 de diciembre de 2010

Las perspectivas de la cadena son positivas, una vez superados los meses más críticos de la crisis económica, y en la medida en que la ocupación actual de los colegios sigue siendo moderada (55-65%), lo que permitirá incrementar el número de alumnos en el medio y largo plazo sin necesidad de construir nueva capacidad. La mencionada recuperación de niveles históricos de actividad, junto con la previsible recuperación de los mercados (y múltiplos de valoración) hace prever una revalorización a medio plazo del valor de la compañía y de la inversión de DINAMIA en la misma.

Aplicando el método de valoración por múltiplos de cotizadas comparables sectoriales sobre un ejercicio con EBITDA en mínimos, ambos muy afectados en estos momentos de crisis, y restando la deuda, se obtiene un valor nulo.

No obstante la evolución reciente de la compañía hace confiar en una recuperación de los resultados en el medio-largo plazo con la consiguiente revalorización de la inversión.

SERVENTA

www.serventa.es

**DATOS DE LA INVERSION**

Miles de euros

Sector	Servicios de vending
Tipo de inversión	MBO-Build up
Fecha de adquisición	Abril 2006
Inversión hasta la fecha	11.568
Valoración a 30 de septiembre de 2010	15.784
Valoración a 31 de diciembre de 2010	7.531
Método de valoración	Múltiplo de compra ⁽¹⁾

¹ El múltiplo de compra aplicado en la valoración es 8,3 veces EV/EBITDA

ACCIONISTAS DE LA COMPAÑIA

Dinamia Capital Privado	48,8%
Nmas1 Private Equity Fund I	48,8%
Equipo Directivo	2,9%

INFORMACION FINANCIERA

Datos en miles de Euros	Estimado ⁽²⁾ 31.12.2010	Auditado 31.12.2009	Auditado PF ⁽¹⁾ 31.12.2008
Pérdidas y Ganancias			
Ingresos de Explotación	40.343	44.724	46.730
EBITDA	4.897	7.193	7.264
Balance de Situación			
Activos Totales	n.a.	56.047	57.927
Fondos Propios	n.a.	11.417	15.228
Deuda Financiera Neta	25.732	24.259	21.799

⁽¹⁾ Datos pro forma 2008 son debido a gastos extraordinarios y no recurrentes relacionados con la adquisición de sociedades y reestructuración del grupo, pero basado en Cuentas Anuales auditadas

⁽²⁾ Cuentas de gestión de la compañía

Descripción de la compañía

Serventa es una de las compañías de referencia en el sector de distribución de alimentos y bebidas a través de máquinas de vending.

Serventa gestiona un parque de más de 18.000 máquinas expendedoras de alimentos y bebidas que proporcionan servicios de vending a más de 4.000 empresas en toda la Península Ibérica.

La mayoría de los clientes de Serventa son compañías privadas u organismos públicos que requieren bebidas calientes, refrescos y alimentos para sus empleados.

Descripción del mercado

En el ejercicio 2009 el mercado español de vending tradicional facturó 1.085 millones de euros, habiendo decrecido un 10% respecto al año anterior. Durante el año 2010, se estima una disminución más moderada del mercado comenzando la recuperación a partir de 2011 con crecimientos anuales de entre un 2-5%.

El mercado está muy atomizado, representando las mayores empresas únicamente en torno al 20% del mercado, mientras que el 80% restante se lo reparten más de 14.000 empresas.

Fundamentos de la inversión

- Penetración de vending. El mercado español está muy poco desarrollado en comparación con el resto de mercados europeos, donde la penetración de las máquinas de vending es mucho mayor.
- Sector muy atomizado. El 97,5% de los operadores del sector en España cuenta con menos de 100 máquinas de vending.
- Cambio de tendencia. Existe una clara oportunidad para aquellos operadores que sean capaces de adaptar su oferta al cambio de conducta de los consumidores, que demandan un mayor servicio y un aumento de la oferta de productos de vending.

Evolución reciente y perspectivas para 2011

Durante el año 2010, Serventa se ha visto muy influenciada por la situación económica, afectando esta al consumo y al empleo, lo que ha supuesto para la compañía una importante disminución en su cifra de ingresos (disminución del 9% respecto al año anterior).

En dicho año, la compañía ha centrado sus esfuerzos en (i) reducción de los gastos operativos (ii) contención de las inversiones en máquinas de vending y otros activos así como (iii) en la captación de clientes de gran tamaño y menos afectados por el desempleo.

La compañía ha terminado de implantar un nuevo sistema de gestión (SAP) permitiendo un mayor control sobre las existencias, gastos operativos, etc. Este sistema supone una mejora en la calidad de los servicios prestados gracias a la optimización de la oferta de productos por cliente y a una mejora en la gestión de incidencias.

Para el año 2011, Serventa ha elaborado un plan estratégico basado en (i) incremento de las ventas mediante un plan de captación de clientes y (ii) mejora de la rentabilidad en los clientes actuales de la compañía gracias al mejor seguimiento por la implantación de SAP, así como (iii) mantenimiento de los gastos operativos y contención de la inversión.

Valoración a 31 de diciembre de 2010

La disminución de las ventas y consecuente bajada del EBITDA en 2010 de la compañía han implicado que la valoración de la compañía se haya depreciado un 52% hasta 7.531. En cualquier caso, el posicionamiento de liderazgo de Serventa y la evolución esperada de las medidas puestas en funcionamiento, permiten pensar en una revalorización futura de la inversión.

GRUPO CRISTHER

www.gruponovolux.com

Cristher
 Iluminación exterior

DATOS DE LA INVERSION

Miles de euros

Sector	Iluminación exterior
Tipo de inversión	MBI
Fecha de adquisición	Septiembre 2005
Inversión hasta la fecha¹	12.025
Valoración a 30 de septiembre de 2010	5.462
Valoración a 31 de diciembre de 2010	6.140
Método de valoración	Múltiplo de compra ²

⁽¹⁾ Incluye préstamo participativo⁽²⁾ El múltiplo de compra aplicado en la valoración es 6,5 veces EV/EBITDA

ACCIONISTAS DE LA COMPAÑÍA

Dinamia Capital Privado	44,5%
Nmas1 Private Equity Fund I	44,5%
Equipo Directivo	5,7%
Otros	5,3%

INFORMACION FINANCIERA

Datos en miles de Euros	Estimado ⁽¹⁾	Real	Real
	31.12.2010	31.12.2009	31.12.2008
Pérdidas y Ganancias			
Ingresos de Explotación	15,853	17,905	25,403
EBITDA	2,565	3,060	5,398
Balance de Situación			
Activos Totales	48,034	51,526	56,540
Fondos Propios ⁽²⁾	31,250	32,378	32,192
Deuda Financiera Neta	3,635	5,631	8,505

¹ Cuentas de gestión sujetas a auditoría² Incluye préstamo participativo

Descripción de la compañía

Cristher, a través de sus marcas Cristher, Dopo y Venezina es el único distribuidor puro en el subsector de la iluminación exterior privada en España y uno de los principales distribuidores en la Península Ibérica.

El grupo cuenta con dos marcas sólidas que son la referencia para instaladores, electricistas y almacenes de material eléctrico.

Esta posición permite al grupo tener un canal de distribución cautivo que, junto con un servicio de entrega, dos amplios catálogos y una red de fabricantes extranjeros en exclusiva para el mercado español ha permitido alcanzar una fuerte imagen de marca frente a clientes y proveedores.

Descripción del mercado

El mercado de iluminación exterior privado es un nicho dentro del mercado total de iluminación. Se trata de un nicho con mayor carácter técnico, que requiere generalmente el apoyo del instalador, lo que implica una labor de prescripción desde el instalador al cliente final.

El mercado de la iluminación se ha visto afectado desde mediados del ejercicio 2008 por la crisis del sector de la construcción y la caída del consumo en general. En los últimos ejercicios, el mercado ha decrecido alrededor de un 30%.

Fundamentos de la inversión

- Buen posicionamiento en el canal. Los instaladores actúan como prescriptores del producto Cristher y Dopo por la cantidad de referencias en el catálogo y los importantes descuentos obtenidos.
- Fuertes barreras de entrada. Dos marcas consolidadas que previenen de posibles entradas de otros competidores, buena red comercial y atomización de clientes y proveedores.
- El servicio de entrega y la amplitud de gama del catálogo son otros factores diferenciales frente a la competencia.

Evolución reciente y perspectivas para 2011

Las ventas del grupo se han visto negativamente afectadas durante el año 2010 cayendo un 11,5% respecto a 2009, en línea con la caída del mercado, por la bajada de la actividad en el sector de la construcción y del consumo, por un descenso en la reposición y un recorte del gasto en artículos que no son de primera necesidad.

La caída de la facturación ha afectado al resultado. Sin embargo, se ha realizado una gestión activa para mantener el margen bruto y un control de costes, manteniendo un resultado operativo positivo y una posición sólida de tesorería permitiendo afrontar todos sus compromisos con terceros. A finales de 2010 se ha reforzado el equipo directivo, en busca de acelerar y desarrollar las medidas de diversificación previstas para el año 2011. Los refuerzos del equipo directivo más significativos incluyen: (i) Incorporación de un nuevo director general con fuerte enfoque comercial y amplia experiencia en compañías similares a Cristher, (ii) Incorporación de un nuevo director comercial de exportación y nuevos canales, proveniente del principal competidor, (iii) Reorganización del área comercial con promoción interna del responsable de ventas a director comercial nacional.

Para el ejercicio 2011 se espera una coyuntura macroeconómica española difícil, en línea con lo experimentado en 2010. No obstante la compañía ha puesto en marcha una serie de medidas estratégicas para compensar el entorno macroeconómico. Las principales medidas son: (i) Diversificación hacia otros mercados geográficos como Sudamérica, N. de África e Italia además de introducción de nuevos canales de venta como el "Do it Yourself" (ej. Leroy Merlin); (ii) Mayor agresividad comercial y aumento de cuota de mercado mediante la modificación de esquemas retributivos tanto de la red propia como externa e introducción de una nueva gama de productos posicionada en un precio más competitivo, en línea con lo que demanda el mercado actual. Esta medida viene apoyada con la incorporación de nuevos proveedores asiáticos, lo que permitirá mantener el margen bruto y (iii) Entrada en el segmento de la iluminación interior lo que permitirá ofrecer una gama completa a los clientes. Así mismo se continuará con la política de control de costes para mantener el nivel de EBITDA. Lo anterior, unido a una efectiva gestión del stock y cobros de clientes, permitirá a la compañía continuar con la positiva generación de caja, reduciendo el nivel de endeudamiento en 2011.

Valoración a 31 de diciembre de 2010

La compañía tiene un bajo nivel de apalancamiento financiero y elevada tesorería que le permite mantener sus compromisos y obligaciones con las entidades financieras. De la valoración por múltiplo de entrada se obtiene un valor de la participación de Dinamia de 6.140 miles de euros (EBITDA 2010). Con la puesta en marcha de las iniciativas comentadas y a medida que el mercado de consumo y la situación económica mejoren, las ventas y EBITDA de la compañía recuperarán los datos históricos y, consecuentemente, la valoración volverá a niveles anteriores.

HOLMES PLACE

www.holmesplace.es


DATOS DE LA INVERSION

Miles de euros

Sector	Gimnasios
Tipo de inversión	MBO
Fecha de adquisición	Agosto 2005
Inversión hasta la fecha¹	9.070
Valoración a 30 de septiembre de 2010	7.515
Valoración a 31 de diciembre de 2010	4.756
Método de valoración	Múltiplo de compra ²
⁽¹⁾ Incluye préstamo participativo	
⁽²⁾ El múltiplo de compra aplicado en la valoración es 7,1 veces EV/EBITDA	

ACCIONISTAS DE LA COMPAÑIA

Dinamia Capital Privado	21,3%
Nmas1 Private Equity Fund I	21,3%
Equipo Directivo	8,3%
Otros	49,1%

INFORMACION FINANCIERA

Datos en miles de Euros	Pro-Forma ¹ 31.12.2010	Pro-Forma ¹ 31.12.2009	Real 31.12.2008
Pérdidas y Ganancias			
Ingresos de Explotación	65.698	68.067	72.887
EBITDA ²	10.564	12.797	14.057
Balance de Situación			
Activos Totales	157.134	169.767	176.306
Fondos Propios ³	21.227	34.070	37.386
Deuda Financiera Neta ²	54.405	54.077	58.765

¹ Ventas, EBITDA y Deuda Neta Pro-Forma ajustado por (i) los clubs en periodo de ramp-up debido a su reciente apertura, (ii) el cierre de un club en 2009 y (iii) otros gastos no recurrentes

² EBITDA y Deuda Neta calculados según el Plan General Contable de 1990 para corregir la reclasificación de alquileres

³ Incluye préstamo participativo

Descripción de la compañía

Holmes Place Iberia es el operador de gimnasios de gama alta de referencia en la Península Ibérica. El grupo tiene presencia en importantes ciudades como por ejemplo Madrid, Barcelona, Lisboa u Oporto.

Su origen proviene de los clubes que la cadena británica Holmes Place (a su vez, adquirida a finales de 2006 por la compañía Virgin Active) tenía en la Península Ibérica.

En la actualidad, la compañía gestiona una red de veintinueve centros (en régimen de alquiler) en España y Portugal, veintiséis bajo la marca Holmes Place, y tres bajo la marca Európolis. Además, opera ocho centros franquiciados bajo la marca "FitnessWorX" en Portugal.

Descripción del mercado

La reacción de los diferentes segmentos de mercado del sector frente al actual entorno económico está demostrando una mayor sostenibilidad de los modelos de negocio basados en productos de

calidad y atención al cliente. Los factores clave del negocio se mantienen con (i) un incremento de participación deportiva por parte de la población con ingresos por encima de la media y (ii) una población cada vez más concienciada con la forma física, la salud y los problemas que genera la obesidad.

El mercado ibérico de centros permanece muy fragmentado lo que supone una oportunidad para consolidar el sector.

Fundamentos de la inversión

- Sector en crecimiento. El incremento de la preocupación por la salud ha convertido el ejercicio físico en un hábito de vida. Los mercados portugués y español tienen un gran potencial de crecimiento al ser los índices de penetración (socios por habitante) inferiores a mercados como Reino Unido o Estados Unidos.
- Oportunidad de crecimiento en los centros existentes. Holmes Place Iberia incrementa constantemente los servicios que ofrece a sus socios (entrenador personal, masajes, etc.) lo que supone una mayor facturación por socio y una mayor fidelización. Asimismo, algunos centros están en maduración y se espera que incrementen el número de socios.
- Oportunidad de adquirir y abrir nuevos centros. Al presentar España y Portugal índices de penetración inferiores a otros mercados y existir cadenas monocentro, Holmes Place Iberia se sitúa como la mejor plataforma para consolidar un proyecto de crecimiento.

Evolución reciente y perspectivas para 2011

Durante el año, el negocio se ha visto impactado por el débil comportamiento del consumo en los países donde opera. Adicionalmente, la incertidumbre generada por el anuncio del posible incremento del IVA en el mercado portugués hizo que las ventas se ralentizaran en el último trimestre del año en Portugal (incremento finalmente no aplicado por el gobierno portugués).

A pesar de la coyuntura actual, en 2010 el grupo ha cerrado con unas ventas normalizadas de 66 millones de Euros, produciéndose una desaceleración en el ritmo de caída, lo que permite anticipar un posible punto de inflexión en 2011.

La compañía fundamenta su modelo de negocio en una estrategia de incremento de servicios de valor añadido para aumentar la retención de clientes de calidad. En este sentido, las herramientas diseñadas por el equipo directivo para incrementar la fidelidad de los socios (Ej. ToP24 – compromiso de permanencia de 24 meses con condiciones ventajosas), están permitiendo sobrellevar el impacto que el actual entorno económico ha tenido sobre el negocio.

El plan de expansión geográfica, con el consecuente reducido grado de madurez de los gimnasios de reciente apertura, ha reducido la rentabilidad de la compañía respecto a ejercicios anteriores. Sin embargo, dicho plan permitirá a la compañía mantener su importante crecimiento a futuro.

El equipo gestor está implantando un plan de crecimiento para 2011 y años sucesivos basado en (i) crecimiento de la base de clientes a través de la maduración de clubes de inauguración reciente, (ii) retención de los clientes en los clubes maduros y (iii) adecuación de las estructuras organizativas y de coste al nuevo entorno de mercado.

Valoración a 31 de diciembre de 2010

En la valoración de Holmes Place se ha utilizado el múltiplo de valoración más conservador entre (i) el de compra (de 7,1 veces EBITDA) y (ii) el de cotizadas comparables (de media en 8,7 veces), siendo las más representativas Life Time Fitness y Town Sports International.

Fruto de la evolución del negocio en 2010 se ha optado de manera conservadora por reducir la valoración de Holmes Place a 4.756 miles de Euros. En base al presupuesto de 2011 y el plan de negocio se estima no obstante que existe posibilidad de revalorización futura.

EMFASIS

www.emfasis.es

émfasis
 Billing & Marketing Services

DATOS DE LA INVERSION

Miles de euros

Sector	Mailing & Billing
Tipo de inversión	BIMBO-Build up
Fecha de adquisición	Abril 2005
Inversión hasta la fecha¹	8.113
Valoración a 30 de septiembre de 2010	8.294
Valoración a 30 de diciembre de 2010	8.989
Método de valoración	Múltiplo de oferta ²

⁽¹⁾ Incluye préstamo participativo⁽²⁾ Oferta vinculante recibida por la compañía en julio de 2010

ACCIONISTAS DE LA COMPAÑIA

Dinamia Capital Privado	44,9%
Nmas1 Private Equity Fund I	44,3%
Equipo Directivo	1,3%
Otros	9,5%

INFORMACION FINANCIERA

Datos en miles de Euros	Estimado ⁽¹⁾ 31.12.2010	Real 31.12.2009	Real 31.12.2008
Pérdidas y Ganancias			
Ingresos de Explotación	35.952	35.320	33.430
EBITDA	5.447	4.576	5.042
Balance de Situación			
Activos Totales	46.355	47.712	46.725
Fondos Propios ⁽²⁾	18.156	16.440	15.833
Deuda Financiera Neta	16.280	17.992	18.768

⁽¹⁾ Cuentas de gestión de la compañía⁽²⁾ Incluye préstamo participativo

Descripción de la compañía

Emfasis es el resultado de la adquisición de 4 empresas en el periodo 05-06 y la subsecuente integración de sus operaciones, convirtiéndose en la compañía de referencia en el sector.

Émfasis, con una cuota de mercado estimada del 20% en España, es la compañía líder en servicios de *billing* y marketing directo para grandes corporaciones, especialmente para los sectores de *utilities*, telecomunicaciones y financiero.

El *billing* consiste en la manipulación, impresión y ensobrado de forma masiva de facturas y documentos transaccionales, que pueden ser también utilizados como herramienta de marketing ya que permiten cierta personalización de las cartas.

Descripción del mercado

El sector postal se encuentra inmerso en un proceso de cambio, en el cual las comunicaciones electrónicas cobran un papel cada vez más

relevante. En los últimos tres años los envíos postales han caído más de un 20% y las empresas del sector han tenido que diversificar sus negocios, ofreciendo cada vez más servicios digitales.

En este escenario, Emfasis ha conseguido consolidar su negocio tradicional de *billing*, ya que las comunicaciones empresariales continúan muy vinculadas al papel. Del mismo modo, la integración del *billing* con otras actividades (*data management*, CRM, *transpromo*) ha dinamizado este servicio, que continúa siendo externalizado por las grandes compañías.

En relación al marketing directo y al *mailing*, la coyuntura económica ha impactado notablemente en la inversión publicitaria, aunque en el segundo semestre de 2010 esta situación comenzó a revertir. La integración del marketing directo postal con los nuevos canales digitales se presenta como la opción preferida por las empresas.

Por último, y en cuanto al mapa competitivo, el sector se encuentra altamente fragmentado, compuesto por numerosas compañías familiares o pertenecientes a grupos empresariales. Emfasis es la única compañía independiente y con alto nivel de profesionalización.

Fundamentos de la inversión

- Creación de compañía líder en sector altamente fragmentado.
- Economías de escala derivadas de optimización de recursos y de la capacidad.
- Macros atractivos en ambos mercados. Crecimiento de la tendencia hacia el *outsourcing* en *billing* (potenciado con la creación de un líder del mercado como Émfasis); e importante crecimiento esperado en el *mailing*, dado el menor grado de penetración en España (los envíos por capita en España sólo suponen un tercio de la media Europea).

Evolución reciente y perspectivas para 2011

Emfasis ha conseguido incrementar sus ventas un 2% en 2010, consolidando su posición de liderazgo en el sector.

Por segmento de negocio, el *billing* continúa siendo el motor del crecimiento (+10% vs. 2009), gracias a la aportación de los grandes contratos conseguidos en 2009. La caída general de precios por envío ha sido compensada con mayores volúmenes y nuevos contratos.

Por su parte, en el área de marketing directo, la compañía ha conseguido mantener su cifra de negocio, compensando la caída generalizada de precios en el sector con un mayor volumen de producción.

En términos de EBITDA, la compañía ha experimentado un crecimiento del 19% respecto a 2009, gracias principalmente a una mejora del margen bruto e incrementos de productividad.

Las perspectivas para 2011 son optimistas, teniendo en cuenta la visibilidad de los grandes contratos de *billing* vigentes y la esperada recuperación del marketing directo, que en el segundo semestre del año 2010 ha tenido buen comportamiento y se espera que continúe esta tendencia.

Valoración a 31 de diciembre de 2010

La valoración de la compañía asciende a 8.989 miles de euros, utilizando el múltiplo correspondiente a la oferta vinculante recibida por la compañía en julio de 2010.

La valoración, un 8% superior a la de septiembre, viene justificada por los buenos resultados de cierre, con un incremento en EBITDA del 19% vs. 2009 y el menor nivel de deuda.

BODYBELL

www.bodybell.com



DATOS DE LA INVERSION

Miles de euros

Sector	Cadena de perfumerías
Tipo de inversión	BIMBO
Fecha de adquisición	Abril 2005
Inversión bruta hasta la fecha¹	26.483
Inversión neta hasta la fecha²	3.908
Valoración a 30 de septiembre de 2010	0
Valoración a 31 de diciembre de 2010	0
Método de valoración	Múltiplo de compra ³

⁽¹⁾ Incluye préstamo participativo.

⁽²⁾ Recap en diciembre de 2006 en el que se recuperan 22.575 miles de euros invertidos

⁽³⁾ Múltiplo empleado en la valoración: 7,5 veces EV/EBITDA.

ACCIONISTAS DE LA COMPAÑIA

Dinamia Capital Privado	14,4%
Nmas1 Private Equity Fund I	14,2%
Equipo Directivo	2,0%
Otros	69,4%

INFORMACION FINANCIERA

Datos en miles de Euros	Estimado*	Auditado	Auditado
	31.12.2010	31.12.2009	31.12.2008
Pérdidas y Ganancias			
Ingresos de Explotación	226,478	244,738	261,371
EBITDA ⁽¹⁾	8,582	19,552	30,322
Balance de Situación			
Activos Totales	338,819	357,493	379,050
Fondos Propios ⁽²⁾	140,466	157,448	162,198
Deuda Financiera Neta	141,668	141,913	142,886

* Cuentas de gestión de la Compañía.

(1) EBITDA ajustado por conceptos no recurrentes del negocio

(2) Incluye préstamos participativos

Descripción de la compañía

Bodybell es, con sus más de 240 tiendas en el territorio nacional (con las enseñas Bodybell y Juteco), una de las principales cadenas del denominado canal de Droguería y Perfumería Moderna en España. Las actividades del grupo incluyen el comercio al por menor de

artículos de perfumería, cosmética y droguería, así como el comercio al por mayor de productos de droguería y perfumería de consumo.

Descripción del mercado

El mercado de droguería y perfumería, al igual que el resto del mercado del comercio al por menor, se está viendo afectado por el deterioro de la situación macroeconómica y la disminución del consumo.

En lo que a estructura del mercado se refiere, se sigue observando una reducción del universo de establecimientos como consecuencia del descenso en el número de establecimientos tradicionales, que es absorbido en parte por puntos de venta de droguería y perfumería moderna en libre servicio (autoservicio).

Fundamentos de la inversión

- **Macros sólidos.** Es un sector con alto potencial de crecimiento (especialmente segmentos nuevos como el de cosmética para hombre o la parafarmacia) con menor ciclicidad en las crisis y sin riesgo de moda ni obsolescencia.
- **Fuerte imagen de la marca de Bodybell en España:** posición dominante en el centro de España y muy buenas localizaciones.
- **Oportunidad de consolidación.** Es un mercado altamente fragmentado con muchos operadores regionales de carácter familiar.

Evolución reciente y perspectivas para 2011

Bodybell es mayoritariamente un negocio de distribución detallista, cuya evolución está muy vinculada al consumo. Por consiguiente, la actual crisis económica inevitablemente ha afectado al volumen de ventas del Grupo.

Durante los últimos meses, el Grupo ha seguido su política de mejora y reformas de tiendas, que siguen siendo una base sólida y rentable, incluso en un entorno más duro como el actual, y que permitirán al Grupo recuperar su nivel de ventas y rentabilidad operativa histórico una vez que se haya superado la actual coyuntura de crisis a nivel macroeconómico.

Los últimos meses de 2010 y primeras semanas de 2011, parecen mostrar algún indicio de estabilización en el nivel de actividad, pero no será hasta el segundo trimestre del ejercicio 2011 cuando se confirme dicha evolución. El Grupo espera incrementar su cuota dentro del canal moderno de libre-servicio, y recuperar la senda del crecimiento histórico de ventas una vez se haya superado la actual coyuntura de crisis.

Valoración a 31 de diciembre de 2010

De acuerdo al contexto actual de mercado y el consiguiente impacto en el nivel de actividad de la compañía, se ha considerado prudente mantener a cero la valoración conforme a períodos anteriores, fruto de aplicar el múltiplo de compra a resultados operativos por debajo de sus niveles históricos, especialmente influenciados por la coyuntura actual económica. No obstante lo anterior, en la medida en que Bodybell recupere los niveles históricos de actividad, se espera una potencial revalorización del valor de la inversión de Dinamia en la misma.

SEGUR IBÉRICA

www.gruposegur.com



DATOS DE LA INVERSION

Miles de euros

Sector	Seguridad
Tipo de inversión	BIMBO
Fecha de adquisición	Marzo 2004
Inversión hasta la fecha¹	10.451
Valoración a 30 de septiembre de 2010	15.025
Valoración a 31 de diciembre de 2010	12.859
Método de valoración	Oferta de compra ²

⁽¹⁾ Incluye préstamo participativo

⁽²⁾ Valoración basada en última oferta de compra recibida por la compañía

ACCIONISTAS DE LA COMPAÑÍA

Dinamia Capital Privado	17,86%
Nmas1 Private Equity Fund I	17,86%
Equipo Directivo	4,16%
Otros	60,12%

INFORMACION FINANCIERA

Datos en miles de Euros	Pro Forma ⁽²⁾ 31.12.2010	Real ⁽¹⁾ 31.12.2009	Real ⁽¹⁾ 31.12.2008
Pérdidas y Ganancias			
Ingresos de Explotación	229.700	222.335	226.541
EBITDA ⁽³⁾	18.807	19.107	16.531
Balance de Situación			
Activos Totales	157.337	160.716	164.174
Fondos Propios	78.899	70.525	63.749
Deuda Financiera Neta	31.187	37.650	43.130

⁽¹⁾ Cuentas individuales auditadas de Grupo Segur Ibérica y Grupo EAS. Hortus Mundi no incluido en perímetro

⁽²⁾ Cuentas de gestión de la compañía. Ventas y EBITDA ajustados por anualización de contrato significativo plurianual obtenido en 2010

⁽³⁾ EBITDA ajustado por gastos no recurrentes

Descripción de la compañía

Grupo Segur Ibérica es una de las principales empresas del sector de servicios de seguridad en España, siendo la tercera en volumen de negocio. Centra su actividad en cuatro áreas de negocio: (i) prestación de servicios de vigilancia, (ii) instalación y gestión de

alarmas, (iii) instalación de sistemas de seguridad y (iv) protección contra incendios.

La estrategia de la compañía se basa en aprovechar la creciente externalización del sector de seguridad por parte de empresas y Administraciones Públicas, sobre todo en servicios de vigilancia que representan alrededor del 85% de las ventas totales, para afianzarse como una de las empresas de referencia en el sector.

Descripción del mercado

El mercado de seguridad privada acusó en 2009 el deterioro de la economía y el valor del mercado descendió un 6,1% respecto a 2008.

De entre todos los segmentos de actividad, el que registró una tasa menos desfavorable fue el de vigilancia (-4%), mientras que el de sistemas electrónicos mostró el peor comportamiento (-12%).

En los últimos años se ha reforzado la tendencia de concentración de la oferta que, unida a la existencia de barreras de entrada para nuevos competidores en ciertos segmentos y clientes, ha motivado que las cinco primeras empresas, entre las que se encuentra Segur Ibérica, reúnan una cuota conjunta del 56%.

El segmento de vigilancia es el que registra un mayor peso específico dentro del sector con un 66% en 2009. El segmento de alarmas, que creció a doble dígito durante el periodo 04-08, ha sufrido un descenso en 2009 del 12% por la contracción de las actividades inmobiliarias.

Por último, el mercado de protección contra incendios ha registrado en los últimos años una tendencia de crecimiento constante, motivada por una más estricta regulación en esta materia.

Fundamentos de la inversión

- Creciente externalización del servicio de vigilancia.
- Menor exposición al ciclo económico que otros servicios.
- El segmento de actividad de las alarmas presenta sólidos fundamentos pues la penetración del sector en España es muy inferior a la del resto de Europa.

Evolución reciente y perspectivas para 2011

Segur Ibérica obtuvo unas ventas en 2010 ligeramente inferiores a las de 2009 (-1%), pero mostrando un mejor comportamiento que la media del mercado. Considerando la anualización de un contrato de 10M€ obtenido en octubre, la facturación asciende a 230M€.

En términos de rentabilidad, la compañía ha logrado mantener prácticamente estable el margen de 2009, a pesar de la presión en precios, gracias a una optimización de la cartera de clientes y a moderados ajustes en la estructura.

En 2011, la compañía espera obtener unos resultados en línea con el 2010 ajustado por la anualización de los nuevos contratos y el mantenimiento de los márgenes actuales.

Valoración a 31 de diciembre de 2010

Se ha decidido disminuir la valoración de la compañía a 12,9M€ en base a una reciente oferta de compra realizada por un potencial inversor financiero.

HIGH TECH

www.htoteles.com



DATOS DE LA INVERSION

Miles de euros

Sector	Hoteles
Tipo de inversión	Expansión
Fecha de adquisición	Enero 2003
Inversión bruta hasta la fecha	15.452
Inversión neta hasta la fecha¹	9.656
Valoración a 30 de septiembre de 2010	0
Valoración a 31 de diciembre de 2010	8.665

Método de valoración Múltiplo compra²

¹ En la ampliación de capital de diciembre de 2007, se recuperaron 5.796 miles de euros en la amortización de participaciones preferentes

² El múltiplo de compra aplicado en la valoración es 10,9 veces EV/EBITDA

ACCIONISTAS DE LA COMPAÑIA

Dinamia Capital Privado	26,0%
Nmas1 Private Equity Fund I	26,0%
Equipo Directivo	26,2%
Otros	21,8%

INFORMACION FINANCIERA

Datos en miles de Euros	Previsto ¹ 31.12.2010	Real 31.12.2009	Real 31.12.2008
Pérdidas y Ganancias			
Ingresos de Explotación	52.553	49.514	60.062
EBITDA ²	9.169	4.274	15.132
Balance de Situación			
Activos Totales	124.275	134.088	133.834
Fondos Propios	15.248	20.325	29.003
Deuda Financiera Neta ²	67.519	63.497	35.862

¹ Información según cuentas de gestión, sujetos a auditoría. Incluye la inversión de 2.500 miles de Euros en el proyecto HT-2

² EBITDA y Deuda Neta calculados según el Plan General Contable de 1990 para corregir el ajuste de la linealización de alquileres introducida por el nuevo plan (sin impacto en tesorería)

Descripción de la compañía

High Tech Hotels & Resorts, S.A. es una cadena hotelera centrada en el segmento de tres y cuatro estrellas, enfocada a clientes de negocios y turísticos de ciudad. En este momento tiene treinta y un hoteles operativos, ubicados principalmente en Madrid (diecinueve de ellos) y en las principales capitales de provincia. En el momento de adquisición de la compañía, High Tech contaba con cuatro hoteles operativos.

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

Descripción del mercado

Los segmentos de tres y cuatro estrellas suponen la columna vertebral de la industria hotelera en España con más del 78% de la capacidad de camas instaladas. Desde 1987 este segmento ha tenido una ocupación superior a la media de la industria.

En este segmento, poco profesionalizado y extremadamente fragmentado, predomina la empresa familiar. Por ello, existen fuertes barreras de entrada para que las grandes cadenas internacionales adquieran un buen posicionamiento:

- No hay cadenas de tamaño suficiente que les permita entrar con fuerza en el mercado español a través de adquisiciones,
- Existe falta de transparencia dentro de las pequeñas cadenas ya establecidas, y
- Se ha comprobado que la presencia de un promotor nacional es clave para el éxito de la cadena en España.

El segmento urbano de 3 y 4 estrellas, que puede subdividirse en turístico y de negocios, es el que muestra un mejor comportamiento en un entorno de decremento del consumo como el actual. Además, los hoteles urbanos tienen un comportamiento más estable a lo largo del año debido a su menor estacionalidad.

Fundamentos de la inversión

- Modelo de negocio probado. Concepto de negocio avalado por las buenas relaciones con agencias, tour operadores y consumidores finales.
- Nicho de mercado defendible y sostenible, sin presencia de grupos multinacionales.
- Equipo directivo experimentado e involucrado, con una gestión probada en sus años como directivos de una cadena del mismo segmento.

Evolución reciente y perspectivas para 2011

Las ventas y EBITDA estimados al cierre de 2010 han ascendido, respectivamente, a 53 y 9,2 millones de Euros. El incremento de la rentabilidad respecto al ejercicio anterior se fundamenta en una mejora de los ratios operativos. En concreto, el RevPar ha incrementado un 4% respecto al mismo período del ejercicio anterior, situándose en 65€ por habitación disponible, muy superior al de otros competidores nacionales.

A nivel operativo, la compañía ha completado el proceso de control de costes que ha permitido mitigar, en parte, la caída de ingresos en los últimos años. Este proceso, unido a la mejora de los parámetros operativos de la compañía (ocupación y precio) ha permitido generar un crecimiento de ventas y EBITDA del 6% y el 26% respectivamente.

En cuanto al plan de expansión, la compañía se centrará en continuar con la recuperación de los niveles históricos de precios y ocupación, afectados por el actual entorno económico. Se estima recuperar progresivamente dichos niveles en los próximos dos o tres años. En la actualidad, se están desarrollando fórmulas alternativas que permitan continuar con el proceso de expansión del grupo mediante la apertura selectiva de nuevos hoteles. En 2011, se han iniciado las obras en tres hoteles bajo el proyecto HT-2.

Valoración a 31 de diciembre de 2010

Aplicando el menor de los métodos de valoración de i) múltiplo de compra y ii) múltiplos comparables sectoriales (de 12,8 veces en media) sobre los niveles de rentabilidad (EBITDA) esperados en 2010 de la compañía que, junto con la inversión en el proyecto HT-2 de 885 miles de Euros valorada a coste, se obtiene una valoración de la participación de Dinamia de 8.665 miles de Euros, produciéndose un incremento del valor de la compañía. En la medida que se consolide la evolución positiva del sector hotelero español, en general, y de la mejora de High Tech, en particular, a lo largo de 2011 podrían producirse incrementos adicionales en la valoración.

ARCO

www.arcobu.com

**DATOS DE LA INVERSION**

Miles de euros

Sector	Bodegas de vino
Tipo de inversión	MBO
Fecha de adquisición	Marzo 1999
Inversión bruta hasta la fecha	17.480
Inversión neta hasta la fecha¹	15.458
Valoración a 30 de septiembre de 2010	8.831
Valoración a 31 de diciembre de 2010	8.232
Método de valoración	VTC

¹ Durante los años de participación en la compañía, se han recuperado 2.022 miles de euros en concepto de dividendos.

ACCIONISTAS DE LA COMPAÑÍA

Dinamia Capital Privado	8,0%
Corporación Financiera Arco	73,5%
Otros	19,5%

Descripción de la compañía

Arco Wine Investment Group, de la que es accionista Dinamia, S.A. es la sociedad holding de las inversiones y participaciones empresariales del grupo consolidado ARCO, cuya sociedad dominante desde 2007 es Corporación Financiera ARCO S.L.

Desde el ejercicio 2007 Arco Wine Investment Group, S.A. ha centrado su actividad en actuar como mera tenedora de acciones o "holding" de participaciones empresariales, transfiriendo en el ejercicio 2008 a sus sociedades dependientes la operativa directa en la compra, venta, comercialización y distribución de vinos y a su sociedad dominante las funciones relativas a la administración y control financiero, por razones organizativas y de eficiencia en la gestión.

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 región de La Rioja y asegurarse el suministro de la uva, así como potenciar las actividades de venta directa y e-commerce.

Descripción del mercado

Según el último informe "Evolución de las tendencias y consumos del vino español" elaborado por el Observatorio Español del Mercado del Vino, en 2010 se constata un estancamiento del consumo mundial del vino así como el decrecimiento del mercado español, el cual lleva más de 20 años sufriendo descensos continuados.

Concretamente, en España durante el año 2010 el consumo ha caído un 0,4% en volumen y un 1,1% en valor, con especial, incidencia en el canal Horeca (-9,2% volumen y -7,7% en valor).

Lo anterior consolida el modelo de desarrollo de la industria vinícola española de las dos últimas décadas, consistente en compensar la continuada caída del consumo interior con un crecimiento peso de las exportaciones. En el año 2010, las exportaciones han crecido un 10,6% en volumen aunque sólo un 1,2% en valor (las exportaciones

de la industria española se centran en graneles de vino y embotellados muy baratos).

Los principales países hacia los que España exporta sus mercancías los podemos dividir en 2: (i) "nuevos consumidores" como China y Reino Unido que ya superan las cifras de consumo de España y (ii) "consumidores tradicionales" en los que destacan Italia, Francia o Alemania.

El mercado vitivinícola español es un mercado fragmentado con un gran número de empresas de tamaño reducido. Esto permite prever un futuro proceso de concentración sectorial, originando la desaparición de las bodegas menos competitivas.

Fundamentos de la inversión

- Potencial de internacionalización, ofreciendo una gama de productos de calidad reconocida.
- Concentración del sector, incrementándose el peso de los grandes grupos frente a las bodegas más pequeñas mono origen.
- Mejora del portfolio de producto, tanto en términos de origen, marca, como posicionamiento.

Evolución reciente y perspectivas para 2011

En pleno proceso de implementación del Plan Estratégico (con sustanciales cambios organizativos) e inmersa en una evolución negativa del negocio vinícola en España, la compañía trabaja en su internacionalización y en el desarrollo de nuevas líneas de producto.

Dicho Plan Estratégico, ya está produciendo sus frutos y la compañía, a fecha 30 de septiembre de 2010 –cierre fiscal del ejercicio- lleva un incremento en volumen del 9,4% frente al mismo periodo del año anterior. El anterior incremento se debe principalmente a las exportaciones, cuyo crecimiento frente al año pasado ha sido del 15%, representando la exportación un 69% de las ventas de grupo.

La línea de negocio Enoturismo, a pesar de representar todavía un porcentaje muy limitado de las ventas totales del grupo, mantiene la evolución positiva mostrada el año anterior, confirmando el acierto del grupo por la diversificación.

El resultado operativo (Ebitda) de cierre a 31 de septiembre ha sido de 10,7 millones de euros, un 21% más que en 2009. Por otro lado, a cierre de ejercicio, la sociedad ha reducido su deuda neta 20,9 millones de euros, ascendiendo la deuda financiera neta a 48,4 millones de euros.

Durante el año 2011 se continuará con la implementación del plan estratégico, cuyos objetivos seguirán siendo el (i) incremento de las ventas así como (ii) la mejora en la rentabilidad de la compañía.

ARCO es la compañía con mayor antigüedad en la cartera de compañías participadas de Dinamia, ya que su inversión inicial data de 1999. En este sentido, uno de los motivos principales por los que no se ha producido una desinversión es porque el accionariado está compuesto por una diversidad accionarial con intereses dispersos entre los que no se había negociado un acuerdo entre accionistas que regulase el proceso de desinversión (Dinamia tiene una posición minoritaria 8%). Asimismo las ofertas recibidas durante el periodo no llegaron a ser aceptadas por el mínimo de accionistas solicitado por el comprador.

Valoración a 31 de diciembre de 2010

El método de valoración utilizado es valor teórico contable. El patrimonio neto (corregido por intereses de socios externos y subvenciones recibidas) de la compañía a 30 de septiembre de 2010 asciende a 102,9 miles de euros y por tanto la valoración de la participación de Dinamia en la compañía es de 8.232 miles de euros.

NICOLAS CORREA

www.correaanayak.es



DATOS DE LA INVERSION

Miles de euros

Sector	Fabricación maquinaria
Tipo de inversión	MBO
Fecha de adquisición	Septiembre 1999
Inversión bruta hasta la fecha	7.033
Inversión neta hasta la fecha¹	2.599
Valoración a 30 de septiembre de 2010	2.256
Valoración a 31 de diciembre de 2010	2.319
Método de valoración	Precio de cotización

¹ Dinamia ha recuperado 4.434 miles de euros en esta inversión vía dividendos o amortizaciones de capital y desinversiones en Bolsa

ACCIONISTAS DE LA COMPAÑIA

Dinamia Capital Privado	12,6%
Otros	87,4%

Descripción de la compañía

Grupo Nicolás Correa se dedica a la concepción, diseño, fabricación y comercialización de fresadoras y ha llegado a ser uno de los grupos industriales de referencia en Europa, tanto por tamaño como por innovación.

Con una plantilla de 386 empleados y con una facturación de más de 90 millones de euros se constituye como el líder europeo en el sector y ofrece soluciones perfectamente adaptadas a los entornos productivos más exigentes, como el de la fabricación de matrices y grandes moldes, elementos monolíticos aeroespaciales, sectores ferroviario, energético y de mecánica general. Actualmente Nicolás Correa exporta el 80% de su producción a los principales países industriales, como Alemania, China, Francia, Gran Bretaña, EE.UU., Canadá,...etc.

Asimismo Nicolás Correa desarrolla una intensa actividad de I+D+i, que además de proyectos de ejecución propia incluye la participación en varios proyectos nacionales y europeos de vanguardia.

Descripción del mercado

La industria española de máquina-herramienta es la tercera mayor en términos de producción de Unión Europea con una notable exposición a los mercados internacionales (la exportación representa el 80% de la producción).

Tradicionalmente, la industria demandante de fresadoras ha sido la automovilística y su industria auxiliar, aunque en los últimos años, la industria aeronáutica y ferroviaria está incrementando de forma elevada su volumen.

El sector es considerado como una industria básica y estratégica, y puede verse afectada por los ciclos económicos en caso de que no se disponga del volumen necesario, lo que podría originar, como ocurrió en la crisis de principios de los noventa, la desaparición de un gran número de compañías y la aparición de oportunidades de consolidación del sector.

Fundamentos de la inversión

- Diversificación de clientes y mercados, la compañía exporta el 80% de su producción a los principales países industriales, como Alemania, China, Francia, Gran Bretaña, EE.UU., Canadá,...etc., y cuenta con una amplia red de distribuidores y filiales comerciales que posibilitan un contacto directo y personalizado con el cliente.
- Equipo directivo de alto nivel y con un elevado grado de motivación.
- Las múltiples posibilidades de alianzas con otro fabricante de máquina-herramienta del sector, originan sinergias comerciales, productivas, de SAT y, eventualmente, de I+D.

Evolución reciente y perspectivas para 2011

Con respecto a la evolución de la compañía durante el segundo semestre del ejercicio 2010 y sus principales datos financieros, nos remitimos a la información pública periódica de la entidad, publicada a su vez por el organismo regulador (Comisión Nacional del Mercado de Valores).

Valoración a 31 de diciembre de 2010

El NAV de la inversión de Dinamia en Nicolás Correa a 31 de diciembre de 2010 asciende a 2.319 miles de euros.

Anexo

Revisión de la valoración realizada por el gestor

A los Administradores de
NmásI Capital Privado, S.G.E.C.R., S.A.,
Sociedad Gestora de Dinamia Capital Privado, S.C.R., S.A.

23 de febrero de 2011

Estimados Sres.:

De acuerdo con su solicitud, hemos revisado la valoración de la cartera de participaciones y préstamos participativos de Dinamia Capital Privado, S.C.R., S.A. (en adelante, "Dinamia") al 31 de diciembre de 2010, elaborada por los Administradores de NmásI Capital Privado S.G.E.C.R., S.A. (en adelante, la "Sociedad Gestora") bajo su exclusiva responsabilidad, en virtud de lo establecido en el punto 5.2 del contrato de gestión firmado entre ambas sociedades con fecha 29 de junio de 2000. Dicha solicitud junto con la tabla resumen de los valores se adjunta en el Anexo I.

Según hemos sido informados, los criterios utilizados para la realización de dicha valoración son, fundamentalmente, los establecidos en el contrato de gestión y están basados en la Guía de Valoración propuesta por la European Venture Capital Association (EVCA). Tal y como contempla la propia EVCA, la valoración de las sociedades no cotizadas está sujeta a diferentes interpretaciones. Así, los Administradores han adaptado dichos criterios a las características particulares de las inversiones en la forma que consideran más representativa del valor de mercado de dichas participaciones.

Nuestro trabajo ha consistido en comprobar que en la valoración realizada por la Sociedad Gestora de las participaciones y créditos que constituyen la cartera de inversión de Dinamia al 31 de diciembre de 2010 se han aplicado los criterios que han sido definidos por los Administradores de la Sociedad Gestora, aplicados tal y como se detalla en el Anexo I adjunto. Por tanto, nuestro trabajo no ha tenido por objeto el realizar una valoración independiente ni incluye un análisis de la idoneidad del método de valoración elegido por los Administradores para valorar cada participación o crédito ni de las asunciones o adaptaciones realizadas al respecto. Adicionalmente, hemos realizado las siguientes comprobaciones sobre la información cuantitativa utilizada para el cálculo de cada valor:

- Cotejo de la información financiera de sociedades participadas con los últimos estados financieros disponibles, que corresponden al 31 de diciembre de 2010, según se indica en el informe preparado por los Administradores.
- Cotejo de las operaciones de ampliación de capital contra la correspondiente documentación soporte desde 30 de junio de 2010 a 31 de diciembre de 2010.
- Comprobación de que los múltiplos de sociedades cotizadas empleados en la valoración coinciden con la información suministrada por Bloomberg a dicha fecha.
- Revisión del cálculo de los intereses devengados y pendientes de cobro al 31 de diciembre de 2010 de los préstamos concedidos a las sociedades participadas.
- Revisión de los cálculos matemáticos realizados en la valoración.

En algunas de sus inversiones Dinamia estableció, en el momento de la toma de participación, acuerdos denominados "ratchet". Dichos acuerdos se refieren a mecanismos de ajuste del porcentaje de participación empleados como incentivo para los gestores de la correspondiente participada, de manera que recibirán un mayor o menor porcentaje del valor atribuido a sus acciones en el momento de la venta conforme al grado de cumplimiento de determinados objetivos. Si bien la Dirección de Dinamia nos ha manifestado que a los valores estimados no entraría en funcionamiento ningún mecanismo de ratchet, la comprobación de esta asunción no ha sido objeto de nuestra revisión.

La información en la que se ha basado nuestro trabajo nos ha sido facilitada por los Administradores de la Sociedad Gestora, y se muestra en el Anexo II.

Dadas las incertidumbres inherentes a cualquier proceso de valoración, la aplicación de los criterios de valoración definidos por los Administradores de la Sociedad Gestora por sí solos no suponen necesariamente que los valores a los que éstos conducen representen un valor de mercado de las participaciones accionariales valoradas.

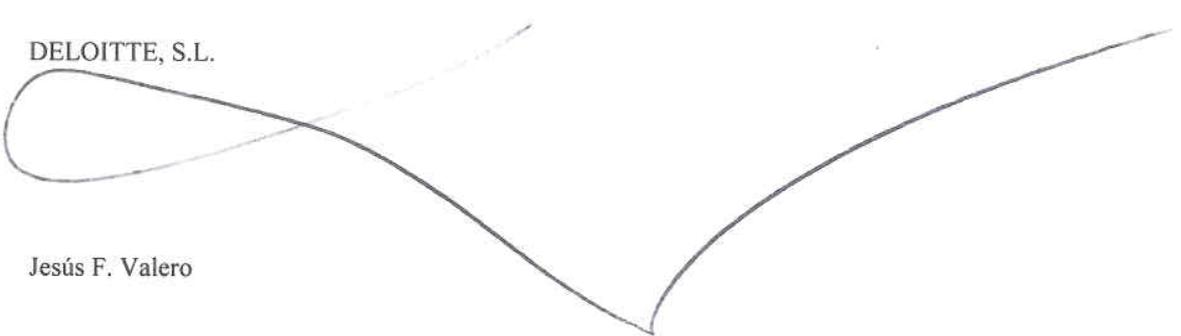
Esta revisión, que no constituye en sí misma un ejercicio independiente de valoración, tiene un alcance específico, reducido y menor que el de una auditoría, por lo que no expresamos una opinión de auditoría sobre la valoración, ni sobre los estados financieros de Dinamia y de las sociedades participadas, ni sobre otra información financiera utilizada o ajustes introducidos sobre la misma en la realización de la valoración, ni sobre la suficiencia o veracidad de la misma. Nuestro trabajo no incluye la predicción de sucesos futuros ni constituye una garantía sobre la viabilidad futura de las sociedades participadas o sobre la recuperabilidad de los préstamos participativos, ni sobre la cotización de la acción de Dinamia en las Bolsas de Valores. Cualquier conclusión que un lector infiera a partir de este informe, será única y exclusivamente bajo su responsabilidad.

Conforme a la información de que hemos dispuesto, el trabajo que hemos realizado y de acuerdo con los objetivos y el alcance de nuestro trabajo descrito anteriormente, podemos concluir que los criterios descritos en la valoración realizada por la Sociedad Gestora y que han servido de base para la elaboración de este informe se encuentran entre los señalados por la EVCA en su guía "International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines" y que no se han puesto de manifiesto aspectos dignos de mención que supongan la necesidad de modificar las valoraciones de la cartera de participaciones y préstamos participativos de Dinamia incluidas en el Anexo I adjunto.

Este informe ha sido solicitado y va dirigido a los Administradores de Nmás1 Capital Privado, S.G.E.C.R., S.A. por lo que no aceptamos responsabilidad alguna frente a partícipes de la Sociedad de Capital Riesgo o frente a cualquier otro tercero (todos ellos, de ahora en adelante, "los Terceros") a los que los Administradores de Nmás1 Capital Privado, S.G.E.C.R., S.A. hayan dado acceso al mismo. Aunque hemos sido informados de que Terceros tendrán acceso a nuestro informe, no hemos recibido instrucciones ni seguido indicaciones establecidas por tercero alguno ajeno a Nmás1 Capital Privado, S.G.E.C.R., S.A. y el informe se ha preparado para responder a las necesidades planteadas exclusivamente por los Administradores de Nmás1 Capital Privado, S.G.C.R., S.A. En virtud de lo expresado y por el hecho de tener acceso al mismo, ningún partícipe de la Sociedad de Capital Riesgo o tercero que acceda a nuestro informe debe considerar que tal acceso no supone el establecimiento de una relación contractual entre dichos terceros y Deloitte, ni les confiere derecho alguno frente a Deloitte, S.L.

DELOITTE, S.L.

Jesús F. Valero



ANEXO I

Solicitud de fecha 21 de febrero de 2010

DELOITTE S.L.
Edificio Torre Picasso
Plaza de Pablo Ruiz Picasso, nº 1
28003 Madrid

A la atención de D. Jesús F. Valero

Madrid, 21 de febrero de 2011

Muy señores míos:

De acuerdo con el punto 5.2 del contrato de gestión entre DINAMIA CAPITAL PRIVADO, S.C.R., S.A. y NMÁS1 CAPITAL PRIVADO, S.G.E.C.R., S.A. Unipersonal (NMÁS1 CAPITAL PRIVADO), esta última, como Sociedad Gestora del patrimonio de Dinamia Capital Privado, S.C.R., S.A. (en adelante, "Dinamia"), 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 cotizadas y 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 consideradas comparables y, en la medida en que se disponga de datos fiables, se utilizarán también múltiplos de operaciones de compra de compañías consideradas comparables¹. De los primeros dos criterios mencionados, la Sociedad Gestora elegirá aquel que considere más apropiado. Generalmente, el criterio aplicado será el más conservador de los dos.
- Valoración aplicando los múltiplos de adquisición originales por parte de Dinamia a los últimos resultados de las compañías.

¹ En la aplicación de los múltiplos sobre las compañías participadas, se han considerado en algunos casos determinados ajustes sobre el nivel de resultados y deuda que muestran sus estados financieros.

sociedad gestora de

DINAMIA

28003 Madrid

Telefono 91 745 84 84
Fax 91 431 64 60

www.nmas1.es
www.nplus1.es

- Para las compañías con menos de un año de permanencia en cartera, se mantiene como valor el correspondiente a su coste de adquisición.
- Para las inversiones consideradas start-up's o capital desarrollo se mantiene la valoración a coste de adquisición hasta que se considere que han alcanzado la madurez necesaria como para que una valoración por múltiplos comparables resulte aplicable.
- Para las compañías que se encuentran con resultados operativos negativos se aplica la correspondiente provisión que minore su valoración en la proporción que se considere apropiada.
- Para las participaciones en fondos de capital-riesgo se valoran aplicando el último valor liquidativo publicado.
- Las participaciones en sociedades cotizadas figuran por su valor de mercado a la fecha de valoración, entendiéndose por valor de mercado su precio de cotización al cierre del día de la valoración (o el hábil inmediatamente anterior).
- En relación con los créditos participativos ("PPL") concedidos a las sociedades participadas, en aquellos casos en los que de la aplicación de la valoración por múltiplos se ha estimado un valor atribuible a las acciones y al préstamo participativo inferior al nominal más los intereses devengados de los préstamos participativos, se ha valorado el PPL en este importe. En caso contrario, los créditos concedidos se han valorado por su valor nominal más los intereses devengados hasta el 31 de diciembre de 2010.

Dadas las incertidumbres inherentes a cualquier proceso de valoración, la EVCA recomienda, en sus principios de valoración, a los usuarios de dichos principios, que extremen la prudencia en sus valoraciones. Siguiendo un criterio de prudencia, la Sociedad Gestora ha considerado oportuno mantener la valoración correspondiente a periodos anteriores, en determinados casos en los que los resultados de aplicar los diferentes métodos de valoración con los datos actualizados otorgan a dicha participación un valor superior a la fecha de este informe. Asimismo, la Sociedad Gestora, en aplicación de dicho principio, ha considerado oportuno:

sociedad gestora de

DINAMIA

Padilla, 17
28005 Madrid

Telefono 91 745 84 84
Fax 91 431 64 60

www.nmas1.es
www.nplus1.es

N+1

Capital Privado

Asimismo cabe destacar que aunque la EVCA indica que en dichas valoraciones según múltiplos de empresas cotizadas comparables se apliquen descuentos por iliquidez, la Sociedad Gestora no ha aplicado en la presente valoración el descuento de iliquidez que venía utilizando en valoraciones anteriores ya que entiende que las cotizaciones al 31 de diciembre de 2010 de las compañías cotizadas están condicionadas por las excepcionales circunstancias de iliquidez y bajos niveles de negociación de los mercados, e introducir descuentos adicionales por iliquidez no reflejaría precios reales de transferencia de participaciones significativas.

De acuerdo con estos criterios, NMÁS1 CAPITAL PRIVADO valora las participaciones y créditos participativos y otros créditos concedidos a las sociedades participadas que integran su cartera al 31 de diciembre de 2010 de acuerdo con el siguiente cuadro:

sociedad gestora de

DINAMIA

Padilla, 17
28006 Madrid

Teléfono 91 745 84 84
Fax 91 431 64 60

www.nmas1.es
www.nplus1.es

	Participación de Dinamia	Valor Equity	Valor Préstamo Participativo	Total
Arco Bodegas Unidas, S.A.	8,00%	8.232	-	8.232
High Tech Hotels & Resorts, S.A.	26,00%	8.665	-	8.665
Grupo Segur Ibérica	17,86%	12.744	115	12.859
Bodybell	14,35%	-	-	-
Émfasis ⁽⁴⁾	44,90%	-	8.989	8.989
Holmes Place ⁽⁵⁾	21,33%	-	4.756	4.756
Grupo Cristher ⁽⁶⁾	44,47%	-	6.140	6.140
Serventa	48,82%	7.531	-	7.531
Laude ⁽⁷⁾	49,27%	-	-	-
Alcad	37,68%	-	-	-
ZIV	37,25%	-	-	-
Xanit ⁽⁸⁾	32,85%	-	-	-
MBA ⁽⁹⁾	36,74%	31.765	20.234	51.999
Grupo Nicolás Correa Anayak ⁽²⁾	12,57%	2.319	-	2.319
Electra Partners Club 2007 LP ⁽¹⁾	10,00%	1.147	-	1.147
TOTAL CARTERA (A+B+C+D)		72.403	40.234	112.638

(1) Fondo de capital riesgo domiciliado en el Reino Unido

(2) Valoración resultante de aplicar el precio de mercado a 31.06.2010 a la participación de Dinamia en la sociedad cotizada Nicolás Correa, S.A.

(3) Dinamia participa en Bodybell a través del vehículo The Beauty Bell Chain, S.L.

(4) Dinamia participa en Émfasis a través del vehículo Émfasis Billing & Marketing Services, S.L.

(5) Dinamia participa en Holmes Place a través del vehículo HP Health Clubs Ibérica, S.A.

(6) Dinamia participa en el Grupo Cristher a través del vehículo Grupo Gestión Integral Novolux Internacional, S.A.

(7) Dinamia participa en Laude a través de los vehículos Colegios Laude, S.L. y Colegios Laude II, S.L.

(8) Dinamia participa en Xanit a través del vehículo Leucorodis, S.L.

(9) Porcentaje referido únicamente a acciones ordinarias

(10) Proforma: Valoración a 31 de diciembre de 2009 para todas las inversiones vivas a 31.12.2010. No se incluyen aquellas desinversiones realizadas durante el ejercicio 10

(11) Proforma: Valoración a 31 de diciembre de 2008 para todas las inversiones vivas a 31.12.2010. No se incluyen aquellas desinversiones realizadas durante el ejercicio 10

Atentamente,

Federico Pastor
Consejero Delegado
Nmás1 Capital Privado SGEGR, S.A. Unipersonal

sociedad gestora de



Padilla, 17
28006 Madrid

Teléfono 91 745 84 84
Fax 91 431 64 60

www.nmas1.es
www.nplus1.es

ANEXO II

Información facilitada por los Administradores de la Sociedad Gestora:

- Cuenta de Resultados y Balance de Situación estimados a 31 de diciembre de 2010, preparado por las respectivas direcciones de las participadas.
- Detalle de las valoraciones efectuadas por la Sociedad Gestora, con indicación de las compañías cotizadas consideradas comparables.

Otra información soporte de las valoraciones realizadas.

- Arco Wine Investments Group: Informe de gestión del ejercicio 2010.
- TBBC: Contrato de préstamo de fecha 28 de julio de 2010 (Dinamia a TBBC); Escritura de elevación a público del contrato de compra de deuda Mezzanine de fecha 28 de julio de 2010; Escritura de elevación a público del contrato de compra de deuda (Second Lien) de fecha 28 de julio de 2010.
- Electra Partners Club : Informe anual de fecha 30 de septiembre de 2010.
- Énfasis Billing & Marketing Services, S.L.: Oferta vinculante de compra de fecha 23 de julio de 2010.
- Xanit Health Care Management, S.L.: Escritura del contrato de compraventa de participaciones de fecha 30 de septiembre de 2010; Escritura de reducción de capital de fecha 16 de diciembre de 2010.
- Hoteles Tecnológicos 2010 S.L.; Escritura de compra de participaciones sociales de Mysibek Investments S.L. de fecha 4 de noviembre de 2010; Contrato de préstamo participativo (Mysibek Investments S.L.) de fecha 4 de noviembre de 2010; Escritura de ampliación de capital social de fecha 5 de noviembre de 2010; Escritura de desembolso de capital por aumento de capital social de fecha 10 de noviembre de 2010; Escritura de compraventa de participaciones sociales de Mysibek Investments S.L. de fecha 13 de enero de 2011.
- MBA Incorporado S.L.: Acta de la Junta General de Accionistas de fecha 24 de agosto de 2010.
- Serventa: Contrato de préstamo de fecha 29 de diciembre de 2010.
- ZIV: Escritura de elevación a público de acuerdos de ampliación de capital de fecha de 27 de diciembre de 2010.
- Holmes Place: Contratos de compraventa de acciones y Préstamo Participativo de fecha 4 de agosto de 2010.