

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

31 de Diciembre de 2004

<u>NAV por acción</u>	18,76 €
------------------------------	----------------

<u>NAV por acción ajustado¹</u>	17,88 €
---	----------------

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

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

Índice

	<u>Página</u>
Introducción.....	3
Net Asset Value a 31 de Diciembre de 2004.....	4
Resumen de la valoración de la cartera de no cotizadas.....	5
Evolución de la actividad durante 2004.....	6
Hechos posteriores a 31.12.2004.....	7
Comisión de éxito de la gestora Nmás1 Capital Privado.....	8
 Compañías integrantes de la cartera de no cotizadas:	
Grupo Segur Ibérica.....	9
GAM.....	13
High Tech Hoteles.....	17
Ydilo.....	20
Educa Borrás.....	23
Grupo Undesa.....	26
Net TV.....	30
Industrias Anayak.....	31
Arco Bodegas Unidas.....	34
Capital Safety Group.....	37
Deutsche Woolworth.....	40
Marie Claire.....	43
 Anexo:	
Revisión de la valoración realizada por el gestor (Informe de Deloitte).....	47

Introducción

El presente informe tiene como objeto realizar una aproximación a la valoración del Patrimonio de Dinamia Capital Privado S.C.R., S.A. a 31 de Diciembre de 2004, realizado por la gestora Nmás1 Capital Privado, S.G.E.C.R., S.A.

Se han utilizado los siguientes criterios:

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

Net Asset Value a 31 de Diciembre de 2004

Con lo antes expuesto, el resultado obtenido es un **Net Asset Value por Acción de 18,76 €**.

Net Asset Value por acción a 31 de diciembre de 2004

	NAV a	NAV a	NAV a	NAV a	Cartera según valor en libros	NAV a
	31.12.2000	31.12.2001	31.12.2002	31.12.2003	31.12.2004	31.12.2004
<i>*Datos en miles de euros, excepto por acción</i>						
Acciones	121.097	132.159	74.244	98.903	77.863	93.169
Créditos a participadas	7.621	4.472	4.138	3.894	4.072	4.072
Inversiones no cotizadas (1)	128.718	136.631	78.383	102.797	81.934	97.240
Acciones cotizadas (Ibex) (*)	4.716	2.177	1.573	0	0	0
Tesorería	36.457	34.908	74.066	47.115	63.506	63.506
Total Activos Líquidos (2)	41.173	37.085	75.639	47.115	63.506	63.506
Otros Activos (3) (**)	1.101	1.743	775	169	2.902	2.902
TOTAL ACTIVOS (4) = (1+2+3)	170.993	175.458	154.796	150.081	148.342	163.648
Pasivos (5)	(2.872)	(182)	(344)	(64)	(3.218)	(3.218)
TOTAL ACTIVOS NETOS (6) = (4+5)	168.120	175.276	154.452	150.018	145.124	160.430
Ajuste por dividendos Julio 2001 (7)	(5.985)					
Ajuste por dividendos y prima de emisión Julio 2002 (8)	(5.985)	(5.985)				
Ajuste por dividendos julio 2003 (9)	(5.985)	(5.985)	(5.985)			
Ajuste por dividendos y prima de emisión Julio 2004 (10)	(5.985)	(5.985)	(5.985)	(5.985)		
TOTAL ACTIVOS NETOS aj. (11) = (6+7+8+9+10)	144.180	157.321	142.482	144.033	145.124	160.430
Nº de acciones (12)	8.550.000	8.550.000	8.550.000	8.550.000	8.550.000	8.550.000
NAV por acción = ⁽¹¹⁾/₍₁₂₎	16,86 €	18,40 €	16,66 €	16,85 €	16,97 €	18,76 €
Incremento de valor del NAV por acción	33,0%	9,1%	-9,4%	1,1%		11,4%
Cotización del Ibex 35	9.109,8	8.397,6	6.036,9	7.737,2		9.080,8
Crecimiento del Ibex 35	-21,7%	-7,8%	-28,1%	28,2%		17,4%
Cotización en Bolsa (aj. por dividendo)	7,55 €	9,09 €	10,05 €	11,89 €	14,44 €	14,44 €
Descuento (Premium) sobre NAV	55,2%	50,6%	39,7%	29,4%	14,9%	23,1%

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

Evolución de la actividad durante 2004

- En Enero de 2004, Dinamia invirtió 1.750 miles de euros como parte de un compromiso adquirido en el momento de entrada en el capital de High Tech Hoteles. En las mismas condiciones que Dinamia invirtió Nmás1 Private Equity Fund LP, fondo asesorado, al igual que Dinamia, por la filial de capital riesgo de Nmás1.
- En Febrero de 2004, GAM adquirió el 50% que no era de su propiedad en la filial del grupo T. Cabrera, TC Renta Más. TC Renta Más opera principalmente en Granada, Málaga, Almería y Jaén. La adquisición no supuso desembolso alguno por parte de Dinamia.
- En Marzo de 2004 Dinamia invirtió 9.500 miles de euros en la compañía Coranzuli S.L., vehículo creado para la adquisición del 100% de la sociedad holding del Grupo Segur Ibérica. Dicha inversión, materializada mediante la suscripción de una ampliación de capital de acciones ordinarias por los importes señalados, le reportó a Dinamia una participación final en el capital en Segur Ibérica del 18,10%. En las mismas condiciones que Dinamia invirtió Nmás1 Private Equity Fund LP, fondo asesorado, al igual que Dinamia, por la filial de capital riesgo de Nmás1.
- En Mayo de 2004, Dinamia y Bridgepoint aumentaron su participación en el fabricante de pinturas Robbialac, en el que ya poseían un 75% del capital. Dinamia invirtió 3.242 miles de euros, elevando su participación hasta el 43,89%. Esta operación supuso la salida del accionariado de Kidde plc (antes Williams plc), grupo especializado en el negocio de protección contra incendios y seguridad, cuya participación en Robbialac no era considerada estratégica y que fue el vendedor original en el momento de la inversión de Dinamia y Bridgepoint.
- En Junio de 2004, Dinamia completó la venta de su participación del 31,5% en Universal Cleaning Activities S.L. (UNICA) a ISS Facility Services S.A. por 14.954 miles de euros, frente a un coste de 8.514 miles de euros. Esto ha supuesto la obtención de una plusvalía de 6.440 miles de euros, habiendo multiplicado la inversión por 1.8x y con una rentabilidad anual acumulada (TIR) del 22%. La venta se enmarcó en una operación de adquisición del 100% de la Sociedad.
- En Julio de 2004, Dinamia invirtió 1.784 miles de euros como parte de una ampliación de capital de 4.425 miles de euros en GAM. Dicha ampliación fue íntegramente suscrita y desembolsada, según sus participaciones en el capital, por los actuales accionistas de GAM. El objeto de la ampliación de capital era la financiación de parte de la adquisición del 100% del capital social de SAFE 2000, S.L., compañía dedicada al alquiler de plataformas que opera en la zona centro, dentro del proyecto de build-up que se está llevando a cabo.
- La Junta General de Accionistas de Dinamia de 29.06.2004 acordó el reparto entre los accionistas de 5.985 miles de euros (ó €0,7 por acción), correspondientes a un dividendo con cargo a prima de emisión. El pago a los accionistas se hizo efectivo durante el mes de Julio de 2004.
- Dinamia acudió a la ampliación de capital realizada por Dinamia Telemática, S.L. en el mes de julio del presente año. El desembolso realizado por la Sociedad ascendió a 110 mil euros. Estos fondos se utilizaron para acudir a la ampliación de capital que tuvo lugar en Net TV el pasado mes de Diciembre. El porcentaje de participación que Dinamia tiene en esta compañía ha pasado del 1,64% al 1,71% como consecuencia de esta ampliación.
- En Octubre de 2004, Dinamia completó la venta de su participación del 43,89% en Tintas Robbialac, S.A. (Robbialac) a Lafarge Peintures S.A.S. por 29.786 miles de euros, frente a un coste de 17.819 miles de euros. Debido a una serie de mecanismos de ajuste al precio, la plusvalía mínima bruta asciende a 9.499 miles de euros. La venta se enmarcó en una operación de adquisición del 100% de la Sociedad.

- En Diciembre de 2004, el accionariado de GAM dio entrada en el mismo a cinco directivos del Grupo que han adquirido un 0,42% del mismo. Como consecuencia de esta operación, Dinamia ha visto diluida su participación en el grupo, que ha pasado de un 40,32% a un 40,13%.
- A principios de 2005, pero con efecto 31 Diciembre 2004, se ha realizado una reestructuración societaria en el Grupo Segur Ibérica, como resultado de la cual la sociedad matriz del grupo es ahora Segur Ibérica, S.A. en lugar de Coranzuli, S.L. El motivo de esta reestructuración es cumplir con los compromisos adquiridos con los bancos que financiaron la adquisición.

Hechos posteriores a 31.12.2004

- El 1 de Febrero de 2005, Dinamia vendió la totalidad de su participación en Educa Borrás, S.A. al equipo directivo. Dinamia ingresará 4.649 miles de euros en distintos plazos por la venta. La operación supone unas plusvalías brutas de 1.644 miles de euros. Incluyendo dividendos y plusvalías, la venta supone para Dinamia un múltiplo sobre su inversión inicial de 1.7x. Dinamia dotará una provisión por la totalidad de la plusvalía que se revertirá a medida que se vaya cobrando la misma.
- En Febrero de 2005, Dinamia invirtió 50 miles de euros en el capital social de Ydilo, comprando las acciones de un directivo que abandona el grupo. Las acciones han sido repartidas entre todos los accionistas no gestores del grupo y han sido compradas aplicando el pacto de accionistas a un coste medio de 12,99 euros, que supone una valoración del grupo en 5,8x EBITDA. La participación de Dinamia ha pasado del 6,52% a 7,06%.
- El 23 de Febrero de 2005, se realizó una ampliación de capital liberada mediante la emisión de 427.500 acciones por un importe nominal de 1.282,5 miles de euros (3 euros por acción) con total cargo a la "Reserva de Prima de Emisión". El NAV considerando la ampliación liberada sería el siguiente:

NAV considerando ampliación liberada

	NAV a				Cartera según valor en libros	
	31.12.2000	31.12.2001	31.12.2002	31.12.2003	31.12.2004	NAV a 31.12.2004
TOTAL ACTIVOS NETOS aj. (11) = (6+7+8+9+10)	144.180	157.321	142.482	144.033	145.124	160.430
Nº de acciones (12)	8.977.500	8.977.500	8.977.500	8.977.500	8.977.500	8.977.500
NAV por acción = ⁽¹¹⁾ / ₍₁₂₎	16,06 €	17,52 €	15,87 €	16,04 €	16,17 €	17,87 €

- Con fecha 18 de marzo, Dinamia ha alcanzado un acuerdo para la inversión de 21.500 miles de euros en la compañía The Beauty Bell Chain, S.L., vehículo utilizado para la adquisición de una participación mayoritaria en las sociedades Ibérica de Droguería y Perfumería, S.A. y Compañía de Almacenaje, Distribución y Servicios, S.A. Dicha inversión, se materializará mediante la suscripción de una ampliación de capital y un préstamo participativo. La participación final en el capital de Dinamia en The Beauty Bell Chain, S.L. es del 29,98%. La operación ha sido comunicada al Servicio de Defensa de la Competencia y está sujeta a la autorización del mismo.

Comisión de éxito de la gestora Nmás1 Capital Privado

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

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

Se presenta a continuación una simulación del valor liquidativo de Dinamia en el hipotético caso de que todas las sociedades hubieran sido vendidas el 31 de Diciembre de 2004 a un precio igual al de las valoraciones realizadas por Nmás1 Capital Privado y que se detallan en el presente informe:

NAV a 31.12.2004	160.430
Performance fee teórico	(7.588)
Valor liquidativo a 31.12.2004	152.842

Por acción	17,88 €
-------------------	----------------

Grupo Segur Ibérica



Servicios de Seguridad

Fecha de Inversión Inicial:	Marzo 2004
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Importe de adquisición:	9.500 miles de euros
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	18,10%
Valoración a 31 de Diciembre de 2004 (miles de euros):	9.500

Resumen de la Transacción:

El 23 de Marzo de 2004, Dinamia completó una inversión de 9.500 miles de euros en la compañía Coranzuli S.L., vehículo creado para la adquisición del 100% de la sociedad holding del Grupo Segur Ibérica (en adelante Segur Ibérica). Dicha inversión, materializada mediante la suscripción de una ampliación de capital de acciones ordinarias por los importes señalados, le ha reportado una participación final en el capital de Segur Ibérica del 18,1%.

A finales de 2004, finalizó el proceso de fusión por el que Segur Ibérica, S.A. pasa a ser la sociedad holding del Grupo absorbiendo Coranzuli S.L. Esta fusión se ha realizado para cumplir con lo estipulado en el contrato de financiación. Segur Ibérica S.A. tiene ahora dos filiales: Segur Control, S.A. y Consorcio de Servicios S.A.

El accionariado de Segur Ibérica S.A. queda constituido de la siguiente forma:

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

El precio de compra representa los siguientes múltiplos de entrada (sobre cifras de 2003):

<u>EBITDA*</u>	<u>EBIT</u>
7,1x	7,8x

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

Descripción de la compañía

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

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

Dirección de la compañía

Durante 2004 se han producido algunos cambios en la dirección del Grupo. D. Antonio Mateos, Presidente del Grupo, ha cedido el puesto de Consejero Delegado a D. Ramón Gil, hasta el momento Director General del Grupo. Ambos directivos llevan al frente del Grupo desde principios de los años ochenta. Durante este tiempo han estado centrados en la gestión del negocio de vigilancia.

En Octubre de 2004 se ha procedido a la contratación de José Luis Novales, antiguo Director General de Vinsa (empresa de vigilancia del Grupo ONCE), para hacerse cargo de la Dirección General de Segur Ibérica. Junto a José Luis Novales también se incorporan Ángel Ruiz, como Director Comercial y Eduardo Gutiérrez como Director Técnico. Ambos pertenecieron en su día al equipo de Novales en Vinsa y tienen una amplia experiencia en seguridad privada.

Para la gestión de los negocios de alarmas y sistemas la empresa cuenta con D. Tomás Agrelo que se incorporó a la compañía en 2000.

Cuenta de Pérdidas y Ganancias³

*Cifras en miles de euros

	Auditoría 31.12.2002	Auditoría 31.12.2003	Real 31.12.2004	Presupuesto 31.12.2004	Presupuesto 31.12.2005
Ingresos de Explotación	145.578	160.052	166.991	185.470	191.159
EBITDA	10.661	17.575	17.895	20.235	19.039
EBIT	9.639	16.235	16.543	18.832	17.490
BAI ^{(1) (2)}	7.648	14.532	14.109	16.266	13.576
Beneficio del ejercicio ⁽¹⁾	6.150	10.207	10.858	12.518	13.576

(1) BAI y Beneficio del ejercicio ajustados por Fondo Comercio y Resultados Extraordinarios

(2) Real y Presupuesto de 2004 ajustado incluyendo Intereses de la Deuda de Adquisición de Coranzuli S.L. y excluyendo Gastos de la Transacción

Balance de Situación

*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	Real 31.12.2004	Auditoría 31.12.2003	<u>PASIVO</u>	Real 31.12.2004	Auditoría 31.12.2003
Inmovilizado	9.953	8.892	Fondos Propios	55.442	18.332
Fondo de Comercio	73.169	27.543	Acreedores a largo plazo	46.672	28.936
Activo Circulante	48.686	48.426	Deuda a corto plazo	3.730	8.283
Tesorería	6.006	6.030	Pasivo Circulante	31.971	35.340
TOTAL ACTIVO	137.815	90.891	TOTAL PASIVO	137.815	90.891

³ Tanto en estos estados financieros como en los del resto de las compañías, "Real" o "Proforma" se refiere a estados financieros cerrados por la compañía, sin auditar.

Descripción del mercado

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

Servicios de vigilancia:

- Creciente externalización de los servicios de vigilancia tanto en el sector público como en el privado.
- Importantes barreras de entrada debido a la importancia del tamaño y la marca para acceder a los grandes contratos.

Instalación y gestión de alarmas:

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

Instalación de sistemas de seguridad:

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

Evolución durante el ejercicio 2004

El Grupo Segur Ibérica ha cerrado el ejercicio 2004 con una importante mejora en el resultado bruto de explotación en comparación con el ejercicio anterior, motivada en gran parte por el fuerte crecimiento del negocio de sistemas.

El negocio de vigilancia se ha comportado en línea con lo previsto, excepto en el retraso en la adjudicación de nuevos contratos que se preveía tuvieran lugar durante este ejercicio. Se espera que el impacto positivo de estos contratos tenga efecto durante el año 2005.

Los ingresos generados por el negocio de instalación y gestión de alarmas han estado un 5% por encima de 2003. El comportamiento previsto de este negocio durante el año 2005 seguirá la línea ascendente que ha mantenido hasta ahora, ya que se trata de un mercado en claro crecimiento debido a la baja penetración existente en España, comparado con el resto de Europa.

El negocio de sistemas ha evolucionado con fuertes crecimientos según lo esperado con ingresos procedentes de Boadilla (SCH) y Marruecos.

El Grupo ha generado caja en 2004 en línea con ejercicios anteriores y dispone de la capacidad financiera suficiente para afrontar el repago de la deuda de adquisición.

Valoración

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

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

- Según los múltiplos de compra de la compañía, se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 64.773 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 11.721 miles de euros.

- Comparación con múltiplos de otras empresas del sector europeas, aplicándose un descuento del 30% por iliquidez, con la que se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 99.223 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 17.935 miles de euros.

Grupo Segur Ibérica

cifras en miles de euros

	Ventas	EBITDA	EBIT	B° Neto	C-F	Deuda Neta*
Resultados a 31.12.2004	166.991	17.895	16.543	10.858	12.211	63.275

*Incluye € 14,7m de precio aplazado, representado por avales no reflejados en balance

1) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPRA

-

	EBITDAx	EBITx	Media	Participación Dinamia
Múltiplos de compra	7,1x	7,8x		18,10%
Valoración	64.260	65.285	64.773	11.721

2) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES

	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF	Media	Ajustado por iliquidez	Participación Dinamia
Valoración según comparables	84.304	141.684	213.593	127.405	141.747	99.223	17.955
						Descuento por iliquidez	30%
Medias	8,2x	12,4x	19,7x	10,4x			
ADECCO SA-REG	11,2x	14,5x	34,5x	23,4x			
AGGREKO PLC	5,3x	12,2x	14,9x	5,1x			
BUNZL PLC	7,8x	9,6x	11,9x	9,0x			
DAVIS SERVICE GROUP PLC	3,9x	11,2x	24,8x	3,9x			
FALCK A/S	14,4x			17,8x			
ISS A/S	8,7x			7,7x			
MITIE GROUP PLC	8,2x	11,3x	19,0x	12,1x			
RANDSTAD HOLDING NV	11,4x	13,7x	16,5x	13,4x			
RENTOKIL INITIAL PLC	6,6x	9,1x	11,1x	6,6x			
SECURITAS AB-B SHS	8,9x	17,5x	27,1x	9,6x			
VEDIOR NV-CVA	5,0x	12,4x	17,3x	4,6x			
PROSEGUR COMP SEGURIDAD-REGD	7,6x	12,4x		12,1x			

General de Alquiler de Maquinaria (GAM)



Alquiler de Maquinaria

Fecha de Inversión:	Julio 2003
Cantidad invertida:	13.854 miles de euros
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	40,13%
Valoración a 31 de Diciembre de 2004 (miles de euros):	25.211

Resumen de la Transacción:

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

La operación se estructuró con acciones ordinarias y preferentes (que devengan un dividendo preferente del 12%). Dinamia tomó una participación del 40,3% en el momento de la adquisición. A finales del ejercicio 2004, se ha dado entrada a nuevos miembros del equipo directivo en el accionariado del Grupo, lo que ha provocado una ligera dilución de Dinamia, que ahora ostenta un 40,13%. El accionariado queda constituido de la siguiente manera (en euros, valor nominal de las acciones = 1 euro):

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

	Total	Participaciones A	Participaciones B	% Capital Social	% Particip. A	% Particip. B
Dinamia	13.853.952	5.541.580	8.312.372	40,13%	43,57%	38,13%
Nmás1 PEF	13.853.952	5.541.580	8.312.372	40,13%	43,57%	38,13%
Cajastur	3.353.873	1.341.550	2.012.323	9,72%	10,55%	9,23%
Equipo Directivo	3.460.294	294.688	3.165.606	10,02%	2,32%	14,52%
Total	34.522.071	12.719.398	21.802.674	100,00%	100,00%	100,00%

El precio de entrada supuso un múltiplo de entrada de 3,7x EV/EBITDA y 9,0x EV/ EBIT Diciembre 2002.

Descripción de la compañía

GAM nace como consecuencia de la integración de tres compañías relevantes en un sector extremadamente fragmentado (Alquioviedo, Aldaiturriaga y Cabrera). El objetivo inicial fue crear una plataforma inicial de tamaño suficiente que dotase al grupo original con: una cobertura geográfica completa en la Península Ibérica, con bases operativas en todas las grandes áreas y una gama de productos extensa y profunda que permita a la compañía ofrecer a sus clientes un servicio completo.

GAM es hoy el líder indiscutible del mercado del alquiler de maquinaria en la Península Ibérica, con más de 18.000 activos susceptibles de alquiler y 32 bases operativas.

Desde el punto de vista de clientes, además de seguir prestando servicio a los constructores locales, como venían haciendo las compañías adquiridas, GAM se ha convertido en un

referente de servicio homogéneo para las grandes constructoras nacionales en todo el territorio español.

Dirección de la compañía

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

El actual equipo directivo tiene su sede en Oviedo y está formado, aparte del Sr. Fernández, por un Director Financiero, un Director de Compras y un Director de RRHH, quienes acaban de entrar a formar parte del accionariado del Grupo. Adicionalmente cada área geográfica cuenta con su propia estructura y con un responsable encargado del funcionamiento de la delegación.

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

*Cifras en miles de euros

	Pro Forma 31.12.2002	Pro Forma 31.12.2003	Pro Forma 31.12.2004	Presupuesto 31.12.2004	Presupuesto 31.12.2005
Ingresos de Explotación	54.735	60.275	87.292	79.631	108.738
EBITDA	19.943	24.957	37.565	36.337	52.738
EBIT	8.145	13.190	19.028	18.383	24.571
Beneficio antes de impuestos	5.055	10.810	15.892	14.618	19.612
Beneficio del ejercicio	3.061	8.107	12.090	10.268	14.306

Balance de Situación

*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	Pro Forma 31.12.2004	Auditoría 31.12.2003	<u>PASIVO</u>	Pro Forma 31.12.2004	Auditoría 31.12.2003
Inmovilizado	137.903	65.263			
Fondo de Comercio	20.728	14.340	Fondos Propios	58.837	36.868
Gastos a Distribuir	5.698	2.057	Acreedores a largo plazo	84.230	43.378
Activo Circulante	69.495	35.635	Deuda a corto plazo	42.036	19.053
Tesorería	4.795	6.118	Pasivo Circulante	53.516	24.114
TOTAL ACTIVO	238.620	123.413	TOTAL PASIVO	238.620	123.413

Descripción del mercado

El sector del Alquiler de Maquinaria en España se encuentra altamente fragmentado, con aproximadamente 1.500 compañías y un valor total de mercado de cerca de € 2.000 millones.

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

La industria ha venido creciendo a ritmos fuertes en los últimos años. El mercado tiene dos grandes motores: la industria de la construcción y la tendencia a la subcontratación (sustitución de la compra de maquinaria por el alquiler por parte de los constructores).

El sector de la construcción ha obtenido un CAA superior al 10% para el periodo de 2001-2003 en términos corrientes. El porcentaje de penetración del alquiler de maquinaria en España es muy inferior al de otros países europeos (en Gran Bretaña es del 85%), con lo que se estima que parte del crecimiento de mercado ha de venir por esta vía.

Evolución durante el ejercicio de 2004

GAM ha sido capaz de mantener la línea de crecimiento mostrada durante los primeros seis meses del año.

La compañía ha consolidado las adquisiciones realizadas durante el primer trimestre así como la fuerte expansión a través de aperturas de nuevas delegaciones.

Desde el punto de vista de adquisiciones, el resultado en Madrid es positivo, en sólo seis meses de actuación conjunta de las dos compañías (Aldaelevación y SAFE, ahora todo junto denominado GAM Madrid), se ha conseguido doblar el tamaño de la delegación, crecer orgánicamente a ritmos superiores al 50% y convertirse en una marca referente en las principales obras de la capital.

Las nuevas delegaciones (9 aperturas en 2004 hasta un total de 32) están permitiendo a GAM aumentar su capilaridad y de esta forma ofrecer un servicio "completo" en todo el territorio nacional, superando la cobertura de cualquier otro competidor, y convirtiéndose de esta forma en el único operador global en la Península Ibérica.

En términos de magnitudes financieras, la compañía ha terminado el año por encima de las expectativas iniciales a nivel de ventas, demostrando el acierto en el plan de negocio concebido y posteriormente desarrollado. La inversión ha sido muy superior a la prevista inicialmente a principios de año, entrando la mayoría del parque en los últimos meses del año, con lo que se espera un crecimiento inducido fuerte para el año 2005.

De esta forma, el presupuesto fijado por el equipo directivo de la compañía para el año que viene, es, en línea con los presupuestos anteriores, agresivo, manteniendo los altos ritmos de crecimiento históricos del grupo, a la par que consolidando los márgenes a niveles próximos al 50% (EBITDA).

Al mismo tiempo, la actividad de adquisiciones continúa su proceso y se espera completar una o dos adquisiciones durante el primer semestre de 2005, situación que permitiría reforzar el liderazgo en la mayoría de las zonas de actuación del grupo.

Valoración

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

- Según los múltiplos de compra de la compañía, se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 64.003 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 25.211 miles de euros.
- Comparación con múltiplos de otras empresas del sector europeas, aplicándose un descuento del 30% por iliquidez, con la que se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 92.042 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 35.901 miles de euros.

Dado el fuerte crecimiento y la alta rentabilidad de la compañía una vez superada la fase de integración, se revaloriza la compañía a 64.003 miles de euros siguiendo el más conservador de los criterios, con lo que la **participación de Dinamia queda valorada en 25.211 miles de euros.**

Grupo GAM

cifras en miles de euros

	Ventas	EBITDA	EBIT	Bº Neto	C-F	Deuda Neta*
Resultados a 31.12.2004	87.292	37.565	19.028	12.090	30.627	91.130

*Media mensual del período

1) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPRA

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

	EBITDAx	EBITx	Media	Participación Dinamia
Múltiplos de compra	3,7x	9,0x		39,39%
Valoración	47.363	80.644	64.003	25.211

2) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES

	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF	Media	Ajustado por iliquidez	Participación Dinamia
Valoración según comparables	106.733	138.608	128.126	152.485	131.488	92.042	35.901
						Descuento por iliquidez	30%
Medias	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF			
	5,3x	12,1x	10,6x	5,0x			
VP PLC	4,2x	9,2x	10,6x	4,4x			
SPEEDY HIRE PLC	6,0x	11,5x	9,5x	4,7x			
LAVENDON GROUP PLC	3,5x	13,8x		1,5x			
ASHTHEAD GROUP PLC	4,8x			3,1x			
RAKENTAJAIN KONEVUOKR-B SHS	7,0x	12,4x	11,7x	6,1x			
UNITED RENTALS INC	6,1x	13,5x		10,1x			
NORTHGATE	4,5x	12,5x	14,1x	3,4x			

High Tech Hoteles



Gestión de una cadena de hoteles

Fecha de Inversión:	Enero 2003 / Enero 2004
Cantidad invertida:	11.250 miles de euros
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	44,02%
Valoración a 31 de Diciembre de 2004 (miles de euros):	11.250

Resumen de la Transacción:

En Enero de 2003, Dinamia invirtió 9.500 miles de euros en la cadena hotelera High Tech, en una operación mixta de adquisición de acciones y suscripción de una ampliación de capital. El capital de la compañía se estructuró con acciones ordinarias y preferentes (con un dividendo preferente del 9%). En Febrero de 2004, Dinamia invirtió 1.750 miles de euros adicionales como parte del compromiso de inversión adquirido con el equipo directivo en el momento de la inversión inicial. En las mismas condiciones que Dinamia invirtió Nmás1 Private Equity Fund LP, fondo asesorado, al igual que Dinamia, por la filial de capital riesgo de Nmás1. El accionariado, por tanto, queda repartido de la siguiente manera:

Cifras en número de acciones	Acciones		Acciones (9%)		Total	
	Ordinarias		Preferentes			
Dinamia Capital Privado	1.409.768	30,00%	5.510.025	50,00%	6.919.793	44,02%
Nmás1 PEF, LP	1.409.767	30,00%	5.510.023	50,00%	6.919.790	44,02%
Management	1.879.690	40,00%		0,00%	1.879.690	11,96%
	4.699.225	100,00%	11.020.048	100,00%	15.719.273	100,00%

La inversión acometida en la compañía hasta la entrada de Dinamia ascendía a unos 12 millones de euros (9 millones aportados por el anterior socio financiero y unos 3 millones aportados por el equipo directivo⁴)

Descripción de la compañía

High Tech Hotels & Resorts SA, es una cadena hotelera centrada en el segmento de tres estrellas y tres plus, enfocada a clientes de negocios y turísticos de ciudad. En este momento tiene 24 hoteles contratados, ubicados principalmente en Madrid y en las principales capitales de provincia. 15 de estos hoteles se encuentran operativos y el resto se irá abriendo una vez vayan concluyéndose las reformas en los mismos.

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

⁴ Para el caso del equipo directivo, su aportación incluye tanto aportaciones dinerarias (1,9 millones de euros), como una estimación de aportaciones no dinerarias (1,2 millones de euros)

Dirección de la compañía

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

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

*Cifras en miles de euros

	Auditoría 31.12.2002	Auditoría 31.12.2003	Real 31.12.2004	Presupuesto 31.12.2004	Presupuesto 31.12.2005
Ingresos de Explotación	6.861	11.026	16.933	18.356	25.742
EBITDA	167	716	2.370	2.159	4.566
EBIT	(1.076)	(1.796)	(1.582)	n.d	(478)
BAI	(2.178)	(1.949)	(1.855)	n.d	(1.082)
Beneficio del ejercicio ⁽¹⁾	(2.178)	(1.949)	(1.855)	n.d	(1.082)

(1) No incluye provisión dotada para cubrir la baja de inmovilizado derivada del abandono de High Tech France por importe de € 761 miles de euros

Balance de Situación

*Cifras en miles de euros

ACTIVO	Real	Auditoría	PASIVO	Real	Auditoría
	31.12.2004	31.12.2003		31.12.2004	31.12.2003
Inmovilizado	28.500	17.654	Fondos Propios	16.126	15.011
Activo Circulante	7.116	6.799	Provisiones	181	281
Tesorería	1.869	542	Acreedores largo plazo	4.415	415
TOTAL ACTIVO	37.485	24.995	Pasivo Circulante	16.763	9.288
			TOTAL PASIVO	37.485	24.995

Descripción del mercado

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

- Forma la columna vertebral de la industria hotelera en España, siendo más del 33% de la totalidad de establecimientos y con más del 45% de la capacidad de camas.
- Desde 1987 la ocupación en los hoteles de tres estrellas ha sido la más alta de la industria.
- El segmento de tres estrellas ha sido el menos afectado por la crisis que sufre actualmente la industria hotelera española manteniéndose en niveles del año anterior.
- Este segmento está controlado por la gestión familiar, muy poco profesional, y por tanto está muy fragmentado, sin la existencia de una marca clara líder del sector.
- Existen una serie de barreras de entrada muy marcadas en el sector; las grandes cadenas internacionales (Accor, Six Continents, Starwood, Hyatt...) que han mostrado un gran interés por el mercado español tienen dificultades para instalarse debido a la falta de transparencia dentro de las pequeñas cadenas ya establecidas y a la falta de cadenas de cierto tamaño que les permita entrar con fuerza en el mercado español. Además se ha comprobado que la presencia de un promotor nacional es clave para el éxito de la cadena en España.

Evolución durante el ejercicio 2004

El ejercicio 2004 ha supuesto la confirmación del acierto estratégico de la compañía. Con ocupaciones medias superiores al 70%, el mercado ha recibido con entusiasmo la creación de una cadena líder en el segmento urbano de tres estrellas – tres plus. A pesar del difícil mercado hotelero en Madrid, afectado por un descenso de visitantes extranjeros tras los acontecimientos del 11 de marzo se han conseguido superar las cifras de EBITDA del presupuesto. Los hoteles de París, fuera del foco estratégico de la compañía y con contribución negativa a resultados, fueron traspasados a partir de noviembre a otro operador.

La captación de nuevos hoteles ascendió a siete nuevos contratos de alquiler, tal como se presupuestó. De ellos, dos están situados en Madrid, dos en Barcelona, dos en Sevilla y uno en Málaga.

En el mes de febrero se realizó una ampliación de capital de 3.500 miles de euros, suscrita al 50% por Dinamia y Nmás1 PEF. Asimismo, se ha obtenido una línea de financiación de 11.000 miles de euros por parte de BBVA y Deutsche Bank. Estos fondos, junto con el cash-flow que genera la compañía, aseguran la financiación del fuerte crecimiento en nuevas aperturas estimado para los próximos años.

Valoración

Siguiendo las directrices de la EVCA, y dado su carácter de capital desarrollo, se mantiene su valoración a coste de adquisición, esto es, **11.250 miles de euros**.

Ydilo Advanced Voice Solutions, S.A.



Servicios Avanzados de Voz

Fecha de Inversión Inicial:	Abril 2001/Junio 2001
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Importe de adquisición:	1.420 miles de euros
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	6,52%
Valoración a 31 de Diciembre de 2004 (miles de euros):	1.420

Resumen de la Transacción:

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

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

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

Como se explica en los hechos posteriores, en Febrero de 2005, Dinamia invirtió 50 miles de euros en el capital social de Ydilo. La participación de Dinamia ha pasado del 6,52% a 7,06%.

Descripción de la compañía

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

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

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

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

Para clientes que por razones de confidencialidad de los datos y contenidos no pueden subcontratar los servicios de Ydilo en formato ASP, la compañía ofrece soluciones verticales, combinando su propia tecnología con soluciones de terceros con los que tiene acuerdos de "Value Added Reseller".

Entre sus clientes se encuentran Vodafone, ING, El Corte Inglés, Retevisión, Air Miles, Grupo Logístico Santos, Real Madrid, Dirección General de Tráfico.

Dirección de la compañía

La compañía está liderada por Javier Álvarez Vara (Presidente) y Domingo López Montesdeoca (Director General). La compañía se ha aproximado a las 100 personas en plantilla al final del primer semestre de 2004.

Descripción del mercado

La utilización de las tecnologías de reconocimiento de fonemas, síntesis de voz y modelos acústicos han tenido un fuerte desarrollo en los últimos años. Este desarrollo se prevé imparable en la próxima década, ya que la voz es el interfaz de comunicación por excelencia. De este modo, los principales proveedores de estas tecnologías base como Nuance, Scansoft/Speechworks, IBM, etc. están trabajando en nuevos sistemas de reconocimiento, basados en modelos estadísticos que permitirán ofrecer soluciones de diálogos más abiertos, intuitivos, flexibles y directos que los actuales.

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

La compañía sigue aventajando a la competencia en su mercado natural, tanto por la calidad probada de la plataforma tecnológica, como por la especialización y complejidad de las aplicaciones de voz y el tiempo de ventaja en desarrollos que lleva la compañía sobre otros proveedores de estos servicios. No obstante, la creciente demanda de aplicaciones basadas en estas tecnologías –prácticamente todos los nuevos concursos de servicios de CRM basados en call-centers, incorporan la necesidad de automatizar parte de los servicios– permite anticipar la entrada más tarde o más temprano de las grandes multinacionales especializadas en outsourcing. En general se percibe un entorno más dinámico y una mayor voluntad de inversión en tecnología por parte de las grandes empresas españolas, clientes potenciales de estas tecnologías al ser usuarios de grandes centros de atención telefónica a clientes.

Evolución durante el ejercicio 2004

Se han superado los objetivos de ventas y, sobre todo, de EBITDA sobre el presupuesto para el ejercicio 2004, gracias al tirón de nuevos desarrollos de aplicaciones para clientes, principal motor de rentabilidad. El EBITDA a 31 de Diciembre ha sido de €2,1m, casi el doble del presupuesto inicial, con beneficio neto positivo por primera vez desde la fundación de la compañía (por encima de los €0,7m).

La principal desviación sobre el presupuesto ha sido la inversión en inmovilizado, que ha totalizado €2,5m, que incluyen el desdoblamiento de la plataforma por razones de seguridad

en el centro de datos de una empresa especializada y la inversión en la plataforma tecnológica puesta a servicio de un cliente teleco, entre otras.

La inversión realizada en el desarrollo de la plataforma tecnológica y la labor comercial ya iniciada en el ejercicio 2002 empiezan a dar frutos. El crecimiento en ventas procede principalmente de clientes de telecomunicaciones, segmento en donde a finales de 2003 se firmó un contrato a tres años con uno de los principales operadores de móviles, que además de significativo por la tecnología empleada, la diversidad de funcionalidades y aplicaciones y los niveles de servicio establecidos, supone para Ydilo una base sólida de negocio para los próximos ejercicios. Igualmente se ha desarrollado con éxito y está plenamente operativa la primera automatización de call center mediante lenguaje natural en España para una entidad financiera. Estos y otros destacados desarrollos, para otras entidades financieras, empresas de energía, clubes de fútbol o Planes de Fidelización, han permitido posicionar la plataforma de Ydilo como una de las mejores opciones disponibles en el mercado.

Valoración

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

Educa Borrás, S.A.



Juguetes Educativos

Fecha de Inversión:	Diciembre 2000
Cantidad inicial invertida:	3.005 miles de euros
Fecha cierre de contabilidad:	31 Marzo
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	38,44%
Valoración a 31 de Diciembre de 2004 (miles de euros):	2.907

Resumen de la Transacción:

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

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

- Catalana d'Iniciatives 23,83%
- Team Toys (directivos) 34,42%
- Otros 3,31%

Tal y como se menciona en los hechos posteriores al cierre, Dinamia vendió la totalidad de su participación en la compañía a Team Toys, sociedad a través de la cual los directivos participan en la compañía, en Febrero de 2004. Pocos días antes, Catalana d'Iniciatives vendió también su participación, por lo que Team Toys controla a la fecha de publicación de este informe un 96,7% de la sociedad.

Descripción de la compañía

Antes de la fusión, Borrás era una sociedad con un producto muy complementario al de Educa (juegos de magia, juegos educativos de mesa, construcciones, manualidades y otros). Tiene varias marcas y productos de reconocido prestigio como Magia Borrás, Tente, Telesquech o Conector. Educa, por su parte, se dedicaba a la fabricación y comercialización de juguetes educativos, con un extenso catálogo de puzzles, juegos de mesa y juguetes electrónicos. Las gamas de ambas marcas permitieron una integración total del negocio.

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

Dirección de la compañía

Borrás Plana fue objeto de un *management-buy-in* efectuado en 1996 por el anterior equipo directivo de Diset (uno de los líderes del sector y competencia directa de Educa). Al frente del equipo estaba José Maxenchs, ejecutivo con grandes dotes comerciales y con una amplia experiencia en multinacionales de gran consumo (Braun y Tefal entre otras). El Sr. Maxenchs, -anterior Consejero Delegado de Borrás Plana, S.A.- es ahora el Presidente Ejecutivo de Educa Borrás y Florenci Verbón –anterior Director General de Educa- lo es ahora de la compañía fusionada.

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

*Cifras en miles de euros

	Real 9 meses 31.12.2003	Real 9 meses 31.12.2004	Pres. 9 meses 31.12.2004	Auditoría 12 meses 31.03.2003	Auditoría* 12 meses 31.03.2004	Pres. 12 meses 31.03.2005
Ingresos de Explotación	15.731	16.210	16.627	21.971	20.520	21.812
EBITDA	2.265	3.137	2.519	3.221	2.593	3.571
EBIT	1.168	2.156	1.529	2.169	1.445	2.254
Beneficio antes de impuestos	144	1.120	567	723	654	983
Beneficio del ejercicio	144	1.120	567	683	629	983

* Eliminado el efecto de los gastos extraordinarios de fusión (409 miles de euros)

Balance de Situación

*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	Real 31.12.2004	Auditoría 31.03.2004	<u>PASIVO</u>	Real 31.12.2004	Auditoría 31.03.2004
Inmovilizado	5.171	5.778	Fondos Propios	9.508	8.435
Activo Circulante	22.495	16.251	Acreedores a largo plazo	1.772	1.731
Tesorería	368	207	Deuda a corto plazo	11.853	7.481
TOTAL ACTIVO	28.034	22.236	Pasivo Circulante	4.901	4.589
			TOTAL PASIVO	28.034	22.236

Descripción del mercado

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

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

Evolución del ejercicio 2004

El mercado nacional del juguete en el 2004, ha tenido una tendencia positiva. Sin embargo el mercado de exportación se ha visto claramente marcado por la debilidad del dólar.

Educa ha mantenido su posición de liderazgo y a Diciembre 2004 (el ejercicio cierra en Marzo de 2005), ha sido capaz de afrontar la campaña de Navidad con un crecimiento ligeramente superior a la evolución de su propio mercado. En el mercado Portugués se ha superado el

crecimiento del ejercicio pasado y en el resto de mercados exteriores se han conseguido volúmenes ligeramente inferiores a los del ejercicio pasado, debido a la debilidad del dólar.

Las cuentas de resultados a Diciembre de 2004 recogen mejoras en márgenes debido a las recientes inversiones en proceso productivo. A nivel de resultado neto se producirán importantes mejoras debido a la contención de gastos fijos y a la finalización de la amortización de los gastos de fusión.

Valoración

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

- Comparación con múltiplos de otras empresas del sector, aplicándose un descuento del 30% por iliquidez, con la que se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 11.499 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 4.420 miles de euros.

Mantenemos la valoración de Educa Borrás a su coste de adquisición de €7.564 miles de euros, que supone una **valoración de la participación de Dinamia de 2.907 miles de euros**. Esta valoración es consistente con el criterio contable aplicado tras la venta de la participación en 2005, según el cual se ha provisionado la plusvalía obtenida. Esta provisión se irá revirtiendo según se vayan cobrando los pagos aplazados, tal como se menciona en el apartado "Hechos posteriores a 31.12.2004".

Educa Borrás, S.A.

cifras en miles de euros

	Ventas	EBITDA	EBIT	B° Neto	C-F	Deuda Neta*	
Resultados estimados a 31.03.2005	21.812	3.571	2.254	983	2.300	11.490	<small>*Deuda neta media últimos 12 meses</small>

VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES								
Valoración según comparables	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF	Media	Ajustado por iliquidez	Participación Dinamia	
		17.681	13.123	12.608	22.296	16.427	11.499	38,44%
	Descuento por iliquidez						30%	
Medias	8,2x	10,9x	12,8x	9,7x				
VERMONT TEDDY BEAR CO INC	9,0x	11,2x	17,8x	11,8x				
BRIO AB-B SHS			6,8x	3,7x				
CHARACTER GROUP PLC	7,8x	9,4x	8,6x	7,3x				
GAMES WORKSHOP GROUP PLC	8,4x	10,5x	14,8x	11,0x				
HASBRO INC	6,6x	11,3x	17,3x	8,3x				
HORNBY PLC	9,0x	10,3x	12,8x	10,9x				
JAKKS PACIFIC INC			12,4x	10,4x				
KOMPAN A/S-B	7,7x	14,9x		15,7x				
MATTEL INC	7,7x	10,2x	13,9x	9,8x				
MEGA BLOKS INC	9,4x	11,1x	17,8x	14,3x				
MARVEL ENTERPRISES INC	12,5x	12,9x	14,0x	13,7x				
SMOBY SA	4,2x	8,1x	8,1x	3,0x				
ZAPF CREATION AG	7,6x	10,1x	9,6x	6,2x				

Grupo Undesa



Desarrollo, producción y comercialización de productos oleoquímicos

Fecha de Inversión:	Julio 2000
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Importe de adquisición:	10.217 miles de euros
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.⁵:	49,09%
Valoración a 31 de Diciembre de 2004 (miles de euros):	11.187

Resumen de la Transacción:

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

Dinamia mantiene una participación del 48,6% no diluido del capital (no diluido y ajustado por autocartera); el resto del accionariado se reparte de la forma siguiente.

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

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

EBITDA*	EBIT
4,2x	6,3x

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

Descripción de la compañía

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

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

⁵ Ajustado por autocartera

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

Dirección de la compañía

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

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

*Cifras en miles de euros

	Auditoría 31.12.2002	Auditoría 31.12.2003	Real 31.12.2004	Presupuesto 31.12.2004	Presupuesto 31.12.2005
Ingresos de Explotación	81.332	83.029	81.537	88.963	87.877
EBITDA	8.558	9.629	5.142	10.691	7.689
EBIT	5.198	6.035	1.497	7.045	3.878
BAI ⁽¹⁾	4.343	5.428	1.375	6.856	3.444
Beneficio del ejercicio ⁽¹⁾	3.343	3.335	994	4.461	1.653

(1) BAI y Beneficio del ejercicio ajustados por Fondo Comercio y Resultados Extraordinarios

Balance de Situación

*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	Real	Auditoría	<u>PASIVO</u>	Real	Auditoría
	31.12.2004	31.12.2003		31.12.2004	31.12.2003
Acciones Propias	1.485	1.505	Fondos Propios	29.957	32.834
Inmovilizado	23.919	25.374	Fondo de Pensiones	1.482	1.433
Activo Circulante	29.567	31.808	Acreedores a largo plazo	314	7.134
Tesorería	0	3.972	Deuda a corto plazo	2.347	3.424
TOTAL ACTIVO	54.971	62.659	Pasivo Circulante	20.872	17.834
			TOTAL PASIVO	54.971	62.659

Descripción del mercado

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

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

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

Evolución durante el ejercicio 2004

Las condiciones de mercado del último año han sido las más negativas en la historia reciente de la compañía. La creciente producción de biodiesel ha tenido un doble impacto negativo. Por un lado, al aumentar la producción del biodiesel ha aumentado la producción de glicerina (del producto final en la fabricación de biodiesel aproximadamente un 10% es glicerina) lo que ha provocado una caída de su precio de venta y, por otro, la demanda de las materias primas utilizadas en la fabricación de ácidos grasos, en particular los aceites de soja y palma, se ha incrementado notablemente pues dichas materias primas son también la base en el proceso de fabricación del biodiesel.

El incremento de los precios de materias primas, especialmente en aquellos productos de menor valor añadido (oleínas y estearinas) no ha podido repercutirse a los clientes lo que ha provocado un deterioro de los márgenes brutos.

En este difícil entorno de mercado, la compañía, principalmente en sus factorías de Barcelona y Zuera, ha sido capaz de mejorar sus procesos productivos lo que ha permitido atenuar, en cierta medida, el deterioro ocasionado por las condiciones de mercado.

No obstante lo anterior, la compañía ha sido capaz de mantener cuota de mercado y volumen de producción en los niveles del año anterior. En concreto, España ha sido capaz de superar mejor estos factores que Italia, al ser menor su dependencia de la exportación y de la glicerina y al centrarse en productos derivados.

Como consecuencia de todos estos efectos, las magnitudes financieras de la compañía no han sido las esperadas, con descensos significativos en algunas de ellas (EBITDA -50%). Aún así, la compañía ha seguido generando un cash flow positivo de operaciones que le ha permitido pagar un dividendo de 3 millones de euros sin incrementar el endeudamiento.

Esta caída en resultados se debe a circunstancias, algunas de las cuales, como el incremento de producción de biodiesel y el derrumbe del precio de la glicerina, deben considerarse estructurales, y otras como la debilidad de la demanda y la debilidad de los precios de venta son coyunturales. En estas difíciles circunstancias el management sigue realizando una excelente labor en la gestión.

Con posterioridad al cierre del ejercicio, la compañía ha pagado un dividendo a los accionistas de 5 millones de euros.

Valoración

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

- Según los múltiplos de compra de la compañía, se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 18.891 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 9.237 miles de euros.

- Comparación con múltiplos de otras empresas del sector europeas, aplicándose un descuento del 30% por iliquidez, con la que se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 23.173 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 11.187 miles de euros.

Debido a que el cierre de año ha estado muy por debajo de presupuesto, se reduce la valoración de la compañía siguiendo el segundo de los criterios, que valora los fondos propios de la compañía en 23.173 miles de euros, con lo que la **participación de Dinamia queda valorada en 11.187 miles de euros.**

Grupo Undesa

cifras en miles de euros

	Ventas	EBITDA	EBIT	B° Neto	C-F	Deuda Neta
Resultados a 31.12.2004	81.537	5.142	1.497	994	4.639	2.660

1) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPRA

	EBITDAx	Media	Participación Dinamia
Múltiplos de compra	4,2x		48,90%
Valoración	18.891	18.891	9.237

2) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES

	EV/EBITDA	P/CF	Ajustado		Participación	
			Media	por iliquidez	Dinamia	48,28%
Valoración según comparables	31.817	34.393	33.105	23.173	11.187	
				Descuento por iliquidez		30%
Medias	6,7x	7,4x				
DEGUSSA AG	4,5x	5,5x				
RHODIA SA	8,8x					
CIBA SPECIALTY CHEMICALS-REG	7,9x	8,5x				
CLARIANT AG-REG	5,4x	5,8x				
CRODA INTERNATIONAL PLC	7,2x	9,1x				
DSM NV	4,8x	5,7x				
SOLVAY SA	8,1x	7,2x				
EMS-CHEMIE HOLDING AG-REG	7,0x	10,0x				

Net TV



Televisión digital terrestre en abierto

Fecha de Inversión:	Junio 2000
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Importe de adquisición:	115 miles de euros
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	1,71%
Valoración a 31 de Diciembre de 2004 (miles de euros):	225

Resumen de la Transacción:

En junio de 2000, Dinamia tomó una participación del 1,5% en el consorcio Net TV. Tras la salida de TF-1 del accionariado en julio de 2002, Dinamia amplió ligeramente su participación hasta el 1,64%, quedando repartido el resto del accionariado. En Julio de 2004, Dinamia acudió a la ampliación de capital realizada por Dinamia Telemática, S.L. desembolsando 110 miles de euros. Estos fondos se utilizaron para acudir a la ampliación de capital que tuvo lugar en Net TV el pasado mes de Diciembre. El porcentaje de participación que Dinamia tiene en esta compañía ha pasado del 1,64% al 1,71% como consecuencia de esta ampliación. El resto del accionariado ha quedado configurado de la siguiente forma:

➤ Pantalla Digital ⁶	56,02%
➤ Viaplus (Altadis)	18,00%
➤ Europroducciones	9,84%
➤ Radio Intereconomía	8,75%
➤ SIC	5,10%
➤ Denodo Technologies	0,58%

Descripción de la compañía

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

Valoración

Dado su carácter de start-up y el no haber comenzado apenas aún sus operaciones, y siguiendo las directrices de la EVCA, se mantiene su valoración a coste de adquisición, esto es, una **valoración de la participación de Dinamia de 225 miles de euros**.

⁶ Participado mayoritariamente por el Grupo Vocento

Industrias Anayak, S.A.



Diseño, fabricación y comercialización de máquinas-herramienta

Fecha de Inversión:	Septiembre 1999
Cantidad invertida:	7.033 miles de euros
Fecha cierre de contabilidad:	31 de Diciembre
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	63,06%
Valoración a 31 de Diciembre de 2004 (miles de euros):	3.517

Resumen de la Transacción:

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

El resto del accionariado se reparte de la forma siguiente:

- Equipo directivo 36,94%

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

EBITDA*	EBIT	B° Neto
4,4x	6,3x	7,5x

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

Descripción de la compañía

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

Las máquinas se adaptan a las especificaciones de cada cliente e incluso las comercializadas sufren modificaciones para satisfacer las necesidades específicas de cada comprador. Las fresadoras de Anayak incluyen la tecnología más avanzada en sus cabezales, lo que le permite trabajar en cinco ejes, esto es, son capaces de producir elementos esféricos y otras formas geométricas complejas. Por otra parte, dos características esenciales diferencian a las máquinas de Anayak con respecto a los competidores: el cabezal rígido y las cinco vías (en lugar de tres) sobre las que reposa y se desliza la máquina. Estas dos características, además de garantizar una mayor durabilidad de la máquina, minimizan las vibraciones

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

Dirección de la compañía

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

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

*Cifras en miles de euros

	Auditoría 31.12.2002	Auditoría 31.12.2003	Real 31.12.2004	Presupuesto 31.12.2004	Presupuesto 31.12.2005
Ingresos de Explotación	25.996	16.554	18.086	20.039	22.799
EBITDA	1.564	(1.366)	(1.548)	(40)	696
EBIT	711	(2.226)	(2.336)	(793)	68
Beneficio antes de impuestos	733	(2.287)	(2.164)	(1.014)	(148)
Beneficio del ejercicio	963	(1.395)	(1.307)	(1.014)	(148)

Balance de Situación

*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	Real	Auditoría	<u>PASIVO</u>	Real	Auditoría
	<u>31.12.2004</u>	<u>31.12.2003</u>		<u>31.12.2004</u>	<u>31.12.2003</u>
Inmovilizado	6.668	6.453	Fondos Propios	7.265	8.588
Activo Circulante	11.452	11.832	Acreedores a largo plazo	2.139	2.791
Tesorería	635	727	Deuda a corto plazo	1.372	731
TOTAL ACTIVO	18.755	19.012	Pasivo Circulante	7.979	6.902
			TOTAL PASIVO	18.755	19.012

Evolución durante el ejercicio 2004

La importante crisis del sector de los últimos ejercicios ha seguido haciendo mella en los resultados de Anayak en el ejercicio 2004. Las medidas de ajustes de costes e inversiones y el control del capital circulante han permitido que la situación financiera de la compañía siga siendo sólida, habiéndose conseguido además traspasar la mayor parte del endeudamiento a largo plazo.

Los esfuerzos de la compañía se han centrado en la recuperación de la cartera de pedidos y en la renovación de la gama de productos, habiéndose obtenido importantes innovaciones tecnológicas. La cartera de pedidos a diciembre de 2004 comienza a mostrar señales de recuperación, siendo casi un 50% superior a la de diciembre del año anterior.

En esta situación, con poca presión del endeudamiento, una cartera de pedidos con los signos de recuperación y una cartera de productos renovada tecnológicamente, gracias a los esfuerzos en I+D, la compañía esta lista para una próxima recuperación de la demanda. Para 2005, gracias a la recuperación de la cartera de pedidos y la nueva gama de máquinas, se estima ya la vuelta a EBITDA y cash-flow positivos.

Valoración

Dada la aún incierta situación de mercado y la fuerte caída en ventas y resultados de la compañía, se mantiene la valoración realizada a 31 de Diciembre de 2002, en la que se provisionó el 50% de la valoración de la compañía hasta los 5.557 miles de euros, con lo que **la participación de Dinamia queda valorada en 3.517 miles de euros.**

Arco Bodegas Unidas



Bodegas de vino

Fecha de Inversión:	Marzo 1999
Cantidad inicial invertida:	5.457 miles de euros
Ampliación de Capital Marzo 2001	12.020 miles de euros
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	8,00%
Valoración a 31 de Diciembre de 2004 (miles de euros):	18.040

Resumen de la Transacción:

En Marzo de 1999 Arco Bodegas Unidas (antiguo Grupo Berberana) reorganizó su accionariado con la compra a NH Hoteles (antigua Cofir) del 56% de su capital por parte de diversos socios, entre los que se encontraba Dinamia. En Marzo de 2000 se acometió una ampliación de € 30m, de los que Dinamia suscribió € 12m, con lo que su participación en el capital de la compañía se elevó hasta el 8,00%. El resto del accionariado, ajustado por autocartera, queda repartido como sigue:

➤ Corporación Financiera Arco	58,78%
➤ Otros	19,37%
➤ Autocartera	13,85%

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

EBITDA*	EBIT	Bº Neto
10,9x	12,3x	16,0x

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

Descripción de la compañía

Arco es un grupo bodeguero independiente líder en vinos de calidad y está formado por Bodegas Berberana, Marqués de Griñón, Cavas Marqués de Monistrol, Bodegas Lagunilla, y Bodegas Hispano Argentinas; adicionalmente elabora y comercializa Vinos Mediterráneos y otros Vinos de la Tierra. Sus principales competidores son Freixenet, Codorníu, Bodegas y Bebidas, y otras muchas bodegas de mucho menor tamaño.

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

Dirección de la compañía

El equipo directivo, liderado por D. Víctor Redondo y que ostenta un porcentaje significativo del capital de la compañía, cuenta con gran experiencia en el sector y motivación (dada su involucración en el capital de la compañía).

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

*Cifras en miles de euros

	Auditoría 31.12.2002	Auditoría 31.12.2003	Real 31.12.2004	Presupuesto 31.12.2004
Ingresos de Explotación	189.237	183.705	189.250	199.596
EBITDA	20.023	19.546	22.558	20.051
EBIT	16.890	16.238	18.590	16.132
Beneficio antes de impuestos	13.171	15.807	18.108	14.608
Beneficio del ejercicio	10.918	12.671	13.384	11.195

Balance de Situación

*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	Real 31.12.2004	Auditoría 31.12.2003	<u>PASIVO</u>	Real 31.12.2004	Auditoría 31.12.2003
Inmovilizado	76.352	60.172	F. Propios	92.997	101.354
Activo Circulante	97.568	111.165	Socios Externos	10.554	10.120
Tesorería	2.066	2.209	Deuda a largo plazo	19.613	11.952
TOTAL ACTIVO	175.986	173.546	Deuda a corto plazo	19.752	14.328
			Pasivo Circulante	33.070	35.792
			TOTAL PASIVO	175.986	173.546

Evolución durante el ejercicio 2004

La evolución de la actividad de Arco en año 2004 se puede resumir en los siguientes puntos:

- Estabilidad en el número de unidades vendidas con incremento en el margen unitaria por el progresivo incremento en la venta de vinos de mayor precio y margen, especialmente procedentes de Haciendas de España;
- Renegociación del contrato con Marqués de Griñón en unas condiciones beneficiosas para ambas partes;
- Incremento de la actividad productiva con el lanzamiento de nuevas bodegas en Rioja (Marqués de la Concordia), Duero y Andalucía.

Valoración

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

- Según los múltiplos de compra de la compañía, se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 219.225 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 19.889 miles de euros.
- Comparación con múltiplos de otras empresas del sector europeas, aplicándose un descuento del 30% por iliquidez, con la que se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 216.565 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 19.648 miles de euros.

Los dos métodos utilizados arrojan valoraciones cercanas a la valoración del informe anterior, en la que se mantuvo la valoración de la compañía en el momento de la adquisición, ajustando la participación inicial a la valoración aplicada para la ampliación de capital de Marzo de 2000, **quedando la participación de Dinamia valorada en 18.040 miles de euros**. Este aspecto se justifica, además, por la situación de liderazgo de la compañía, como grupo bodeguero independiente más grande del país y uno de los mayores del mundo, junto con los altos múltiplos pagados en las últimas transacciones en el sector.

Arco Bodegas Unidas, S.A.

cifras en miles de euros

	Ventas	EBITDA	EBIT	B° Neto	C-F	Deuda Neta
Resultados a 31.12.2004	189.250	22.558	18.590	13.384	17.352	22.967

1) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPRA

	EBITDAx	EBITx	P/E	P/CF	Media	Participación* Dinamia
Múltiplos de compra	10,9x	12,3x	16,0x	13,5x		9%
Valoración	222.355	206.303	214.287	233.954	219.225	19.889

*Ajustada por autocartera

2) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES

Valoración según comparables	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF	Media	Ajustado por iliquidez	Participación*
					309.378	216.565	Dinamia 9%
							30%
						Descuento por iliquidez	
Medias	15,3x	19,2x	19,9x	18,1x			*Ajustada por autocartera
BARON DE LEY	9,1x	12,0x	13,4x	9,7x			
BELVEDERE SA	17,0x	21,3x	17,0x	13,5x			
BROWN-FORMAN CORP -CL A	13,5x	15,2x	22,9x	18,9x			
BODEGAS RIOJANAS SA				24,7x			
VINA CONCHA Y TORO S.A.	17,9x	22,5x	23,3x	18,0x			
CIA VINICOLA DEL NORTE DE ES	13,8x	21,0x	17,7x	11,6x			
VINA SAN PEDRO S.A.				24,7x			
CHALONE WINE GROUP LTD (THE)	17,3x			22,6x			
SOUTHCORP LIMITED	18,4x	23,8x					
VINCOR INTERNATIONAL INC	15,9x	18,7x	25,0x	19,2x			

Capital Safety Group



CAPITAL SAFETY GROUP LIMITED

Fabricación de equipos de seguridad para el trabajo

Fecha de Inversión:	Enero 1999
Cantidad invertida:	5.836 miles de euros (incluye crédito a la participada)
Fecha cierre de contabilidad:	31 Marzo
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	7,37%
Valoración a 31 de Diciembre de 2004 (miles de euros): (incluye el crédito a la participada) 9.368	

Resumen de la Transacción:

En Enero de 1999 Dinamia materializó, junto a fondos gestionados por Electra, el MBO de Capital Safety Group. El valor total de la transacción fue de £96,7m (unos €140m). El resto del accionariado se reparte de la forma siguiente:

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

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

EBITDA*	EBIT
8,3x	9,0x

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

Descripción de la compañía

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

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

Dirección de la compañía

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

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

*Cifras en miles de euros

	9 meses Real* 31.12.2003	9 meses Real* 31.12.2004	9 meses Pres* 31.12.2004	12 meses Auditoria 31.03.2003	12 meses Auditoria 31.03.2004	12 meses Pres* 31.03.2005	12 meses Previsión* 31.03.2005
Ingresos de Explotación	73.437	76.726	76.700	94.685	97.536	104.195	106.248
EBITDA	13.769	14.059	13.900	17.324	18.739	19.582	20.702
EBIT	12.602	12.948	12.735	15.789	17.223	17.989	19.129
BAI	7.490	8.228	7.815	8.045	10.809	11.466	12.867
Beneficio del ejercicio	4.759	4.339	4.129	4.998	6.838	6.354	6.909

*No se incluyen gastos de reestructuración no recurrentes

Balance de Situación

*Cifras en miles de euros

ACTIVO	Real	Real	PASIVO	Real	Real
	31.12.2004	31.03.2004		31.12.2004	31.03.2004
Inmovilizado	25.432	27.677	Fondos Propios	79.394	75.871
F. de Comercio	117.844	117.844	Crédito Accionistas	51.032	48.465
Activo Circulante	36.765	34.440	Acreedores a largo plazo	30.734	37.505
Tesorería	1.091	3.442	Deuda a corto plazo	24	20
TOTAL ACTIVO	181.132	183.404	Pasivo Circulante	19.948	21.543
			TOTAL PASIVO	181.132	183.404

Descripción del mercado

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

Evolución durante el ejercicio 2004

El importante esfuerzo de reestructuración (con un coste de £ 3m) que acometió la compañía el pasado año, con el cierre de dos plantas y una reorganización comercial de su negocio en USA, está dando sus frutos durante el presente ejercicio. A pesar de que la situación del mercado no ha mejorado sustancialmente, CSG está ganando cuota de mercado a sus competidores.

Transcurridos nueve meses del presente ejercicio, todo hace indicar que la compañía se va a comportar algo mejor que lo que estaba presupuestado.

Valoración

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

- Según los múltiplos de compra de la compañía, se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 87.982 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia en capital de 6.488 miles de euros.
- Comparación con múltiplos de otras empresas del sector europeas, aplicándose un descuento del 30% por iliquidez, con la que se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 71.817 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia en capital de 5.296 miles de euros.

Siguiendo el segundo de los métodos, se incrementa la valoración de los fondos propios de Capital Safety Group hasta 71.817 miles de euros, lo que supone una **valoración de la participación de Dinamia de 5.296 miles de euros**, a los que hay que añadir los 4.072 miles de euros del crédito a la participada.

Capital Safety Group

cifras en miles de euros

	Ventas	EBITDA	EBIT	B° Neto	C-F	Deuda Neta
Resultados estimados a 31.03.2005	104.195	19.582	17.989	6.354	7.947	74.325

1) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPRA

	EBITDAx	EBITx	Media	Participación Dinamia
Múltiplos de compra	8,3x	9,0x		7,37%
Valoración	88.515	87.449	87.982	6.488

2) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES

	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF	Media	Ajustado por iliquidez	Participación Dinamia	7,37%
Valoración según comparables	75.506	142.759	117.562	74.558	102.596	71.817	5.296	
						Descuento por iliquidez		30%
Medias	7,7x	12,1x	18,5x	9,4x				
NOVAR PLC	7,6x	14,8x						
WMH WALTER MEIER AG-REG A	7,6x			11,8x				
KONE OY-J-B SHS	7,2x	10,6x	11,2x	7,3x				
CARDO AB	8,2x	13,0x	20,3x	10,2x				
UPONOR OYJ	6,8x	11,1x	16,9x	8,6x				
TARKETT AG	5,2x	8,5x	11,2x	5,1x				
ULTRAFRAME PLC	4,1x	7,1x		7,8x				
DECEUNINCK	7,3x	11,6x	18,3x	8,3x				
SIG PLC	8,4x	11,0x	15,3x	10,4x				
WIENERBERGER AG	10,4x	19,8x	23,1x	9,5x				
LATCHWAYS PLC	11,7x	13,7x	20,3x	16,2x				
BACOU DALLOZ	7,2x	11,5x	30,0x	7,9x				

Deutsche Woolworth



Cadena de grandes almacenes en Alemania y Austria

Deutsche Woolworth:

Fecha de Inversión:	Diciembre 1998
Cantidad invertida:	4.309 miles de euros
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	6,61%
➤ DWW Deutsche Woolworth Holdings GmbH	6,52%
➤ DWW Beteiligungs GMBH	7,35%
Valoración a 30 de Junio de 2004 (miles de euros):	-

Forthpanel Limited:

Fecha de Inversión:	Mayo 2003
Cantidad invertida:	1.000 miles de euros
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	5,00%
Valoración a 31 de Diciembre de 2004 (miles de euros):	1.000

Resumen de la Transacción:

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

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

El precio total de compra ascendió a €562m:

millones	€
Equity	20,8
Shareholders' Loan	55,9
Deuda Bancaria	485,7
TOTAL	562,4

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

EBITDA*	EBIT
7,41x	12,20x

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

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

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

Descripción de la compañía

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

El grupo tiene un importante patrimonio inmobiliario ya que, en el momento de la adquisición 118 de los 357 establecimientos eran propiedad del grupo, y estaban valorados en Eur614m. Dicho patrimonio ha servido de soporte para el apalancamiento al que se ha sometido el grupo en la adquisición.

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

Dirección de la compañía

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

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

*Cifras en miles de euros

	Auditoría 31.12.2002	Auditoría 31.12.2003	Real 31.12.2004	Presupuesto 31.12.2004	Presupuesto 31.12.2005
Ingresos de Explotación	940.099	938.475	881.032	935.017	888.285
EBITDA	2.299	9.799	13.501	17.833	19.405
EBIT	(16.302)	(9.106)	(4.758)	(1.384)	2.605
BAI	5.765	(3.882)	6.981	(10.892)	(8.672)
Beneficio del ejercicio	4.705	(4.594)	4.949	(11.429)	(8.835)

Balance de Situación

*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	Real	Auditoría	<u>PASIVO</u>	Real	Auditoría
	<u>31.12.2004</u>	31.12.2003		<u>31.12.2004</u>	31.12.2003
Acciones propias	733	733	Fondos Propios	62.922	57.852
Inmovilizado	289.312	349.895	Socios Externos	(24)	(24)
Activo Circulante	155.819	138.967	Fondo de Pensiones	165.566	163.841
Tesorería	89.309	89.221	Deuda bancaria	152.143	170.052
TOTAL ACTIVO	535.173	578.816	Pasivo Circulante	154.565	187.095
			TOTAL PASIVO	535.173	578.816

Evolución durante el ejercicio 2004

El mercado de comercio al por menor en Alemania no está siendo favorable para la compañía; durante 2004 ha caído en torno a un 5%, con alimentación teniendo el mejor comportamiento (repitiendo niveles del año anterior), llevándose el textil la peor parte con caídas cercanas 10%.

En esta situación, el presupuesto no ha sido alcanzable, principalmente a nivel de ventas consolidadas. Las ventas comparables cayeron alrededor casi un 5% con respecto al año anterior. El resultado de explotación, sin embargo, será mejor que el del año anterior en unos 4,4 millones de euros, gracias a una mejora en el margen bruto de casi un punto y medio, fruto fundamentalmente de la mejora en la oferta de productos, que permite reducir significativamente la cantidad de mercancía a saldar a márgenes reducidos, y a un ahorro en gastos de unos 15 millones de euros. Por otra parte, la apertura de tiendas aún no maduras durante el ejercicio ha supuesto un aumento en ventas pero una reducción en resultado, con respecto a 2003.

Valoración

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

Marie Claire, S.A.

MARIE CLAIRE

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

Fecha de Inversión:	Julio 1998
Cantidad invertida:	4.820 miles de euros
Fecha cierre de contabilidad:	31 Marzo
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	25,06%
Valoración a 31 de Diciembre de 2004 (miles de euros):	3.615

Resumen de la Transacción:

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

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

El precio de adquisición representa unos múltiplos, sobre cifras a 31.03.1998, de:

EBITDA*	EBIT
4,2x	6,0x

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

Descripción de la compañía

El grupo Aznar (anterior nombre de Marie Claire) se fundó en 1907 por la familia Aznar en Villafranca del Cid (Castellon). Tiene como actividades fundamentales la fabricación de medias, calcetería de señora y caballero y en los últimos años ha ido adquiriendo una posición relevante en negocios de ropa interior de señora y caballero, lencería, y baño.

Desde el 1 de Abril de 2003 (primer día del ejercicio fiscal) Marie Claire S.A. opera como una única compañía después de producirse la fusión por absorción en Marie Claire S.A. de las actividades realizadas por las compañías que conformaban antiguamente el grupo y que fueron adquiridas a Hartstone Plc en 1998. Hartstone Plc, a su vez, había adquirido el 100% del capital de la compañía a la familia Aznar en 1992.

Dirección de la compañía

Como consecuencia de la fusión comentada en el párrafo anterior que buscaba una simplificación administrativa y de procesos, se puso de manifiesto igualmente la necesidad de

contar con una dirección única que permitiera una mejor coordinación de todas las áreas de negocio del grupo y que permitiera hacer frente de una manera más eficiente a los retos procedentes del desarme arancelario y eliminación de cuotas que se ha producido en enero de 2005 en el sector textil. Por otro lado se pretendía igualmente enfocar la compañía de una forma más clara hacia el mercado poniendo el énfasis en las marcas productos y procesos de distribución.

La incorporación de un Director General ajeno a la familia Aznar, que hasta entonces ocupaba con diferentes miembros la practica totalidad de los cargos ejecutivos en Marie Claire, devino en una crisis de gestión, que se saldó con la salida de la compañía del primer nivel de dirección relacionado con la familia Aznar. Estas vacantes han sido cubiertas mayoritariamente por promoción interna, en un proceso que ha durado toda la primera mitad del ejercicio.

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

*Cifras en miles de euros

	9 meses Real 31.12.2003	9 meses Real 31.12.2004	9 meses Pres 31.12.2004	12 meses Auditoría 31.03.2003	12 meses Auditoría 31.03.2004
Ingresos	63.020	57.993	65.842	88.066	86.254
EBITDA	5.305	2.990	6.494	8.755	8.278
EBIT	2.797	466	3.945	5.495	4.889
BAI	2.182	(58)	3.401	4.211	4.141
Bº neto	2.237	(59)	3.364	2.786	2.690

Balance de Situación

*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	Real 31.12.2004	Auditoría 31.03.2004	<u>PASIVO</u>	Real 31.12.2004	Auditoría 31.03.2004
Inmovilizado	16.443	16.755	F. Propios	33.317	34.112
Activo Circulante	52.632	51.449	Deuda a largo plazo	6.120	8.186
Tesorería	569	1.777	Deuda a corto plazo	17.606	11.048
TOTAL ACTIVO	69.644	69.980	Pasivo circulante	12.602	16.634
			TOTAL PASIVO	69.644	69.980

Descripción del mercado

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

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

En cuanto a la situación del mercado, Marie Claire sigue manteniendo su liderazgo en el mercado español de medias, mercado al igual que el mundial tremendamente maduro y en donde existe una fuerte competencia en todos los órdenes. Marie Claire con sus diferentes marcas sigue incrementando sus cuotas de participación y además empieza a ganar cada vez más peso su actividad internacional que se concentra en los mercados de la Unión Europea. Para dar una idea de la relevancia de la actividad exterior de Marie Claire en este producto

baste decir que durante el ejercicio anterior el 45% de las unidades vendidas de medias han sido fuera de España, principalmente en la UE.

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

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

Evolución durante el ejercicio 2004

A tres meses de la finalización del ejercicio 2004/2005 se constatan las tendencias que provocaron que el Consejo de Administración de la compañía iniciara los cambios que en la actualidad se están acometiendo.

Debido al decalaje por efecto de campaña que se produce siempre en el sector textil, los resultados de este ejercicio serán el reflejo del trabajo realizado en el periodo 2003/2004 y los cambios producidos no se materializarán claramente hasta el ejercicio 2005/2006.

El ejercicio 2004/05 se ha caracterizado por los cambios habidos en el equipo directivo de la compañía que se han comentado en párrafos anteriores y que abren una nueva etapa en la que se pretende orientar de una forma más clara la compañía hacia el mercado, poniendo en valor la fortaleza de sus marcas, apostando por los procesos clave de diseño y distribución y mejorando notablemente la función logística para conseguir una calidad de servicio que pueda ser apreciada por los clientes, tratando de obviar de esta manera la fuerte competencia especialmente vía precios que se prevé que se intensifique por la liberalización de cupos de importación de productos textiles que se ha producido en enero de 2005. Este hecho está sumiendo a todo el sector en una profunda crisis, a la que Marie Claire no es ajena.

Para tratar de soslayarla se ha culminado la puesta en marcha del nuevo sistema de información (ERP) que está ya plenamente operativo en el área de administración y comercial y que deberá permitir la simplificación de procesos y tareas y abaratamiento de costes en estas áreas.

Ha terminado la construcción del nuevo centro logístico en Borriol con una inversión de 5.000 miles de euros aproximadamente. Actualmente se está produciendo la migración de las antiguas instalaciones al nuevo centro, proceso que deberá culminar en Marzo de 2005.

Se han reforzado notablemente los equipos de diseño, lo que ha permitido una notable mejoría hasta ahora de las colecciones tradicionales de medias y calcetines, habiéndose iniciado los trabajos para la mejora de las colecciones del área de confección que es la vía prevista de crecimiento para el futuro. En este orden de cosas, la próxima campaña verá el lanzamiento de un nuevo tipo de medias desarrollado conjuntamente con Dupont y que incorpora tecnología de microcapsulación y que supone una verdadera innovación en producto.

En cuanto a los resultados a Diciembre se constatan las tendencias de ejercicios anteriores, con un mercado de medias y calcetines totalmente maduros y un mercado de confección altamente volátil y que en este ejercicio ha evolucionado para Marie Claire fuertemente a la baja, debido al incremento de la competencia en productos básicos y a la floja campaña de Otoño/Invierno que ha reducido las repeticiones de pedidos en cifra de alrededor del 30% por falta de venta en los puntos de venta.

Todo ello se ha reflejado en un descenso de la cifra de ventas a diciembre del 8% frente al año anterior, concentrado en las líneas de calcetines y confección y en las marcas propias y de licencias lo que ha supuesto un importante impacto además en el margen, por haberse visto afectadas las líneas de mayor margen de la compañía. Este efecto conjunto cuantificado en unos 3.500 miles de euros se ha compensado con ahorros en las líneas de gasto para un efecto total en comparación con el año anterior de 2.300 miles de euros de menor beneficio de explotación, si bien es verdad que se han producido gastos extraordinarios no recurrentes como consecuencia de los reajustes internos y de mayor provisión de stock por importe conjunto de 930 miles de euros, ya incluidos en las cifras anteriores.

De igual manera las cifras de deuda de la compañía se han incrementado como consecuencia del menor resultado y por encontrarnos al final del período de inversión en los proyectos comentados anteriormente. Igualmente la necesidad de asegurar el suministro durante el período de movimiento de los almacenes al nuevo centro logístico ha producido un incremento de los stocks, que deberá corregirse durante el próximo ejercicio.

Es difícil establecer a estas alturas una previsión de cierre por la volatilidad con la que se han comportado los mercados de calcetines y especialmente el de confección, pero al estar ya en el mercado algunas de las nuevas colecciones y lanzamientos en esta campaña de primavera verano se espera haber terminado con la caída de facturación y que este trimestre repita las cifras de ventas del mismo período del año anterior, por lo que la cifra de ventas del ejercicio estará alrededor de los 80.000 miles de euros.

Valoración

Debido a la evolución negativa en los resultados del Grupo durante el último ejercicio se ha provisionado el valor de la compañía en un 25%, esto es, una valoración de la **participación de Dinamia de 3.615 miles de euros**.

Anexo

Revisión de la valoración realizada por el gestor

A los Administradores de
Nmás1 Capital Privado, S.G.E.C.R., S.A.,
Sociedad Gestora de Dinamia Capital Privado, S.C.R., S.A

31 de marzo de 2005

Estimados Sres.:

De acuerdo con su solicitud de fecha 16 de marzo de 2005, que se adjunta como Anexo I, hemos revisado las valoraciones 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 2004, elaboradas por los Administradores de Nmás1 Capital Privado S.G.E.C.R., S.A. (en adelante, la "Sociedad Gestora"), 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. Dichas valoraciones se incluyen en el Anexo I.

Los criterios utilizados para la realización de dicho cálculo son, básicamente, los establecidos en el contrato de gestión y están basados, fundamentalmente, en los "Valuation Guidelines" propuestos por la European Venture Capital Association (EVCA). Dichos criterios nos han sido proporcionados por los Administradores de la Sociedad Gestora en su solicitud adjunta. Tal y como contempla la propia EVCA, la valoración de las sociedades no cotizadas está sujeta a diferentes interpretaciones. Por tanto, 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, según se describe en el Anexo I.

Nuestro trabajo ha consistido en comprobar que las valoraciones realizadas por la Sociedad Gestora de las participaciones y créditos que constituyen la cartera de inversión de Dinamia al 31 de diciembre de 2004, se han realizado según los criterios que han sido proporcionados por los Administradores de la Sociedad Gestora, aplicados tal y como se detalla en el párrafo anterior, bajo su responsabilidad. Adicionalmente, hemos revisado los cálculos matemáticos realizados, así como la periodificación de los intereses devengados y pendientes de cobro de los préstamos participativos concedidos a las sociedades participadas.

La información en la que se ha basado nuestro trabajo nos ha sido facilitada por los Administradores de la Sociedad Gestora, y ha consistido, básicamente, en:

- últimos estados financieros disponibles de las sociedades participadas, no auditados, así como otra información financiera relativa a las mismas;
- documentación soporte de las operaciones de compra-venta, ampliaciones de capital, concesión de préstamos u otras transacciones;
- detalle de las compañías cotizadas consideradas comparables, en su caso, así como los múltiplos y otros datos utilizados y otra información soporte de las valoraciones realizadas;
- otra información relevante.

Esta revisión tiene un alcance específico y 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 en la realización de la valoración, ni sobre la suficiencia o veracidad de la misma. Nuestra opinión 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.

Con fecha 1 de Febrero de 2005, Dinamia procedió a la venta de la totalidad de su participación en la sociedad Educa Borrás, S.A., a la sociedad Team Toys, S.A., por un importe de 4 649 miles de euros, a cobrar en distintos plazos. Dicha participación se encontraba valorada a su coste de adquisición (2 907 miles de euros) al 31 de diciembre de 2004.

Conforme a la información de que hemos dispuesto, el trabajo que hemos realizado y de acuerdo con los objetivos y el alcance de nuestro trabajo descritos anteriormente, no se 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.

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'G. de la Fuente', written in a cursive style.

Germán de la Fuente

ANEXO 1

Solicitud de fecha 16 de marzo de 2005

Nmás1

Capital Privado

Deloitte S.L.
Edificio Torre Picasso
Plaza de Pablo Ruiz Picasso s/n
28003 Madrid

A la atención de D. Germán de la Fuente

Madrid, 16 de Marzo de 2005

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 gestora del patrimonio de Dinamia Capital Privado, S.C.R., S.A., debe presentar semestralmente al experto independiente designado por ésta la valoración del activo de la Sociedad integrado por participaciones accionariales, créditos participativos y otros créditos en sociedades no cotizadas para su revisión, la cual incluimos a continuación.

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

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

sociedad gestora de

DINAMIA

Padilla, 17
28006 Madrid

Teléfono 91 745 84 48
Fax 91 431 64 60

han alcanzado la madurez necesaria como para que una valoración por 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.

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

De los primeros dos criterios mencionados, la compañía gestora elegirá aquel que considere más apropiado. Generalmente, el criterio aplicado será el más conservador de los dos.

De acuerdo con estos criterios, NMÁS1 CAPITAL PRIVADO valora las participaciones y créditos participativos y otros créditos concedidos a las sociedades participadas que integran su activo a 31 de diciembre de 2004 de acuerdo con el siguiente cuadro:

a) Acciones

Sociedad participada	Miles de euros	
	Participación de Dinamia (5)	Valor de la Participación de Dinamia
Marie Claire, S.A.	25,06%	3.615
Deutsche Woolworth (1)	6,61%	-
Forthpanel Limited	5,00%	1.000
Capital Safety Group Limited	7,37%	5.296
Arco Bodegas Unidas, S.A.	9,07%	18.040
Industrias Anayak, S.A.	63,06%	3.517
Soc. Gest. de Televisión NetTV, S.A.	1,71%	225
Unión Deriván S.A. (2)	49,09%	11.187
Educa Borrás, S.A.	38,44%	2.907
Ydilo Advanced Solutions, S.A. (3)	6,52%	1.420
High Tech Hotels & Resorts, S.A.	44,02%	11.250
General de Alquiler de Maquinaria, S.L. (GAM)	40,13%	25.211
Segur Ibérica S.A. (4)	18,10%	9.500
TOTAL		93.169

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

(2) Grupo Undesa

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

(4) Grupo Segur Ibérica

(5) Ajustado, en su caso, por autocartera

Nmás1

b) **Créditos Participativos y otros Créditos a Participadas**

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

Sociedad Participada	Nominal	<i>Miles de Euros</i>	
		Intereses Devengados	Total
Capital Safety Group Limited	3.056	1.016	4.072
Total créditos a participadas	3.056	1.016	4.072

Atentamente,



Jorge Mataix
Consejero Delegado

Nmás1 Capital Privado SGEGR, S.A. Unipersonal