

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

31 de Diciembre de 1999

NAV por acción = €16,18 (Pta2.692)

Elaborado por AB ASESORES ELECTRA, S.G.E.C.R., S.A.

Índice

	<u>Página</u>
Introducción.....	3
Desarrollo de las actividades durante 1999.....	3
Net Asset Value a 31 de Diciembre de 1999.....	5
Resumen de la valoración de la cartera de no cotizadas.....	6
Performance durante 1999 de la cartera de Dinamia a 31.12.1998.....	7
 Compañías integrantes de la cartera de no cotizadas:	
Tintas Robbialac.....	8
Industrias Anayak.....	11
Cables Perti.....	14
Ywat (Grupo Isolux).....	17
Arco Bodegas Unidas.....	20
Capital Safety Group.....	23
Deutsche Woolworth.....	27
Marie Claire.....	30
EI System.....	34
Equipamientos Urbanos.....	37
Educa Sallent.....	41
Europastry.....	44
Movinord.....	48

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 1.999, realizado por la gestora AB Asesores Electra Capital Privado, S.G.E.C.R., S.A..

Se han utilizado los siguientes criterios:

- 1) La cartera de inversiones no cotizadas se ha valorado al coste excepto en aquellos casos en los cuales, según las normas que dicta la EVCA (European Venture Capital Association) -normas internacionalmente aceptadas para la valoración de la cartera de sociedades participadas por sociedades de capital riesgo- se ha procedido a su revalorización o provisión.
- 2) Las participaciones en sociedades cotizadas están a valor de mercado de 31 de Diciembre de 1.999 (Ibex 35: 11.641,4).

Desarrollo de las actividades durante 1999

Los hechos más relevantes acaecidos durante 1999 han sido los siguientes.

- Enero 1999: **Compra** de una participación del 7,46% en **Capital Safety Group** por Pta971m.
- Enero 1999: **Compra** del 3,08% del capital de **Arco Bodegas Unidas** por Pta908m.
- Marzo 1999: **Venta** de la participación en **Duraval** por Pta1.203m, con una plusvalía de Pta613m y una rentabilidad anual acumulada (TIR) del 77%.
- Enero-Junio 1999: Se deshizo en su totalidad y de forma progresiva la posición en acciones de Funespaña.
- Junio 1999: **Compra** del 30,0% del capital del **Grupo Isolux** por Pta2.400m.
- Julio 1999: **Compra** del 80,0% del capital de **Cables Perti** por Pta962m.
- Septiembre 1999: **Compra** del 56,87% del capital de **Industrias Anayak** por Pta1.055m.
- Diciembre 1999: **Compra** del 33,46% del capital del **Grupo Robbialac** por Pta2.435m.

Net Asset Value a 31 de Diciembre de 1999

Con estos datos, el resultado obtenido es un **Net Asset Value por Acción de Pta2.692 (€16,18)**:

Net Asset Value por acción a 31.12.1999

*Datos en millones de ptas., excepto por acción

	NAV a 31.12.1997	NAV a 31.12.1998	Cartera a coste de adquisición 31.12.1999	NAV a 31.12.1999
Acciones	8.756	7.959	12.880	14.247
Créditos a participadas	250	2.048	2.399	2.399
Inversiones no cotizadas (1)	9.006	10.007	15.280	16.647
Acciones cotizadas (Ibex)		3.085	(*) 3.639	(*) 3.639
Acciones cotizadas (Funespaña)		1.465	0	0
Tesorería	10.939	7.607	3.554	3.554
Total Activos Líquidos (2)	10.939	12.157	7.193	7.193
Otros Activos (3)	13	47	590	590
TOTAL ACTIVOS (4) = (1+2+3)	19.958	22.211	23.063	24.430
Pasivos (5)	(79)	(171)	(1.411)	(1.411)
TOTAL ACTIVOS NETOS (6) = (4+5)	19.879	22.040	21.652	23.019
Ajuste por dividendos Julio 1999 (7)	(428)	(428)		
TOTAL ACTIVOS NETOS aj. (8) = (6+7)	19.452	21.612	21.652	23.019
Nº de acciones (9)	9.000.000	8.550.000	8.550.000	8.550.000
NAV por acción = ⁽⁸⁾/₍₉₎	2.161 Pta	2.528 Pta	2.532 Pta	2.692 Pta
	12,99 €	15,19 €	15,22 €	16,18 €
Incremento de valor del NAV por acción		17,0%		6,5%
Cotización en Bolsa (aj. por dividendo)	14,33 €	9,44 €	8,65 €	8,65 €
	2.385 Pta	1.570 Pta	1.439 Pta	1.439 Pta
Descuento (Premium) sobre NAV	(10,4%)	37,9%	43,2%	46,5%
Cotización del Ibex 35	7.255,4	9.836,6		11.641,4
			Crecimiento del Ibex 35	18,35%

(*) A valor de Mercado según cotización a 31.12.99: Ibex35 a 11.641,4. Este valor recoge, además, el efecto de la cobertura con derivados.

Resumen de la valoración de la cartera de no cotizadas.

Criterios generales de valoración utilizados. Como norma general, se han seguido dos criterios para la valoración de las compañías de la cartera:

- Aplicación de los múltiplos a los que Dinamia adquirió las compañías a los resultados de cierre estimados para 1999.
- Criterios que la EVCA (European Venture Capital Association) fija para la valoración de compañías que forman parte de la cartera de una sociedad de capital riesgo: valoración según múltiplos de compañías cotizadas comparables, aplicando descuentos por iliquidez del 30%. En la medida de que se dispongan de datos fiables, se utilizarán también múltiplos de operaciones de compra de compañías comparables.

Estos criterios generales han sido variados en alguna de las valoraciones cuando por las características particulares de la compañía o por la naturaleza de los datos recogidos se introducirían distorsiones importantes en las valoraciones. En todo caso, en el informe de cada una de las compañías, se incluyen las particularidades del análisis realizado para su valoración.

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

Valoración de la cartera de no cotizadas

cifras en millones de ptas.

Equity: (A) Más Créditos a participadas: (B)	VALORACIÓN TOTAL CARTERA			
	Coste de Adquisición	a 31.12.1999		
		Mult. Mdo.	Mult. Compra	Valor ABAE
TOTAL CARTERA (A+B)	15.280	20.778	21.523	16.647

	% Dinamia	Diluido	VALORACIÓN EQUITY			
			Valor en libros	a 31.12.1999		Valoración ABAE
				Por múltiplos de mercado*	Por múltiplos de compra*	
Movinord, S.A.	45,18%	45,18%	915,9	1.418	1.603	1.418,2
Europastry, S.A.	26,02%	26,02%	1.426,0	1.905	1.861	1.723,3
Educa Sallent, S.A.	56,82%	56,82%	615,8	616	616	615,8
Equipamientos Urbanos, S.A.	40,70%	40,70%	738,2	1.782	1.782	1.243,0
El System Computer, S.A.	38,50%	36,58%	437,1	437	437	437,1
Marie Claire, S.A.	25,06%	25,06%	350,9	817	414	413,5
Dr. Peter Wessels V. GmbH**	4,94%	4,94%	154,6	155	155	154,6
Dr. Peter Wessels B. GmbH**	5,55%	5,55%	21,7	22	22	21,7
Capital Safety Group Limited	7,46%	7,46%	458,4	735	670	458,4
Arco Bodegas Unidas, S.A.	3,08%	3,08%	908,5	749	934	908,5
Ywat (Grupo Isolux)	30,00%	30,00%	2.400,0	4.193	5.082	2.400,0
Cables Perti, S.A.	80,00%	80,00%	962,4	1.002	1.002	962,4
Industrias Anayak, S.A.	56,87%	56,87%	1.055,4	1.239	1.239	1.055,4
Grupo Robbialac	33,46%	33,46%	2.435,4	3.309	3.309	2.435,4
TOTAL EQUITY (A)			12.880,3	18.378	19.124	14.247,4

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

**Estas dos compañías son dos sociedades patrimoniales que sirvieron como vehículo para la inversión en el Grupo Deutsche Woolworth. Sus nombres completos son Dr. Peter Wessels Vermögensverwaltung GmbH y Dr. Peter Wessels Beteiligungsverwaltungs GmbH

	CRÉDITOS PARTICIPATIVOS Y OTROS CRÉDITOS A PARTICIPADAS		
	Intereses		TOTAL
	Principal	devengados	
Marie Claire	451,1	59,8	510,9
El System	693,0	102,0	795,0
Deutsche Woolworth	534,2	40,6	574,7
Capital Safety Group	512,7	6,0	518,7
TOTAL	2.191,0	208,4	2.399,4 (B)

Performance durante 1999 de la cartera de Dinamia a 31.12.1998

En la tabla adjunta puede observarse el *performance* durante 1999 de la cartera de Dinamia a 31.12.1998, medido por su precio de venta en aquellas participaciones ya vendidas; y por su valoración actual según los criterios en este informe descritos, en el caso de las participaciones aún en cartera. La conclusión de este análisis es que **la rentabilidad de la cartera de participadas de 31.12.1998 ha sido del 13,5%**.

Performance durante 1999 de la cartera a 31.12.1998

	Valor de la participación	Valor de la participación/ Precio de Venta	% Variación
	VALOR INICIAL 31.12.1998	VALOR FINAL 31.12.1999	
Participaciones iniciales			
Movinord	1.335	1.418	6,2%
Europastry	1.426	1.723	20,8%
Educa Sallent*	460	616	33,9%
Equipamientos Urbanos	945	1.243	31,6%
Ubago	1.956	2.200	12,5%
El System*	1.302	1.232	-5,4%
Marie Claire	827	924	11,8%
Deutsche Woolworth	717	751	4,8%
Duraval	947	1.203	27,1%
Industrias Murtra**	319	305	-4,4%
TOTAL	10.234	11.616	13,5%

Participaciones vendidas (1)	3.222	3.708	15,1%
Participaciones no vendidas	7.012	7.908	12,8%

(1) Las participaciones consideradas vendidas son Industrias Murtra, Duraval, Jaime Martínez de Ubago,

*Valor a 31.12.1998 de Educa Sallent y El System ajustado postemplación

**El valor que aparece a 31.12.98 para I. Murtra incluía la parte ya realizada y cobrada por Dinamia a dicha fecha más la actualización de los plazos pendientes de pago. El valor a 31.12.1999 corresponde al cobro anticipado durante el primer semestre de 1999 de la totalidad de los pagos pendientes.

Grupo Robbialac



Fabricación y comercialización de pinturas

Fecha de Inversión:	Diciembre 1999
Cantidad invertida:	Pta2.435m
Fecha cierre de contabilidad:	31 de Diciembre
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	33,46%
Valor de la participación a 31.12.1999:	Pta2.435m

Resumen de la Transacción:

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

➤ NatWest Equity Partners	41,40%
➤ Williams Plc	23,70%
➤ Equipo directivo	1,44%.

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

EBITDA*	EBIT
6,0x	6,9x

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

Descripción de la compañía

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

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

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

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

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

Dirección de la compañía

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

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

*Cifras en millones de ptas.

	Estimado 31.12.1999	Presupuesto 31.12.2000
Ingresos de Explotación	14.274	15.565
EBITDA	3.330	3.580
EBIT	2.928	3.148
BAI	2.302	n.a.
Beneficio del ejercicio	1.368	n.a.

Balance de Situación

<u>ACTIVO</u>	<u>Estimado 31.12.1999</u>	<u>PASIVO</u>	<u>Estimado 31.12.1999</u>
Inmovilizado	2.506	F. Propios	7.638
Fondo de Comercio	15.178	Acreedores L/P	12.103
Activo Circulante	4.625	Deuda a corto plazo	474
Tesorería	272	Pasivo Circulante	2.367
TOTAL ACTIVO	22.582	TOTAL PASIVO	22.582

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: Pta2.435m.**

Sin embargo, a efecto ilustrativo, se ha realizado una valoración del Grupo Robbialac según múltiplos de compañías comparables¹, con la que se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de Pta9.890, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de Pta3.309m.

¹ No se realiza valoración según múltiplos de compra, ya que los múltiplos de compra se refieren a los propios resultados de 1999

Tintas Robbialac

	<u>Bº Neto</u>	<u>C-F</u>	<u>Book V.</u>	<u>Ventas</u>	<u>EBITDA</u>	<u>EBIT</u>	<u>Deuda Neta</u>
Resultados a 31.12.1999	1.368	1.769	7.638	14.274	3.330	2.928	12.305

VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES

Valoración según comparables	<u>EV/EBITDA</u>	<u>EV/EBIT</u>	Ajustado		Participación	
			Media	por iliquidez	Dinamia	33,46%
	12.257	16.001	14.129	9.890	3.309	
				Descuento por iliquidez		30%

		<u>EV/EBITDA</u>	<u>EV/EBIT</u>
Medias		7,4x	9,7x
FERRO CORP	US	6,1x	8,2x
LILLY INDUSTRIES	US	5,4x	6,9x
SHERWIN-WILLIAMS	US	6,6x	8,5x
VALSPAR CORP. (THE)	US	11,2x	14,0x
BOERO	IT	6,9x	8,8x
CIN	PT	6,0x	7,7x
HOLLAND COLOURS	NL	8,9x	12,8x
RPM INC.	US	6,6x	8,7x
SICO	CA	8,6x	11,2x

Industrias Anayak, S.A.**Diseño, fabricación y comercialización de máquinas-herramienta**

Fecha de Inversión:	Septiembre 1999
Cantidad invertida:	Pta1.055m
Fecha cierre de contabilidad:	31 de Diciembre
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	56,87%
Valor de la participación a 31.12.1999:	Pta1.055m

Resumen de la Transacción:

En Septiembre de 1999, Dinamia lideró un MBO de esta compañía, adquiriendo el 56,87% del capital de la misma. Existe un acuerdo para adquirir un 6,19% adicional al mismo precio que se ha adquirido el paquete actual y que se materializará en Diciembre del año 2000. El resto del accionariado se reparte de la forma siguiente:

- Equipo directivo 36,94%
- Otros 6,19%

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

EBITDA*	EBIT	Bº Neto
4,4x	6,3x	7,5

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

Descripción de la compañía

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

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

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

Dirección de la compañía

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

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

*Cifras en millones de ptas.

	Estimado 31.12.1999	Auditoría 31.12.1998	Presupuesto 31.12.2000
Ingresos de Explotación	5.095	4.695	5.391
EBITDA	520	400	557
EBIT	367	261	440
Beneficio antes de impuestos	329	228	397
Beneficio del ejercicio	247	190	258

Balance de Situación

*Cifras en millones de ptas.

ACTIVO	Estimado	Auditoría	PASIVO	Estimado	Auditoría
	31.12.1999	1.998		31.12.1999	1.998
Inmovilizado	1.005	917	Fondos Propios	1.519	1.287
Acciones propias		9	Acreedores a largo plazo	178	209
Activo Circulante	2.491	2.358	Deuda a corto plazo	432	402
Tesorería	162	273	Pasivo Circulante	1.529	1.661
TOTAL ACTIVO	3.659	3.558	TOTAL PASIVO	3.659	3.558

Evolución durante 1999

El desarrollo de las actividades durante 1999 ha sido satisfactorio, con un incremento de la cifra de ventas de un 9% y un resultado de explotación un 40% mayor.

A pesar de que en los meses de Septiembre a Noviembre se notó una cierta desaceleración en la entrada de pedidos en el sector, en Diciembre se ha invertido la tendencia, lo que ha permitido a Anayak situar su cartera de pedidos a niveles parecidos a los de principios de año (unos Pta2.300m). Es de reseñar la consecución de pedidos en nuevos países y la confirmación de la esperada recuperación del mercado alemán.

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: Pta1.055m.**

Sin embargo, a efecto ilustrativo, se ha realizado una valoración de Industrias Anayak según múltiplos de compañías comparables², aplicándose un descuento del 30% por

² No se realiza valoración según múltiplos de compra, ya que los múltiplos de compra se refieren a los propios resultados de 1999

iliquidez, con la que se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de Pta2.178, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de Pta1.239m.

Industrias Anavak, S.A.

	<u>Bº Neto</u>	<u>C-F</u>	<u>Book V.</u>	<u>Ventas</u>	<u>EBITDA</u>	<u>EBIT</u>	<u>Deuda Neta</u>
Resultados a 31.12.1999	247	400	1.509	5.095	520	367	448

2) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES

Valoración según comparables	P/E	P/CF	P/Book	EV/Sales	EV/EBITDA	EV/EBIT	Ajustado		Participación Dinamia 56,87%
							Media	por iliquidez	
	3.033	3.021	2.745	3.625	3.206	3.036	3.111	2.178	1.239
							Descuento por iliquidez		30%
Medias	12,3x	7,6x	1,8x	0,8x	7,0x	9,5x			
BEHRENS DE	14,6x	4,7x	1,0x	0,5x	6,1x	8,3x			
EX-CELL-O DE	11,2x	6,2x	1,8x	0,3x	5,4x	11,4x			
GILDEMEISTER DE	5,9x	2,5x	1,6x	0,2x	3,0x	3,5x			
I.C.B.T. FR	12,5x		0,4x	0,3x		8,1x			
INFRANOR CH	10,5x	7,4x	2,7x	0,7x	5,2x	5,9x			
INTERPUMP GROUP IT	18,1x	13,0x	2,5x	1,7x	9,7x	11,8x			
KVERNELAND GRUPPEN NO	13,1x	8,5x	1,3x	1,3x	10,1x	14,4x			
MIKRON HOLDING CH	28,1x	17,2x	4,1x	1,7x	15,4x	21,8x			
NICOLAS CORREA ES	4,6x	4,8x	1,0x	0,9x	5,8x	6,7x			
WALTER DE	4,3x	3,6x	1,8x	0,5x	2,4x	2,9x			

Cables Perti, S.A.



Proveedor de cableado para automoción

Fecha de Inversión:	Julio 1999
Cantidad invertida:	Pta962m
Fecha cierre de contabilidad:	31 de Diciembre
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	80,00%
Valor de la participación a 31.12.1999:	Pta962m

Resumen de la Transacción:

A principios de Julio de 1999, Dinamia, junto a otros socios financieros, lideró un MBI de esta compañía, adquiriendo el 80% del capital de la misma. El resto del accionariado se reparte de la forma siguiente:

- Varios Financieros 16,67%
- Director General 3,33%

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

EBITDA*	EBIT	Bº Neto
3,7x	4,5x	6,1x

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

Descripción de la compañía

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

Fruto de una mejora constante en los procesos de producción, reducción de costes y dedicación absoluta al desarrollo de mejoras y nuevas soluciones, le llevó en los años 90 a ir desplazando a otros fabricantes de su gama de productos. En estos momentos es proveedor de diez modelos, siendo proveedor exclusivo en seis de ellos.

Dirección de la compañía

El nuevo gestor, D. Cecilio Sáez de Zaitigui, ha demostrado su capacidad para llevar a cabo una excelente labor al frente de Cables Perti, apoyada en su dilatada experiencia como Director General durante los últimos 15 años en las siguientes empresas:

- AUSA (96-98): Fabricante de vehículos de construcción y obra pública.
- Hispano Carrocera (93-95): Fabricante de autocares y autobuses.

- Chaffoteaux Ibérica (83-92): Fabricante de calderas para calefacción y equipos térmicos de gas.

La posibilidad de introducir el producto en otros clientes del sector del automóvil supone un importante potencial.

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

*Cifras en millones de ptas.

	Estimado 31.12.1999	Auditoría 31.12.1998	Presupuesto 31.12.2000
Ingresos de Explotación	1.925	1.684	2.005
EBITDA	304	188	371
EBIT	254	163	331
Beneficio antes de impuestos**	170	190	326
Beneficio del ejercicio	100	123	225

**Incluye extraordinarios por Pta96m

Balance de Situación

*Cifras en millones de ptas.

ACTIVO	Estimado consolidado	Auditoría Perti, SL	PASIVO	Estimado consolidado	Auditoría Perti, SL
	Cables Perti,SA 31.12.1999			Cables Perti,SA 31.12.1999	
Inmovilizado	175	162	F. Propios	1.302	500
Fondo de Comercio	890		Acreedores a L/P	25	45
Activo Circulante	398	335	Deuda a C/P	19	28
Tesorería	150	334	Pasivo Circulante	266	258
TOTAL ACTIVO	1.613	831	TOTAL PASIVO	1.613	831

Evolución durante 1999

El proceso de transición tras el MBI realizado en Junio, ha sido satisfactorio. Tras efectuar pequeños cambios en la organización y alguna nueva incorporación, el equipo directivo se encuentra identificado con el nuevo proyecto expansivo que se había diseñado inicialmente.

La sociedad ha iniciado una nueva etapa mucho más activa y enfocada al mercado, con una intensa actividad del departamento comercial e I&D, ofreciendo nuevas soluciones y desarrollos a los clientes. Como fruto de esta actuación, durante el año 2000 se materializarán los primeros pedidos de Mercedes Benz, como nuevo cliente.

En cuanto a los resultados de la compañía, y a pesar de algunos gastos extra derivados de la compra de la compañía, la facturación se ha incrementado en un 12%, con un resultado de explotación un 16% superior, con respecto a 1998. Sin embargo, el retraso en el lanzamiento del nuevo Ibiza por parte de Seat ha supuesto una facturación un 5% menor al presupuesto del año, pero con un efecto de tan sólo el 3% en el resultado de explotación.

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, Pta962m.**

Grupo Isolux



Ingeniería y Montajes Industriales

Fecha de Inversión:	Junio 1999
Cantidad invertida:	Pta2.400m
Fecha cierre de contabilidad:	31 de Diciembre
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	30%
Valor de la participación a 31.12.1999:	Pta2.400m

Resumen de la Transacción:

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

- Natwest 31,25%
- Otros inversores financieros 36,25%
- Directivos 2,50%

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

EBITDA*	EBIT
6,3x	7,5x

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

Descripción de la compañía

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

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

Dirección de la compañía

Los principales directivos de la compañía son D. Luis Delso y D. José Gomis, (Presidente y Vicepresidente). Son los grandes artífices del impresionante *turnaround* que ha experimentado el grupo en los últimos años y de la inmejorable posición competitiva de que disfruta la compañía. Poseen entre ambos el 2,5% del capital del grupo.

Este equipo directivo, instaurado en 1994 tras la adquisición de Banesto por Banco Santander, ha completado con éxito una fase de reestructuración de la compañía centrándose en la generación de beneficios más que en volumen de ventas. Se ha reducido considerablemente el número de empleados, subcontratando gran parte de la ejecución de obra y utilizando empleo temporal en detrimento de los puestos fijos, convirtiendo así los gastos fijos en variables (se ha pasado de una plantilla de 1.722 empleados a 31.12.95 a 1.273 empleados a 31.12.98). Asimismo se ha mejorado la gestión de los sistemas de información y del fondo de maniobra.

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

*Cifras en millones de ptas.

	Estimado Consolidado 31.12.1999	Auditoría* Grupo Isolux 31.12.1998	Presupuesto* Grupo Isolux 31.12.1999	Presupuesto* Grupo Isolux 31.12.2000
Ingresos de Explotación	42.845	31.569	34.705	61.350
EBITDA	2.505	1.890	2.504	3.850
EBIT	2.171	1.507	2.194	3.414
BAI	1.538	1.272	1.984	3.142
Beneficio del ejercicio	1.472	1.243	1.959	2.693

*No se incluye la consolidación de la tenedora de acciones Ywat, que soporta los gastos financieros de la deuda de adquisición

Balance de Situación

*Cifras en millones de ptas.

<u>ACTIVO</u>	Estimado Consolidado 31.12.1999	Auditoría Grupo Isolux 1.998	<u>PASIVO</u>	Estimado Consolidado 31.12.1999	Auditoría Grupo Isolux 1.998
Inmovilizado	8.098	8.231	Fondos Propios	9.905	5.825
F. de Com. de Cons.	8.876		Socios Externos	255	6
Activo Circulante	51.964	35.916	Acreedores a L/P	5.430	84
Tesorería	4.540	1.199	Deuda a C/P	3.819	3.272
TOTAL ACTIVO	73.477	45.346	Pasivo Circulante	54.068	36.159
			TOTAL PASIVO	73.477	45.346

Evolución durante 1999

Los resultados del ejercicio 1999 para Isolux han superado las previsiones más optimistas. La cifra de ventas ha sido un 36% superior a la de 1998 y el resultado de explotación ha superado al del año anterior en un 44%. Por su parte, la contratación durante el período ha ascendido a más de Pta 61.400m (destacando la contratación internacional con Pta15.671m), con lo que la cartera de pedidos asciende a más de Pta 67.000m, frente a los Pta45.000m a 31 de Diciembre de 1998.

Además, este importante crecimiento, siguiendo con la política de racionalización de la plantilla, ha sido sostenido con contratación de personal eventual, que pasa a suponer un 57% del total de plantilla (frente a un 44% de principios del año).

Valoración

Siguiendo las directrices de la EVCA, y dado que no ha transcurrido un año desde su incorporación a la cartera de Dinamia, se mantiene su **valoración a coste de adquisición: Pta2.400m.**

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

- Según los múltiplos de compra⁴ de la compañía, se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de Pta16.940m, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de Pta5.082m.
- 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 Pta13.977m, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de Pta4.193m.

Ywat. S.A. (Grupo Isolux)

	Rº Neto	C-F	Book V	Ventas	EBITDA	EBIT	Deuda Neta
Resultados a 31.12.1999	1.472	1.807	8.988	42.845	2.505	2.171	4.728

1) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPRA

	EBITDAx	EBITx	Media	Participación Dinamia
Múltiplos de compra	8,5x	10,2x		30.00%
Valoración	16.570	17.309	16.940	5.082

2) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES

Valoración según comparables	P/E	P/CF	P/Book	EV/Sales	EV/EBITDA	EV/EBIT	Ajustado		Participación Dinamia
							Media	por iliquidez	
	24.804	17.299	22.056	26.219	12.970	16.454	19.967	13.977	4.193
							Descuento por iliquidez		30%
Medias	P/E	P/CF	P/Book	EV/Sales	EV/EBITDA	EV/EBIT			
	16,9x	9,6x	2,5x	0,7x	7,1x	9,8x			
ABENGOA	ES	21,1x	9,0x	2,3x	0,7x	7,2x			
AMPER	ES	13,7x	8,8x	1,7x	1,0x	6,8x			
ELECNOR S.A.	ES	12,7x	7,4x	1,4x	0,3x	6,0x			
RADIOTRONICA	ES	19,9x	13,1x	4,5x	1,0x	8,2x			

⁴ A efectos de valoración se han utilizado los múltiplos de compra que no incluían el efecto del crédito fiscal (Pta1.712m) y de la asunción por parte de Banesto de los efectos a cobrar de Erkimia (Pta2.555m); de ahí que dichos múltiplos no coincidan con los que se presentan en el resumen de la transacción.

Arco Bodegas Unidas



Bodegas de vino

Fecha de Inversión:	Marzo 1999
Cantidad invertida:	Pta908m
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	3,08%
Valor de la participación a 31.12.1999:	Pta908m

Resumen de la Transacción:

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 encuentra Dinamia. El resto del accionariado se reparte como sigue:

➤ Alianza de cosecheros de La Rioja	32,64%
➤ Fondos gestionados por Natwest EP	21,43%
➤ Equipo Directivo	17,22%
➤ Otros	25,63%

El precio de compra valora los fondos propios de la compañía en Pta29.203m, lo que supone unos múltiplos de compra (sobre los resultados presupuestados para 1999 en el momento de la compra):

EBITDA*	EBIT	Bº Neto
10,9x	12,3x	16,6x

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

Descripción de la compañía

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

La compañía centra su estrategia fundamentalmente en fortalecer el desarrollo internacional, ofrecer una gama de productos basada en la calidad, diversificar el negocio hacia la producción de vinos fuera de La Rioja y asegurarse el suministro de la uva.

Durante el período 1995-1998 la compañía ha incrementado en un 156% su cifra de ventas y en un 78% sus unidades vendidas. Según cifras de 1998 el 63% de las ventas corresponden al mercado doméstico y el 37% restante a exportaciones.

Dirección de la compañía

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

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

*Cifras en millones de ptas.

	Estimado 31.12.1999	Auditoría 31.12.1998	Ppto 31.12.1999	Ppto 31.12.2000
Ingresos de Explotación	29.460	23.804	29.720	33.880
EBITDA	3.289	2.351	2.893	3.440
EBIT	2.903	2.061	2.551	3.003
Beneficio antes de impuestos	2.791	2.472	2.616	2.762
Beneficio del ejercicio	2.038	1.759	1.824	2.016

Balance de Situación

*Cifras en millones de ptas.

<u>ACTIVO</u>	Estimado 31.12.1999	Auditoría 1.998	<u>PASIVO</u>	Estimado 31.12.1999	Auditoría 1.998
Inmovilizado	4.784	5.299	F. Propios	9.329	11.146
Fondo de Comercio		1.146	Deuda	5.810	2.986
Activo Circulante	18.141	13.155	Pasivo Circulante	8.137	6.195
Tesorería	351	727			
TOTAL ACTIVO	23.276	20.327	TOTAL PASIVO	23.276	20.327

Evolución durante 1999

Arco Bodegas ha realizado un buen ejercicio 1999, con un incremento del 24% en la cifra de ventas y del 40% en resultado de explotación. Este importante crecimiento ha sido debido a que el incremento del coste de la uva ha podido ser repercutido en el precio de venta, lo que se demuestra por el hecho de que, de hecho el volumen de ventas en botellas ha sido un 2% inferior al año anterior (48,8 millones de botellas en 1998 frente a las 47,7 millones de 1999). La repercusión del incremento del coste de la uva en el precio de venta ha traído consigo un efecto positivo en cuanto a la absorción de los gastos fijos de la compañía, lo que se refleja en la mejora de más de un punto porcentual en el margen operativo.

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: Pta908m.**

Sin embargo, a efecto ilustrativo, se ha realizado una valoración de Arco Bodegas Unidas:

- Según los múltiplos de compra de la compañía, se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de Pta30.332m, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de Pta934m.
- 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 Pta24.329m, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de Pta749m. El bajo valor obtenido por comparables se debe al castigo infringido en la Bolsa española a todos los valores de mediana y pequeña capitalización, castigo al que no han sido ajenas las bodegas españolas.

Arco Bodegas Unidas

	Bº Neto	C-F	Book V.	Ventas	EBITDA	EBIT	Deuda Neta
Resultados a 31.12.1999	2.038	2.424	9.329	29.460	3.289	2.903	5.459

1) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPRA

	P/E	EBITDAx	EBITx	Media	Participación Dinamia
Múltiplos de compra	16,6x	10,9x	12,3x		3,08%
Valoración	33.826	30.316	30.348	30.332	934

2) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES

	P/E	P/CF	P/Book	EV/Sales	EV/EBITDA	EV/EBIT	Media	Ajustado por iliquidez	Participación Dinamia
Valoración según comparables	30.897	27.416	21.294	81.703	22.956	24.272	34.756	24.329	749
								Descuento por iliquidez	30%
Medias de bodegas españolas	P/E	P/CF	P/Book	EV/Sales	EV/EBITDA	EV/EBIT			
BARON DE LEY ES	13,5x	12,2x	3,0x	4,7x	10,7x	12,8x			
BODEGAS Y BEBIDAS ES	13,1x	8,0x	1,3x	0,8x	6,7x	9,2x			
C.V.N.E ES	25,6x	17,6x	3,5x	4,7x	12,0x	13,6x			
BODEGAS RIOJANAS ES	13,6x	11,2x	2,6x	3,3x	8,1x	9,3x			
FEDERICO PATERNINA ES	10,1x	7,6x	1,1x	1,3x	5,7x	6,3x			

Capital Safety Group



CAPITAL SAFETY GROUP LIMITED

Fabricación de equipos de seguridad para el trabajo

Fecha de Inversión:	Enero 1999
Cantidad invertida:	Pta971m (incluye crédito a la participada por Pta513m)
Fecha cierre de contabilidad:	31 Marzo
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	7,5%
Valor de la participación a 31.12.1999:	Pta977m (incluye crédito a la participada por Pta519m)

Resumen de la Transacción:

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

- Fondos gestionados por Electra 82,5%
- Directivos 10,0%

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

EBITDA*	EBIT
8,3x	9,0

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

Descripción de la compañía

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

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

Dirección de la compañía

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

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

Cuenta de Pérdidas y Ganancias*

*Cifras en millones de ptas.

	Estimado 9 meses 31.12.1999	Estimado 9 meses 31.12.1998	Ppto 9 meses 31.12.1999	Previsión 12 meses 31.03.2000	Estimado 12 meses 31.03.1999
Ingresos de Explotación	13.924	12.467	14.412	17.061	16.939
EBITDA	2.232	2.163	2.461	3.197	2.900
EBIT	2.077	1.990	2.255	2.858	2.682
Beneficio antes de impuestos	**779	**1.437	1.068	1.633	1.929
Beneficio del ejercicio				1.633	1.809

* £1 = Pta275

**Téngase en cuenta que las cifras de 1998 no soportaban la fuerte carga de gastos financieros derivados de la deuda de adquisición

Balance de Situación*

*Cifras en millones de ptas.

<u>ACTIVO</u>	Estimado 31.12.1999	Auditoría 31.03.1999	<u>PASIVO</u>	Estimado 31.12.1999	Auditoría 31.03.1999
Inmovilizado	3.307	1.762	Fondos Propios	7.258	5.976
F. de Comercio de Cons.	22.789	22.788	Crédito Accionistas	7.150	7.150
Activo Circulante	6.275	5.391	Acreedores a L/P	14.953	13.507
Tesorería	374	814	Pasivo Circulante	3.383	4.122
TOTAL ACTIVO	32.744	30.755	TOTAL PASIVO	32.744	30.755

* £1 = Pta275

Descripción del mercado

El mercado de equipos de seguridad en el mundo se estima en US\$380m, 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 1999

CSG cerró el ejercicio a 31 de Marzo de 1999 con resultados ligeramente superiores a lo esperado. Con respecto a los primeros tres trimestres del presente ejercicio (1.04.99 a 31.12.99), ventas y resultados son superiores a los del año anterior, aunque no cumplen presupuesto (por otra parte, muy agresivo), debido fundamentalmente a la debilidad de las ventas en Reino Unido y Australia y al proceso de reestructuración organizativa y reforzamiento de la alta dirección que se está llevando a cabo. A pesar de no llegar a las cifras de resultados del presupuesto, la nueva gestión más depurada del circulante ha permitido superar el presupuesto de cash-flow.

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, Pta458m.**

Sin embargo, a efecto ilustrativo, se ha realizado una valoración de Capital Safety Group:

- Según los múltiplos de compra⁵ de la compañía, se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de Pta7.095m, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de Pta529m.
- 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 Pta9.936m, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de Pta741m.

⁵ A efectos de valoración se han utilizado los múltiplos de compra que no incluyen el efecto del crédito fiscal (£9m), de ahí que no coincidan con los que se presentan en el resumen de la transacción

Capital Safety Group

	Bº Neto	C-F	Book V.	Ventas	EBITDA	EBIT	Deuda Neta
Estimación a 31.03.2000	1.633	1.972	7.258	17.061	3.197	2.858	21.730

1) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPRA

	EBITDAx	EBITx	Media	Participación Dinamia
Múltiplos de compra	9,2x	9,9x		7,46%
Valoración	7.581	6.608	7.095	529

2) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES

	P/E	P/CF	P/Book	EV/EBIT	Ajustado		Participación	
					Media	por iliquidez	Dinamia	7,46%
Valoración según comparables	21.188	15.230	13.149	7.209	14.194	9.936	741	
					Descuento por iliquidez		30%	

Medias de compañías materiales de construcción	P/E	P/CF	P/Book	EV/EBIT
	13,0x	7,7x	1,8x	10,1x

ABBOT GROUP	GB	18,0x	14,0x	3,2x	14,6x
AGGREGATE INDUSTRIE	GB	12,3x	7,1x	1,1x	8,9x
BAGGERIDGE BRICK	GB	10,3x		0,9x	
BANDIT PLC	GB	11,0x		1,7x	
BALUMAX AG	AT	14,8x		1,6x	
BIRKBY GROUP	GB	15,8x		1,6x	
BPB INDUSTRIES	GB	11,4x	7,2x	2,0x	8,6x
BUDERUS	DE	14,7x		2,4x	
CARADON	GB	9,9x	4,2x	1,7x	5,5x
CONSENTA HOLDING	DK	12,0x		1,1x	
CONZZETA HOLDING	CH	21,7x	10,7x	1,3x	16,6x
CREATON	DE	15,9x	6,9x	1,1x	15,0x
CRH	IE	22,1x	13,7x	4,3x	16,1x
DANSKE TRAEALST	DK	9,2x	5,5x	1,5x	8,0x
DECEUNINCK	BE	22,0x	12,3x	3,6x	14,4x
DLH (DALHOFF LARSEN)	DK	5,3x		0,6x	
FLUGGER	DK	13,8x	12,6x	1,3x	12,3x
FORBO HOLDING	CH	13,1x	6,0x	1,3x	11,4x
GARDENA	DE	7,4x		1,5x	
GOUDA VUURVAST	NL	15,7x		1,2x	
GRAFTON GROUP	IE	10,8x	8,3x	1,8x	9,7x
GRAHAM GROUP	GB	13,0x	8,9x	1,8x	7,5x
H + H	DK	9,0x	3,7x	1,7x	7,0x
HEITON HOLDING	IE	9,9x		1,2x	6,8x
HEPNORTH	GB	9,7x	4,7x	1,8x	6,2x
HEWIDEN-STUART	GB	9,6x	3,5x	1,3x	6,1x
HILL & SMITH	GB	10,5x		1,0x	
HILTI	CH	11,9x	8,1x	1,5x	14,9x
IMERYS	FR	16,6x	9,2x	1,9x	10,1x
IZOCAM	TR	18,1x		4,7x	
JUNCKERS (F)	DK	5,8x	0,8x	0,3x	7,2x
KCI KONECRANES	FI	23,2x	17,8x	3,9x	17,4x
KINGSPAN	IE	11,0x	8,8x	3,8x	8,8x
KORAMIC BUILD PROD	BE	12,7x	4,4x	2,1x	10,5x
LILLESBALL	GB	10,3x		1,6x	
LINDAB	SE	11,0x	7,3x	1,8x	8,8x
MARSHALLS	GB	13,9x	7,9x	1,7x	8,2x
MEYER INTERNATIONAL	GB	11,2x	8,2x	1,8x	7,4x
MOELVEN	NO	21,4x	4,3x	1,1x	16,9x
MUEHL	DE	12,5x		1,4x	
NORCROS	GB	13,9x		1,2x	
PANNONPLAST	HU	12,3x	8,5x	1,5x	12,4x
PARTEK	FI	13,7x	5,2x	1,1x	8,2x
PLETTAC	DE	5,9x	1,3x	0,3x	20,1x
PTS GROUP	GB	18,1x		2,7x	
READYMIX	IE	11,3x	8,0x	2,3x	
READYMIX KIE-UNION	AT	11,3x		2,2x	
RHI AG	AT	16,8x		2,6x	
RMC	GB	12,4x	5,3x	1,2x	8,0x
ROCKWOOL INTL	DK	13,1x	4,9x	1,2x	8,1x
RUGBY GROUP	GB	25,4x	16,9x	1,8x	16,3x
SAINT GOBAIN	FR	16,6x	6,4x	1,6x	10,3x
SAMSE	FR	11,4x		2,0x	
SARNA KUNSTSTOFF	CH	11,6x	7,9x	1,1x	6,6x
SHARPE & FISHER	GB	16,2x		2,4x	
SIG	GB	12,0x		2,5x	8,3x
SIKA FINANZ	CH	14,9x	7,7x	1,7x	8,4x
SPAENCOM	DK	7,9x		0,8x	
STO	DE	12,0x	3,7x	0,1x	2,4x
TARMAC	GB	15,9x	8,2x	1,1x	8,5x
TRAVIS PERKINS	GB	13,3x	11,3x	2,6x	9,2x
TULKIVI OY	FI	8,3x		1,3x	
URALITA	ES	11,0x	3,1x	1,2x	5,7x
VEJEN TRAEALSTHANDE	DK	6,6x		0,7x	
WESCOL	GB	7,6x		1,3x	
WEWERS TEGLVAEKER	DK	8,7x		1,2x	
WICKES	GB	11,0x		2,3x	10,3x
WIENERBERGER	AT	13,0x	6,8x	1,6x	10,6x
WOLSELEY	GB	12,7x		2,4x	
YIT-YHTYMA	FI	7,5x	4,5x	1,2x	5,0x
ZARDOYA OTIS	ES	20,1x	16,2x	8,0x	12,4x

Deutsche Woolworth



Cadena de 357 grandes almacenes en Alemania y Austria

Fecha de Inversión:	Diciembre 1998
Cantidad invertida:	Pta176m en acciones Pta541m en crédito a la participada
Fecha cierre de contabilidad:	31 Enero
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	5%
➤ Dr. Peter Wessels Vermögensverwaltung GmbH	4,94%
➤ Dr. Peter Wessels Beteiligungsverwaltung GmbH	5,55%
Valor de la participación a 31.12.1999:	Pta751m:
➤ Dr. Peter Wessels Vermögensverwaltung GmbH	Pta154,6m
➤ Dr. Peter Wessels Beteiligungsverwaltung GmbH	Pta21,7m
➤ Crédito	Pta574,7m

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: Dr. Peter Wessels Vermögensverwaltung GmbH y Dr. Peter Wessels Beteiligungsverwaltung GmbH. El resto del accionariado se reparte de la forma siguiente:

- Fondos gestionados por Electra Managers 85%
- Directivos 10%

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

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

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

EBITDA*	EBIT
7,41x	12,20x

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

Descripción de la compañía

El grupo alemán Woolworth, está formado por una cadena de 357 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 118 de los 357 establecimientos, son propiedad del grupo, y están valorados en DM1.200m (Pta102.000m). Dicho patrimonio ha servido de soporte para financiar 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

Un nuevo equipo directivo se incorporó en 1996 y diseñó y ejecutó un proceso de reestructuración. Los aspectos principales del plan de reestructuración son: la racionalización de la oferta de producto, el cierre de los centros no rentables, la mejora logística y la flexibilización y reducción los costes de personal.

El equipo directivo (que, además ostenta el 10% del capital de la compañía) está formado por Manfred Schönheimer (Consejero Delegado), Berthold Honecker (Logística), Dr Ulrich Schillert (Recursos Humanos), Ronald Koch (Inmobiliaria), Friedrich J. Dann (Finanzas) y Manfred Schönmeier (Oportunidades de crecimiento).

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

*Cifras en millones de ptas.

	Estimado 31.12.1999	Presupuesto 31.12.1999
Ingresos de Explotación	172.194	181.502
EBITDA	6.788	9.308
EBIT	3.540	6.465
BAI	(1.262)	479
Beneficio del ejercicio	(1.273)	49

Balance de Situación

*Cifras en millones de ptas.

<u>ACTIVO</u>	Estimado 31.12.1999	Proforma 1.998	<u>PASIVO</u>	Estimado 31.12.1999	Estimado 1.998
Inmovilizado	73.111	80.546	F. Propios	3.525	5.016
Activo Circulante	33.300	36.227	Ing. dist. var. ej.	0	4.749
Tesorería	9.735	10.089	Crédito Accionistas	10.037	9.424
TOTAL ACTIVO	116.145	126.862	Provisiones	40.849	40.740
			Deuda	33.655	37.131
			Pasivo Circulante	28.079	29.802
			TOTAL PASIVO	116.145	126.862

Evolución durante 1999

La situación económica alemana ha influido negativamente en la cifra de ventas de Woolworth, dado que la falta de confianza del consumidor alemán aún no ha desaparecido y, por tanto, el consumo privado sigue en niveles bajos. Este aspecto, sin embargo, ha sido mitigado por el avanzado desarrollo del plan de *turnaround* de la compañía en cuanto a reducción de gastos, que se cifra en DM 40m (unos Pta3.400m). Además, se están realizando importantes esfuerzos de marketing con objeto de reconducir la orientación estratégica de la compañía y su imagen en el mercado alemán. Estos esfuerzo comienzan

ya a ser apreciables en el perfil de la clientela actual de Woolworth, aunque aún no en la cuenta de resultados.

Por otra parte, el plan de racionalización logística, reducción de circulante, racionalización de la gama de productos y de venta de activos innecesarios se encuentra más adelantado de lo previsto, por lo que la generación de caja ha sido unos DM40m (unos Pta3.400m) superior a lo presupuestado. Esto ha permitido la amortización anticipada de DM70m (unos Pta6.000m) de la deuda de adquisición de la compañía.

Valoración

Aunque el 31 de Diciembre de 1999 se cumple exactamente un año de la incorporación de Deutsche Woolworth a la cartera de Dinamia, debido al elevado apalancamiento y el estado aún incipiente del turnaround de la compañía se mantiene la **valoración** de la participación de Dinamia en el capital de Deutsche Woolworth **a coste de adquisición: Pta177m** (sin incluir la participación en el crédito de accionistas).

Del mismo modo, el elevadísimo apalancamiento de la compañía introduce distorsiones importantes en los modelos de valoración, por lo que para el caso de Deutsche Woolworth no se ha realizado una valoración a efectos ilustrativos.

Marie Claire, S.A.**MARIE CLAIRE****Fabricación y comercialización de medias, calcetines, lencería y ropa de baño.**

Fecha de Inversión:	Julio 1998
Cantidad invertida:	Pta351m en acciones Pta451m en préstamo participativo
Valor de la participación a 31.12.98:	Pta827m (incluye préstamo participativo por Pta476m)
Fecha cierre de contabilidad:	31 Marzo
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	25,06%
Valor de la participación a 31.12.1999:	Pta924m (incluye préstamo participativo por Pta511m)

Resumen de la Transacción:

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

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

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

EBITDA*	EBIT
4,2x	6,0x

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

Descripción de la compañía

El Grupo Aznar se fundó en 1907 por la familia Aznar en Villafranca del Cid, Castellón, y tiene como actividad fundamental la confección de medias, calcetería, y desde hace 4 años ha iniciado actividad en ropa interior, lencería, ropa de noche y baño.

Dirección de la compañía

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

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

*Cifras en millones de ptas.

	Estimado 9 meses 31.12.1999	Estimado 9 meses 31.12.1998	Presup. 9 meses 31.12.1999	Previsión 12 meses 31.03.2000	Auditoría 12 meses 31.03.1999	Presup. 12 meses 31.03.2000
Ingresos de Explotación	9.379	8.221	9.127	12.128	11.531	12.254
EBITDA	909	1.079	1.139	1.408	1.328	1.524
EBIT	575	761	802	887	904	1.052
Beneficio antes de imp	**188	**549	475	367	577	590
Beneficio del ejercicio	7			239	267	

**Téngase en cuenta que las cifras de 1998 no soportaban la fuerte carga de gastos financieros derivados de la deuda de adquisición

Balance de Situación

*Cifras en millones de ptas.

<u>ACTIVO</u>	Estimado	Auditoría	<u>PASIVO</u>	Estimado	Auditoría
	31.12.1999	31.03.99		31.12.1999	31.03.99
Inmovilizado	2.229	1.779	F. Propios	2.138	1.960
Activo Circulante	7.173	6.891	Crédito Participativo	2.113	1.961
Tesorería	665	1.483	Acreedores a largo plazo	3.160	3.083
TOTAL ACTIVO	10.067	10.152	Deuda a corto plazo	1.005	1.310
			Pasivo circulante	1.650	1.838
			TOTAL PASIVO	10.067	10.152

Descripción del mercado

Las medias son un producto muy maduro y está ampliamente diversificado, existiendo un abanico muy amplio de calidades, terminaciones, colores, grosor de los hilos y/o de la media, etc... Como consecuencia existe igualmente un amplio abanico de precios pudiéndose encontrar producto desde 100 a 5.000 pesetas (PVP), ó incluso más, cada par de medias. La última novedad aparecida ha sido la media de lycra, consistente en utilizar esta fibra en los hilos que van a ser utilizados (normalmente de nylon) de dos formas diferentes, ó bien recubriendo la lycra con un filamento de nylon, o bien tejida como un hilo más quedando el hilo de nylon recubierto por el hilo de lycra. La lycra ha aportado fundamentalmente mayor resistencia al producto, lo que ha originado dos efectos fundamentales. Por un lado, el producto tiene mucha más duración, lo que ha supuesto una reducción del mercado en volumen. Por otro se ha producido un incremento de precio del producto medio que ha compensado el efecto volumen. Marie Claire es el líder del mercado español de medias con una cuota del 14,8%, cuota que ha ido incrementando progresivamente desde el 12,6% que tenía en 1994.

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

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

Evolución durante 1999

Marie Claire esta realizando un ejercicio 1999-2000 con un nivel de ventas ligeramente superior al presupuestado, impulsado por el fuerte incremento de ventas de Azinsa, donde destaca el éxito de la línea de ropa interior masculina. A pesar de ello, los resultados han sido inferiores a lo esperado debido a una política de reducción de circulante y desestocaje, con la consiguiente infraabsorción de los costes indirectos de fabricación. Sin embargo, la citada política de reducción de circulante ha dado unos resultados satisfactorios, con lo que el efecto conjunto de la caída de resultados y reducción de circulante ha redundado en una generación de cash-flow superior a la presupuestada.

Valoración

A pesar de la sensible caída de resultados, la reducción de la deuda de adquisición, los elevados niveles de cash-flow generados y el atractivo precio de compra aconsejan una ligera revalorización de la participación en el capital de Marie Claire **hasta Pta414m**, lo que supone una revalorización del 18% con respecto a su coste de adquisición. No obstante la caída de resultados se debe en su totalidad a la política de reducción de circulante y consecuente infraabsorción de costes indirectos de fabricación. Si elimináramos este efecto, puramente transitorio, el resultado económico del presente ejercicio sería bastante parecido al del año anterior, aunque, eso sí, con una generación de cash-flow superior.

Adicionalmente, siguiendo las directrices de la EVCA (European Venture Capital Association) para la valoración de las empresas que constituyen la cartera de empresas participadas de las sociedades de capital riesgo, se ha realizado una valoración de Marie Claire, S.A. de Pta3.258m, lo que significa una valoración de la participación de Dinamia en el capital de la compañía de Pta817m. Dicha valoración se basa en la comparación con múltiplos rentabilidad de otras empresas del sector europeas, aplicándose un descuento del 30% por iliquidez. (Véase análisis adjunto).

Marie Claire, S.A.

	<u>Bº Neto</u>	<u>C-F</u>	<u>Book V.</u>	<u>Ventas</u>	<u>EBITDA</u>	<u>EBIT</u>	<u>Deuda Neta</u>
Estimación a 31.03.2000	239	760	2.008	12.128	1.408	887	5.614

1) VALORACIÓN POR REDUCCIÓN DEUDA A 31.12.1999

Coste de Adquisición	1.400	Participación Dinamia
+Reducción de deud	250	25,06%
Valoración	1.650	414

2) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES

Valoración según comparables	P/E	P/CF	P/Book	EV/Sales	EV/EBITDA	EV/EBIT	Ajustado		Participación
							Media	por iliquidez	Dinamia
	3.283	6.353	4.637	4.731	4.853	4.069	4.654	3.258	25,06%
							Descuento por iliquidez		30%
Medias de compañías del sector textil y confección	P/E	P/CF	P/Book	EV/Sales	EV/EBITDA	EV/EBIT			
	13,8x	8,4x	2,3x	0,9x	7,4x	10,9x			
AHLERS	DE	9,2		1,9					
BLACKS LEISURE	GB	9,6		2,2	0,8				7,8
CALIDA	CH	11,2		0,7					
DOGI ESPANA	ES	11,0	7,1	2,1	1,0	7,0			9,5
FRENCH CONNECTION	GB	17,0		4,2					
GERRY WEBER	DE	9,5	7,2	1,4	0,4	4,9			5,8
INWEAR GROUP	DK	11,2	6,6	1,4	0,7	5,7			8,3
KINDY	FR				0,2	9,1			18,1
LASSILA & TIKANOJA	FI	14,0	7,4	2,5	1,2	6,0			9,5
ROSEBYS	GB	17,7		1,9					
SCHWEITER GRUPPE	CH	16,0		6,8					
SIMINT	IT	10,5	9,5						
STEFANEL	IT	14,1	7,6						
UCO TEXTILES	BE	15,8		1,0					
VAN HEEK-TWEKA	NL	13,3		0,9					
WOLFORD AG	AT	20,8	13,1	2,4	1,6	11,9			17,2
YUNSA	TR	19,1		3,0					

El System Computer, S.A.**Comercialización minorista y ensamblaje de PC's y accesorios**

Fecha de Inversión:	Enero 1998
Cantidad inicial invertida:	Pta1.173m (inc. prést. participativo por Pta693m)
Ampliación de capital:	Pta77m
Valor en libros a 31.12.1999:	Pta1.232m (inc. prést. participativo por Pta795m)
Valor de la participación a 31.12.1998:	Pta1.225m
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	38,5%
Participación de Dinamia totalmente diluida:	36,575%
Valor de la participación a 31.12.1999:	Pta1.232m (incluye créd. participativo por Pta795m)

Resumen de la Transacción:

Con los fondos obtenidos de la Oferta Pública de Suscripción de acciones de Dinamia Capital Privado, S.C.R. se adquirió en Enero de 1998 el 38,5% de E.I. System, S.A. Durante 1999 se amplió capital por una cantidad de Pta200m para hacer frente a un pago adicional a los vendedores; pago que se fijó en el momento de la compra en función de resultados. Por ello, el valor en libros para Dinamia de la participación en el capital de la compañía se elevó en Pta77m hasta los Pta1.250m. El resto del accionariado de la compañía se reparte del siguiente modo:

➤ Fondos de Electra	31,5%	(29,925% totalmente diluido*)
➤ Otros	30,0%	(28,500% totalmente diluido*)

*El nuevo director general de la compañía tiene una opción de compra de hasta el 5% del capital. Estas acciones serán ofrecidas por todos los socios a prorrata de su participación, por lo que la participación totalmente diluida de Dinamia será del 36,575%.

El precio de compra valora la compañía en Pta3.047m, representando unos múltiplos de: (sobre cifras de 1.997)

EBITDA*	EBIT	Resultado Neto
4,0x	4,3x	8,6x

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

Descripción de la compañía

La compañía se dedica al ensamblaje de PC's, y su distribución y venta al por menor y al por mayor. En 1997 las ventas al por menor se encuentran a un 27% de las ventas totales, pero el Plan Estratégico de la compañía contempla la expansión de la red de tiendas en los próximos años (de tres tiendas a catorce como mínimo). El System mantiene una excelente reputación por su buen servicio al cliente y es capaz de proporcionar un PC hecho a medida en tan sólo 48 horas (aparte de sus modelos estándar).

Dirección de la compañía

El nuevo Consejero Delegado, D. Javier Cuesta, trabajaba en McKinsey antes de establecer su propio negocio de edición por ordenador. Ha desarrollado muy buenas relaciones con los antiguos propietarios, y está estructurando y profesionalizando la organización y la gestión a todos los niveles. Se ha constituido un nuevo equipo directivo que ya ha sustituido a los antiguos accionistas, cubriendo las áreas de tiendas, marketing, ventas al por mayor, extranjería administración y recursos humanos.

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

*Cifras en millones de ptas.

	Estimado 31.10.1999	Auditoría 31.12.1998
Ingresos de Explotación	12.069	14.867
EBITDA	-67	616
EBIT	-126	498
Beneficio antes de impuestos	-438	230
Beneficio del ejercicio	-438	51

Balance de Situación

*Cifras en millones de ptas.

ACTIVO	Estimado	Auditoría	PASIVO	Estimado	Auditoría
	31.10.1999	1.998		31.12.1999	1.998
Inmovilizado	1.068	179	Fondos Propios	666	1.298
Fondo de Comercio	1.790	2.172	Crédito Participativo	2.039	1.934
Activo Circulante	1.912	2.316	Deuda a largo plazo	589	
Tesorería	367	549	Deuda a corto plazo	639	51
TOTAL ACTIVO	5.138	5.216	Pasivo Circulante	1.206	1.934
			TOTAL PASIVO	5.138	5.216

Descripción del mercado

El mercado español tiene un gran potencial de crecimiento, ya que el gasto en informática como porcentaje del PIB está entre los más bajos de Europa Occidental. Actualmente, la mayoría de los PC's vendidos por El System son de marca propia, cuya cuota de mercado se espera aumente, en detrimento de los PC's de marca. La oportunidad para El System reside en el hecho de que no existe ningún competidor relevante en la venta al por menor de productos informáticos, e intenta convertirse en el líder en este sector.

Evolución durante 1999

En el negocio de *retailing* se ha procedido a la apertura de tiendas en Murcia, La Coruña y Sevilla, Lisboa y Madrid 4, completando en gran medida el mapa de tiendas El System en las grandes ciudades españolas.

Por otra parte, se han adquirido unas nuevas instalaciones centrales en Alcorcón (Madrid), ya que las actuales se han mostrado insuficientes para el nivel de actividad que se desarrolla en la actualidad.

Se ha procedido igualmente a la fusión de New PC Holding, SA y El System, SA para simplificar la estructura del grupo.

El System ha sufrido, especialmente en el negocio de distribución, una situación del mercado caracterizada por un fuerte estrechamiento de márgenes como consecuencia de una sobreoferta de productos, causada fundamentalmente por un aparente estancamiento de la demanda.

Valoración

Como ya se adelantó en el anterior informe a 30.06.1999, la evolución de los resultados de El System había caído por debajo de nuestras expectativas, hecho que se ha confirmado a la fecha del presente informe, por lo que en Septiembre de 1999 se procedió a efectuar una provisión del 25% de la inversión de Dinamia en el capital de la compañía, por un importe de Pta 120m:

Coste de adquisición de capital (mill.)	480
Ampliación de capital	77
Provisión 25%	<u>(120)</u>
Coste adquisición neto de provisión	437
Coste del crédito participativo con intereses devengados a 31/12/99	<u>795</u>
Total valoración corregida a 30/09/99	<u>1.232</u>

Dicha provisión se basa en la evolución de El System durante el ejercicio 1999. Los hechos más significativos que justifican esta evolución han sido:

- ↳ Durante el ejercicio 1999 se ha producido una caída generalizada de márgenes en los negocios de distribución de la compañía, como consecuencia de una sobreoferta de componentes y de una deflación de precios superior a la habitual en el sector.
- ↳ Como estaba previsto durante el ejercicio 1999, se ha procedido a la apertura de 5 tiendas nuevas con lo que la compañía dispone de 12 tiendas desde las 3 iniciales. Un programa de aperturas de este tipo siempre origina disfunciones internas difíciles de evaluar, pero sí ha supuesto un importante esfuerzo publicitario (compensado en parte por ingresos de proveedores) y un período de ineficiencia hasta que la estructura de la tienda se ajusta a su volumen de ventas.

Hechos posteriores a 31.12.1999: Venta de El System

En Enero del año 2000 se procedió a la venta de la participación de Dinamia en El System, S.A. El grupo británico Dixons plc adquirió el 100% del capital de la compañía y del crédito participativo por un importe total de Pta4.250m.

El precio de venta supone un ingreso bruto para Dinamia de Pta1.636m, lo que supone una **plusvalía de Pta386m** sobre su coste de adquisición (Pta1.250m).

Equipamientos Urbanos, S. A. (Grupo)**Publicidad Exterior**

Fecha de Inversión:	Diciembre 1997
Cantidad inicial invertida:	Pta535m
Ampliación de Capital:	Pta203m
Valor en libros a 31.12.1999	Pta738m
Valor de la participación a 31.12.98:	Pta945m
Fecha cierre de contabilidad:	31 diciembre
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	40,70%
Valor de la participación a 31.12.1999:	Pta1.243m

Resumen de la Transacción:

Con los fondos obtenidos de la Oferta Pública de Suscripción de acciones de Dinamia Capital Privado, S.C.R. se adquirió el 41,47% de Equipamientos Urbanos, S.A., participación procedente de los fondos de capital riesgo de AB Asesores (en proceso de liquidación). Durante el presente ejercicio esta participación se ha diluido hasta el 40,70%, en favor del equipo directivo. El resto del accionariado de la compañía se reparte del siguiente modo:

- Fondos de Inversión de Barings 40,06%
- Inversiones Juan de Mena 14,26%
- Equipo Directivo: 4,98%

El precio de compra valora los fondos propios de la compañía en Pta1.282m, representando unos múltiplos de: (sobre cifras de 1.997)

EBITDA*	EBIT	Resultado Neto
6,5x	11,2x	13,8x

*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

Equipamientos Urbanos se dedica a la comercialización publicitaria sobre soporte de mobiliario urbano. Fundamentalmente, el negocio se realiza mediante la obtención de concesiones (de una duración de entre diez y quince años), comercializando la publicidad a cambio de la instalación y mantenimiento del mobiliario urbano que la soporta.

La compañía dispone de un extenso catálogo de todo tipo de soportes, de diseño y patente propios, que instala en sus concesiones y comercializa para terceros. La fabricación de los mencionados soportes la subcontrata con pequeños talleres.

Dirección de la compañía

Durante 1995 se incorporó un nuevo Dtor. General, D. Antonio Sánchez, con amplia experiencia en el sector, que fue sustituyendo en la gestión a los antiguos accionistas, quienes salieron definitivamente en 1996. Durante 1996 y 97 se han ido reforzando todas las áreas, creándose incluso el departamento de expansión internacional y nuevos proyectos.

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

*Cifras en millones de ptas.

	Estimado 31.12.1999	Auditoría 31.12.1998	Presupuesto 31.12.1999
Ingresos de Explotación	3.180	2.747	3.045
EBITDA	517	589	681
EBIT	155	369	358
BAI	15	327	241
Beneficio del ejercicio	2	245	156

Balance de Situación

*Cifras en millones de ptas.

<u>ACTIVO</u>	Estimado 31.12.1999	Auditoría 1.998	<u>PASIVO</u>	Estimado 31.12.1999	Auditoría 1.998
Inmovilizado	3.674	2.111	Fondos Propios	1.556	1.431
Fondo de Comercio	1		Socios Externos	115	100
Activo Circulante	2.580	1.444	Acreedores a largo plazo	1.031	464
Tesorería	107	110	Deuda a corto plazo	1.677	493
TOTAL ACTIVO	6.361	3.665	Pasivo Circulante	1.982	1.176
			TOTAL PASIVO	6.361	3.665

Descripción del mercado

Equipamientos Urbanos ocupa la tercera posición en España, con unas 40 concesiones, entre las que se encuentran la Comunidad Autónoma de Madrid, Generalitat de Cataluña, Valladolid, Pamplona, Córdoba... y la recientemente conseguida en el Estado de México.

Existen dos claves fundamentales en el mercado en que opera la compañía: conseguir concesiones y desarrollar una adecuada comercialización de las mismas.

- En cuanto a la obtención de concesiones, para obtener más y mantener las actuales, es necesario un cierto tamaño, experiencia previa, amplia gama de productos y buenas relaciones con las Administraciones. En este sentido, la compañía centra su estrategia en la obtención de concesiones en países con un mercado poco desarrollado (como es el caso de la recién obtenida concesión en México); mientras que para la expansión nacional la estrategia pasa fundamentalmente por el desarrollo de nuevos productos.
- Por lo que se refiere a la comercialización, un buen equipo de ventas y una buena coordinación son los objetivos, lo cual unido a la experiencia acumulada creará la barrera de entrada para nuevos competidores y provocará una progresiva concentración del mercado.

Evolución durante 1999

El año 1999 se ha caracterizado por el elevado nivel de inversión que se ha realizado (unos Pta2.000m). La obtención de las concesiones de Cataluña, Comunidad de Madrid,

Estado de Méjico, aparcamientos de los centros comerciales de Pryca y otras ciudades durante el ejercicio pasado ha supuesto que en 1999 se esté realizando una intensa actividad de inversión e instalación. Esta actividad no tendrá su efecto positivo en ingresos hasta el próximo ejercicio, sin embargo sí que ha sido necesario un incremento de la estructura, con la consiguiente caída de los resultados y aumento considerable de la deuda de la compañía.

Valoración

A efectos de valoración, se ha eliminado de las cuentas de resultados la parte atribuible al socio minoritario (45%) en Mediaplus, una de las filiales del Grupo. Por tanto, la cuenta de resultados utilizada en la valoración es la siguiente:

	Valoración 31.12.1999
Ingresos de Explotación	2.854
EBITDA	509
EBIT	148
BAI	15
Beneficio del ejercicio	2

Siguiendo las directrices de la EVCA (European Venture Capital Association) para la valoración de las empresas que constituyen la cartera de empresas participadas de las sociedades de capital riesgo, se ha realizado una valoración del grupo Equipamientos Urbanos de Pta3.276m, lo que significa una valoración de la participación de Dinamia de Pta1.333m. Dicha valoración se basa en la comparación con múltiplos de otras empresas del sector europeas, aplicándose un descuento del 30% por iliquidez.

Equipamientos Urbanos, S.A.

	Bº Neto	C-F	Book V.	Ventas	EBITDA	EBIT	Deuda Neta
Resultados a 31.12.1999	2	363	1.556	2.854	509	148	2.601

VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES							
Valoración según comparables	P/CF	EV/Sales	EV/EBITDA	Ajustado		Participación	
				Media	por iliquidez	Dinamia	40.70%
	6.210	4.361	4.207	4.926	3.276	1.333	
					Descuento por iliquidez		30%
					Descuento por tamaño		5%
Medias	P/CF	EV/Sales	EV/EBITDA				
	17,1x	2,4x	13,4x				
AFFICHAGE (APG)	CH	12,5x	2,1x	10,0x			
DAUPHIN	FR	14,4x	1,9x	12,4x			
MAIDEN GROUP	GB	24,5x	3,3x	17,8x			

Para el caso de Equipamientos, se aplica un descuento adicional del 5%, dado su pequeño tamaño respecto a los comparables utilizados:

- En este sector existe un gran nivel de apalancamiento operativo y la rentabilidad de las empresas depende fundamentalmente del número, grado de madurez y tamaño de las concesiones explotadas.
- Por tanto, existen grandes economías de escala en cuanto al tamaño de las compañías, y son precisamente compañías grandes las que cotizan en Bolsa y cuyos múltiplos se han utilizado para el análisis adjunto.
- Además hay que tener en cuenta que las concesiones de las que dispone Equipamientos Urbanos son de tamaño mediano o pequeño en comparación con las de sus homólogos europeos analizados.

Como ya se comentó anteriormente, el gran número de concesiones conseguidas, las elevadas inversiones y aumento de la estructura del ejercicio 1999 suponen que la cuenta de resultados del ejercicio haya sido castigada. Por ello, consideramos que una valoración según los múltiplos de compra de la compañía no es aplicable en estos momentos. Por ello, y dado que la valoración según múltiplos de mercado no difiere significativamente de la última realizada a 30.06.1999, se mantiene la valoración que se realizó a dicha fecha: **Pta1.243m.**

Hechos posteriores a 31.12.1999: Venta de Equipamientos Urbanos

En Febrero del año 2000 se procedió a la venta de la participación de Dinamia en Equipamientos Urbanos, S.A. El grupo estadounidense Clear Channel adquirió el 100% del capital de la compañía por un importe total de Pta4.499m.

El precio de venta supone un ingreso bruto para Dinamia de Pta1.830m, lo que supone una **plusvalía de Pta1.092m** sobre su coste de adquisición (Pta738m).

Educa Sallent, S. A.**Juguetes Educativos**

Fecha de Inversión:	Diciembre 1997
Cantidad invertida:	Pta620m
Ampliación de capital en 1999:	Pta150m
Valor en libros a 31.12.1999	Pta616m
Valor de la participación a 31.12.1998:	Pta310m
Fecha cierre de contabilidad:	31 Marzo
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	56,82%
Valor de la participación a 31.12.1999:	Pta616m

Resumen de la Transacción:

Con los fondos obtenidos de la Oferta Pública de Suscripción de acciones de Dinamia Capital Privado, S.C.R. se adquirió el 50% de Educa Sallent, S.A., participación procedente de los fondos de capital riesgo de AB Asesores (en proceso de liquidación). Tras la ampliación de capital, la participación de Dinamia asciende al 56,87%. El resto del accionariado de la compañía se reparte del siguiente modo:

- Familia Sallent 43,18%

El precio de compra valora los fondos propios de la compañía en Pta1.240m, representando unos múltiplos de: (sobre cifras de 1997)

EBITDA*	EBIT	Resultado Neto
9,4x	12,4x	10,9x

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

Descripción de la compañía

Educa Sallent se dedica a la fabricación y comercialización de juguetes educativos. Dispone de un extenso catálogo de puzzles y juguetes educativos, juegos de mesa, juguetes educativos y juegos de construcción.

La compañía fabrica sus propios puzzles, juegos educativos y de mesa, comercializándolos bajo la marca Educa, de gran prestigio en el mercado español. Los juguetes electrónicos son fabricados en Asia por Team Concepts y se comercializan con las marcas Educa y Team Concepts.

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

Dirección de la compañía

Desde 1994, aproximadamente, se ha realizado un importante esfuerzo de modernización de la gestión en la compañía, sustituyendo puestos directivos de la familia fundadora por gestores profesionales (con Florenci Verbón a la cabeza, actual Director General de la compañía), con el objeto de rejuvenecer y potenciar la marca, renovar la gama de productos y consolidar al nuevo equipo directivo.

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

**Cifras en millones de ptas.*

	Estimado 9 meses 31.12.1999	Presup. 9 meses 31.12.1999	Estimado 9 meses 31.12.1998	Auditoría 31.03.1999	Previsión 31.03.2000	Presup. 31.03.2000
Ingresos de Explotación	2.544	2.768	2.816	3.373	3.204	3.341
EBITDA	153	137	154	90	215	165
EBIT	85	69	90	4	125	75
Beneficio antes de impuestos	-45	-1	-4	-133	-20	-10
Beneficio del ejercicio	-45	-1	-4	-133	-20	-10

Balance de Situación

**Cifras en millones de ptas.*

ACTIVO	Estimado	Auditoría	PASIVO	Estimado	Auditoría
	31.12.1999	31.03.1999		31.12.1999	31.03.1999
Inmovilizado	748	776	Fondos Propios	1.134	1.028
Activo Circulante	3.021	2.733	Acreedores a largo plazo	410	410
Tesorería	123	28	Deuda a corto plazo	1.522	1.538
TOTAL ACTIVO	3.892	3.538	Pasivo Circulante	826	562
			TOTAL PASIVO	3.892	3.538

Descripción del mercado

Educa es líder nacional en puzzles y segundo fabricante nacional del sector del juguete, lo que lo sitúa como sexto del sector, si incluimos a los extranjeros. Por otra parte, dispone de la más amplia gama de juguetes educativos existente en castellano y portugués fabricados en madera y cartón. La posición de la compañía le permite obtener licencias de imágenes y dibujos animados de moda, como es el caso de Walt Disney.

Evolución durante 1999

Tras el cierre del ejercicio 1998-1999 con pérdidas, se ha iniciado un proceso de reconversión que está empezando a dar sus frutos y que está suponiendo un refortalecimiento interno de la sociedad que le permitirá afrontar la próxima campaña con una posición competitiva superior.

En esta línea, en Marzo se ha reestructurado la deuda financiera a corto plazo, sustituyéndola por deuda a largo plazo. Asimismo, se ha realizado una ampliación de capital por un total de ciento cincuenta millones de pesetas en Mayo de 1999. Con estas dos medidas se ha fortalecido la estructura patrimonial y financiera de la sociedad.

Por otro lado, se está realizando un profundo trabajo de revisión de procesos y sistemas, para permitir una mayor agilidad, flexibilidad y capacidad de reacción de la sociedad. Este trabajo se ha acometido en paralelo a un plan de choque que permita una reducción del circulante empleado, y su control futuro.

Como consecuencia de estas medidas, consideramos que la sociedad ha recuperado e incluso mejorado su posición competitiva, y que en la próxima campaña se empezarán a reflejar los efectos en la cuenta de resultados.

Valoración

Dado que los efectos del proceso descrito todavía no se reflejen en las cuentas, consideramos que una valoración de la sociedad a su valor teórico contable a 31.12.1999 es suficientemente conservadora; para el cálculo del valor teórico contable se han considerado adicionalmente las pérdidas que se originarán por las devoluciones de ventas que se producirán durante el año 2000. Esto supone una **valoración de la participación de Dinamia de Pta616m.**

Europastry, S. A.**Panadería y bollería congelada**

Fecha de Inversión:	Diciembre 1997
Cantidad invertida:	Pta1.426m
Valor de la participación a 31.12.1998:	Pta1.426m
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	26,02%
Valor de la participación a 31.12.1999:	Pta1.723m

Resumen de la Transacción:

Con los fondos obtenidos de la Oferta Pública de Suscripción de acciones de Dinamia Capital Privado, S.C.R. se adquirió el 26,02% de Europastry, S.A., participación procedente de los fondos de capital riesgo de AB Asesores (en proceso de liquidación). El resto del accionariado de la compañía se reparte del siguiente modo:

- Directivos 73,98%

El precio de compra valora los fondos propios de la compañía en Pta5.480m, representando unos múltiplos de: (sobre cifras de 1.997)

EBITDA*	EBIT	Cash-Flow
7,3x	27,2x	5,5x

*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.

Europastry es una compañía en crecimiento y sigue una política de amortización acelerada, por lo que el múltiplo más adecuado para el análisis es el de EBITDA o cash-flow.

Descripción de la compañía

Europastry, S.A. se dedica a la fabricación y comercialización de masas congeladas de panadería (72,5% del total en tns.) y bollería. Dispone de una amplia gama de productos, siendo los más destacados en cuanto a las masas de panadería congeladas las baguettes y chapatas.

La compañía inició su actividad en 1988 con la actividad de bollería, y en 1991 inició la fabricación de pan precocido ultracongelado, siendo la pionera de este producto en el mercado. En los últimos años, la compañía ha venido acometiendo un ambicioso plan industrial por un importe de Pta4.000m, cuyas instalaciones afectas se encuentran plenamente operativas desde mediados del año 1997. La comercialización la realiza principalmente a través de redes de distribución exclusivas, aunque también tiene clientes directos.

Dirección de la compañía

Durante 1.998 fue nombrado Consejero Delegado de la compañía D. Antoni Masferrer Solduga, quien hasta la fecha realizaba labores de Consejero y Vicepresidente Ejecutivo. El anterior Presidente Ejecutivo, D. Pedro Gallés, ha perdido el carácter ejecutivo, aunque sigue manteniendo la Dirección Técnica. D. Carlos Palou sigue como Dtor. Gral., centrado fundamentalmente en labores comerciales.

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

*Cifras en millones de ptas.

	Estimado 31.12.1999	Auditoría 31.12.1998	Presupuesto 31.12.1999
Ingresos de Explotación	9.662	8.457	9.180
EBITDA	1.895	1.384	1.934
EBIT	776	458	913
BAI	579	230	663
Beneficio del ejercicio	376	150	431
Cash-Flow	1.495	1.076	1.452

Balance de Situación

*Cifras en millones de ptas

<u>ACTIVO</u>	Estimado 31.12.1999	Auditoría 1.998	<u>PASIVO</u>	Estimado 31.12.1999	Auditoría 1.998
Inmovilizado	5.316	4.641	Fondos Propios	2.476	2.127
Activo Circulante	3.886	2.835	Acreedores a largo plazo	3.113	2.554
Tesorería	313	525	Deuda a corto plazo	1.604	921
TOTAL ACTIVO	9.514	8.001	Pasivo Circulante	2.322	2.399
			TOTAL PASIVO	9.514	8.001

Descripción del mercado

Europastry es líder del mercado en masas de panadería congeladas y tercero por volumen en masas de bollería. Europastry dispone de dos centros productivos y una fábrica de especialidades con un alto nivel de automatización y eficiencia. La importancia de este aspecto es grande, ya que la tecnología es una fuerte barrera de entrada, dada la complejidad del proceso productivo.

Estos productos son sustitutivos de la bollería y panadería tradicional, con tasas de crecimiento del 84% compuesto anual en los últimos 5 años, para el caso del pan ultracongelado; y del 15% para la bollería congelada. Sin embargo, España aún se encuentra lejos de los niveles de consumo de otros países, como es el caso de Francia, donde el 12% del mercado del pan es congelado (5% en España) y el 60% del de bollería (20% en España), por lo que se espera que se mantengan elevadas tasas de crecimiento en el futuro.

Evolución durante 1999

Europastry es la compañía líder del mercado del pan precocido ultracongelado en España, situación que ha conseguido gracias a su liderazgo tecnológico y a la eficiencia de sus inversiones realizadas en el pasado, que están alcanzando su madurez durante el ejercicio 2000. No obstante lo anterior, a finales de 1999 se ha iniciado un nuevo programa de inversiones centrado en una nueva fábrica y cámara en Rubí (Barcelona) y que estará operativa en el verano del 2000 con una inversión superior a Pta3.000m en su primera fase.

Por último, cabe destacar la favorable evolución de la cuenta de resultados que ha cumplido el objetivo presupuestado de cash-flow, con unos incrementos aproximados del 50% en EBITDA, EBIT y cash-flow y del 150% en beneficio neto.

Valoración

Se ha procedido a realizar una valoración según los criterios detallados en la introducción del presente informe:

- Según los múltiplos de compra de la participación, se obtiene una valoración de la compañía de Pta7.152m, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de Pta1.861m.
- Siguiendo las directrices de la EVCA (European Venture Capital Association) para la valoración de las empresas que constituyen la cartera de empresas participadas de las sociedades de capital riesgo, se ha realizado una valoración de Europastry, S.A. de Pta7.322m, lo que significa una valoración de la participación de Dinamia de Pta1.905m. Dicha valoración se basa en la comparación con múltiplos de rentabilidad de otras empresas del sector europeas, aplicándose un descuento del 35% por iliquidez (se aplica un descuento superior al habitual 30% dada la posición minoritaria de Dinamia en el capital de la compañía).

Aunque el más conservador de los criterios da una valoración algo superior a la última valoración de 30.06.1999, dado que ésta no es muy grande y teniendo en cuenta el proceso de expansión en que se encuentra inmersa la sociedad y el consiguiente aumento de deuda y de riesgo financiero de la compañía, **se mantiene la valoración a Pta1.723m**, valor que corresponde a la revalorización efectuada a 30.06.1999.

Europastry S.A.

	Bº Neto	C-F	Book V.	Ventas	EBITDA	EBIT	Deuda Neta
Resultados a 31.12.1999	376	1.495	2.476	9.662	1.895	776	4.403

1) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPRA

	EBITDAx	EBITx	Book V.	Media	Participación Dinamia
Múltiplos de compra	7,4x	12,2x	2,7x		26.02%
Valoración	9.622	5.068	6.765	7.152	1.861

2) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES

	P/E	P/CF	P/Book	EV/Sales	EV/EBITDA	EV/EBIT	Ajustado		Participación
							Media	por iliquidez	Dinamia 26.02%
Valoración según comparables	8.261	15.259	8.156	7.673	21.328	6.910	11.264	7.322	1.905
							Descuento por iliquidez		35%
Medias	22,0x	10,2x	3,3x	1,2x	13,6x	14,6x			
BRIOCHE PASQUIER	FR	14,0x	9,5x	2,5x	0,8x	4,9x			
FROSTA AG	DE	17,1x	4,1x	1,8x	0,5x	6,3x			
GREGGS	GB	15,1x	8,3x	2,7x	0,7x	6,7x			
HIESTAND HOLDINGS	CH	26,1x	12,4x	3,4x	1,5x	10,3x			
KATSELIS BROS	GR	37,5x	16,8x	6,1x	2,7x	39,7x			

Hechos posteriores a 31.12.1999: Venta de Europastry

En Febrero del año 2000 se procedió a la venta de la participación de Dinamia en Europastry. El management, que poseía el 73,98% de la compañía, adquirió el 26,02% perteneciente a Dinamia por un importe de Pta2.000m.

Este precio de venta supone una **plusvalía de Pta574m** sobre su coste de adquisición (Pta1.426m).

Movinord, S.A.**Particiones de oficina y suspensiones de falso techo**

Fecha de Inversión:	Diciembre 1997
Importe de adquisición:	Pta998
Valor en libros a 31.12.1999	Pta916m
Valor de la participación a 31.12.98:	Pta1.335m
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	45,18%
Valor de la participación a 31.12.1999:	Pta1.418m

Resumen de la Transacción:

Con los fondos obtenidos de la Oferta Pública de Suscripción de acciones de Dinamia Capital Privado, S.C.R. se adquirió el 45,18% de Movinord, S. A., participación procedente de los fondos de capital riesgo de AB Asesores (en proceso de liquidación). El resto del accionariado de la compañía se reparte del siguiente modo:

- Fondos gestionados por Schroders 45,17%
- Directivos 9,65%

El precio de compra valora los fondos propios de la compañía en Pta2.209m, representando unos múltiplos de: (sobre cifras de 1.997)

EBITDA*	EBIT	Resultado Neto
5,7x	7,7x	10,1x

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

Descripción de la compañía

Movinord es líder en España en la fabricación de particiones (tabiques) de oficina y uno de los principales fabricantes de perfiles para la sustentación de falsos techos. Las particiones de Movinord se encuadran en el segmento de gama media e incluyen productos de desarrollo exclusivo de gran éxito comercial como tabiques móviles y tabiques armario. Por su parte, sus perfiles de falso techo están considerados de alta calidad y gran capacidad de sustentación.

Movinord no realiza venta directa al cliente final ni la instalación de sus productos, sino que vende a través de una red de distribuidores en exclusiva tanto en España como en el extranjero. Dichos distribuidores actúan como prescriptores del producto, adaptando la instalación a las necesidades del cliente a partir de diseños modulares. El nivel de exportaciones alcanza prácticamente el 40% de la facturación siendo su principal mercado la Unión Europea.

Dirección de la compañía

Los principales directivos de la compañía son D. Francisco Canales, vicepresidente, D. Federico Crespo, Director General, D. Javier Leoz, Dtor. Financiero, D. M. A. Larreta, D. P. Eslava, D. M. A. Labayen, D. P. Iturgaiz y D. J. Yetano.

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

*Cifras en millones de ptas.

	Estimado 31.12.1999	Auditoría 31.12.1998	Presupuesto 31.12.1999	Presupuesto 31.12.2000
Ingresos de Explotación	3.965	4.393	3.981	4.272
EBITDA	703	766	643	722
EBIT	587	639	529	590
BAI	545	538	467	546
Beneficio del ejercicio	433	408	348	410

Balance de Situación

*Cifras en millones de ptas.

<u>ACTIVO</u>	Estimado 31.12.1999	Auditoría 1.998	<u>PASIVO</u>	Estimado 31.12.1999	Auditoría 1.998
Inmovilizado	1.016	966	Fondos Propios	1.931	1.717
Acciones propias	2	57	Acreedores a largo plazo	135	316
Activo Circulante	2.104	1.920	Deuda a corto plazo	182	203
Tesorería	127	94	Pasivo Circulante	1.001	800
TOTAL ACTIVO	3.249	3.037	TOTAL PASIVO	3.249	3.037

Descripción del mercado

El sector de fabricantes de particiones y techos para oficinas está muy fragmentado con escasas compañías de tamaño relevante. Es un mercado maduro cuya demanda está directamente relacionada con los niveles de construcción y actividad económica en general. A destacar que el ciclo de la estructura del falso techo se adelanta ligeramente al de particiones ya que mientras el primero se instala generalmente en el momento de la construcción o rehabilitación del edificio, las segundas se instalan en el momento previo a la ocupación de la oficina.

La rentabilidad de Movinord es superior a la de sus más directos competidores como consecuencia de una importante inversión en activos productivos así como la utilización de tecnología propia y maquinaria diseñada específicamente por sus ingenieros. La mayor parte de sus competidores son compañías de tamaño reducido y con escasa capacidad de innovación y financiera.

Evolución durante 1999

Las ventas nacionales han tenido un comportamiento muy satisfactorio, sobre todo en el segmento de particiones. Por su parte, las exportaciones han seguido una evolución sensiblemente inferior a lo presupuestado, como consecuencia de la atonía de los mercados internacionales. Los márgenes han sido superiores a los presupuestados, debido al mejor mix de producto, lo que, unido a la reducción de los gastos financieros de la compañía por la reducción de deuda, ha resultado en una sensible mejora del resultado neto con respecto al año anterior.

Por otra parte, en Junio del presente año, la compañía ha efectuado una reducción del nominal de sus acciones con devolución a los accionistas de Pta170m. Por ello, el ingreso

de tesorería y reducción del valor en libros para Dinamia ha sido de Pta74m, sin efecto en la cuenta de resultados. Adicionalmente, en Diciembre Dinamia recibió un pago en concepto de vicios ocultos por parte del vendedor original de la compañía por un importe de Pta8m (con el consiguiente ingreso de tesorería y reducción del valor en libros de la participación). Debido a estos dos hechos, el valor en libros de la participación se ha reducido hasta los Pta916m actuales.

Valoración

Según los múltiplos de compra de la compañía y aplicándole un descuento del 15% para reflejar el carácter cíclico del negocio, se obtiene una valoración del capital de la compañía de Pta3.549m, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de Pta1.603m.

Siguiendo las directrices de la EVCA (European Venture Capital Association) para la valoración de las empresas que constituyen la cartera de empresas participadas de las sociedades de capital riesgo, se ha realizado una valoración de Movinord, S.A. de Pta3.139m, lo que significa una valoración de la participación de Dinamia de **Pta1.418m**. Dicha valoración se basa en la comparación con múltiplos rentabilidad de otras empresas del sector europeas, aplicándose un descuento del 30% por iliquidez. (Véase análisis adjunto).

Se aplica el más conservador de los dos resultados y por lo tanto, **se revisa la valoración al alza en un 6,2% frente a su anterior valoración.**

Movinord, S.A.

	Bº Neto	C-F	Book V.	Ventas	EBITDA	EBIT	Deuda Neta
Resultados a 31.12.1999	433	549	1.931	3.965	703	587	190

1) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPRA

	EBITDAx	EBITx	P/E	Media	Ajustado	Participación Dinamia	
Múltiplos de compra	5,7x	7,7x	10,1x			45,18%	
Valoración	3.816	4.332	4.377	4.175	3.549	1.603	Descuento ciclicidad 15%

2) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES

	P/F	P/CF	P/Book	EV/Sales	EV/EBITDA	EV/EBIT	Media	Ajustado por iliquidez	Participación Dinamia
Valoración según comparables	5.622	4.239	3.498	3.265	4.526	5.757	4.484	3.139	45,18%
									Descuento por iliquidez 30%

Medias de compañías de materiales de construcción

	P/F	P/CF	P/Book	EV/Sales	EV/EBITDA	EV/EBIT
Medias de compañías de materiales de construcción	13,0x	7,7x	1,8x	0,9x	6,7x	10,1x
ABBOT GROUP GB	18,0x	14,0x	3,2x	1,4x	11,8x	14,8x
AGGREGATE INDUSTRIE GB	12,3x	7,1x	1,1x	1,1x	6,6x	8,9x
BAGGERIDGE BRICK GB	10,3x		0,9x			
BANDT PLC GB	11,0x		1,7x			
BAUMAX AG AT	14,8x		1,6x			
BIRKBY GROUP GB	15,8x		1,6x			
BPB INDUSTRIES GB	11,4x	7,2x	2,0x	1,2x	6,3x	8,6x
BUDERUS DE	14,7x		2,4x			
CARADON GB	9,9x	4,2x	1,7x	0,4x	3,6x	5,5x
CONSENTA HOLDING DK	12,0x		1,1x			
CONZETA HOLDING CH	21,7x	10,7x	1,3x	0,9x	8,3x	16,6x
CREATON DE	15,9x	6,9x	1,1x	1,9x	7,0x	15,0x
CRH IE	22,1x	13,7x	4,3x	1,4x	11,6x	16,1x
DANSKE TRAEALAST DK	9,2x	5,5x	1,5x	0,4x	6,0x	8,0x
DECEUNINCK BE	22,0x	12,3x	3,6x	1,9x	9,5x	14,4x
DLH (DALHOFF LARSEN) DK	5,3x		0,6x			
FLUGGER DK	13,8x	12,6x	1,3x	0,6x	9,9x	12,3x
FORBO HOLDING CH	13,1x	6,0x	1,3x	0,7x	6,1x	11,4x
GARDENA DE	7,4x		1,5x			
GOUDA VUURVAST NL	15,7x		1,2x			
GRAFTON GROUP IE	10,8x	8,3x	1,8x	0,7x	7,9x	9,7x
GRAHAM GROUP GB	13,0x	8,9x	1,8x	0,4x	5,8x	7,5x
H + H DK	9,0x	3,7x	1,7x	0,5x	4,4x	7,0x
HEITON HOLDING IE	9,9x		1,2x	0,5x		6,8x
HEPWORTH GB	9,7x	4,7x	1,8x	0,6x	3,6x	6,2x
HEWDEN-STUART GB	9,6x	3,5x	1,3x	1,0x	2,9x	6,1x
HILL & SMITH GB	10,5x		1,0x			
HILTI CH	11,9x	8,1x	1,5x	1,3x	9,5x	14,9x
IMERY'S FR	16,6x	9,2x	1,9x	1,1x	7,0x	10,1x
IZOCAM TR	16,1x		4,7x			
JUNCKERS (F) DK	5,8x	0,8x	0,3x	0,2x	2,1x	7,2x
KCI KONECRANES FI	23,2x	17,8x	3,9x	1,3x	13,9x	17,4x
KINGSPAN IE	11,0x	8,8x	3,8x	1,2x	7,3x	8,8x
KORAMIC BUILD PROD BE	12,7x	4,4x	2,1x	1,4x	6,5x	10,5x
LILLESHELL GB	10,3x		1,6x			
LINDAB SE	11,0x	7,3x	1,8x	0,8x	6,6x	8,8x
MARSHALLS GB	13,9x	7,9x	1,7x	1,1x	6,2x	8,2x
MEYER INTERNATIONAL GB	11,2x	8,2x	1,8x	0,5x	6,2x	7,4x
MOELVEN NO	21,4x	4,3x	1,1x	0,3x	6,4x	16,9x
MUEHL DE	12,5x		1,4x			
NORCROS GB	13,9x		1,2x			
PANNONPLAST HU	12,3x	8,5x	1,5x	1,7x	8,9x	12,4x
PARTEK FI	13,7x	5,2x	1,1x	0,4x	5,2x	8,2x
PLETTAC DE	5,9x	1,3x	0,3x	0,6x	6,5x	20,1x
PTS GROUP GB	18,1x		2,7x			
READYMIX IE	11,3x	8,0x	2,3x			
READYMIX KIE-UNION AT	11,3x		2,2x			
RHI AG AT	16,8x		2,6x			
RMC GB	12,4x	5,3x	1,2x	0,6x	5,0x	8,0x
ROCKWOOL INTL DK	13,1x	4,9x	1,2x	0,6x	3,8x	8,1x
RUGBY GROUP GB	25,4x	16,9x	1,8x	1,5x	12,3x	16,3x
SAINT GOBAN FR	16,6x	6,4x	1,6x	1,0x	6,5x	10,3x
SAMSE FR	11,4x		2,0x			
SARNA KUNSTSTOFF CH	11,6x	7,9x	1,1x	0,6x	4,9x	6,6x
SHARPE & FISHER GB	16,2x		2,4x			
SIG GB	12,0x		2,5x	0,4x		8,3x
SIKA FINANZ CH	14,9x	7,7x	1,7x	0,7x	5,6x	8,4x
SPAENCOM DK	7,9x		0,8x			
STO DE	12,0x	3,7x	0,1x	0,1x	1,1x	2,4x
TARMAC GB	15,9x	8,2x	1,1x	0,5x	6,0x	8,5x
TRAVIS PERKINS GB	13,3x	11,3x	2,6x	0,9x	8,0x	9,2x
TULJIVI OY FI	8,3x		1,3x			
URALITA ES	11,0x	3,1x	1,2x	0,4x	3,2x	5,7x
VEJEN TRAEALSTHANDE DK	6,6x		0,7x			
WESCOL GB	7,6x		1,3x			
WEWERS TEGLVAERKER DK	8,7x		1,2x			
WICKES GB	11,0x		2,3x	0,4x		10,3x
WIENERBERGER AT	13,0x	6,8x	1,6x	1,5x	6,8x	10,6x
WOLSELEY GB	12,7x		2,4x			
YIT-YHTYMA FI	7,5x	4,5x	1,2x	0,2x	3,9x	5,0x
ZARDOYA OTIS ES	20,1x	16,2x	8,0x	2,5x	11,0x	12,4x