

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

30 de Junio de 2005

<u>NAV por acción</u>	18,11 €
------------------------------	----------------

<u>NAV por acción ex-dividendo</u>	17,41 €
---	----------------

<u>NAV por acción ajustado¹</u>	17,14 €
---	----------------

<u>NAV por acción ajustado ex-dividendo</u>	16,44 €
--	----------------

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

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

Índice

	<u>Página</u>
Introducción.....	3
Net Asset Value a 30 de Junio de 2005.....	4
Resumen de la valoración de la cartera de no cotizadas.....	5
Evolución de la actividad durante el primer semestre de 2005.....	6
Hechos posteriores a 30.06.2005.....	6
Comisión de éxito de la gestora Nmás1 Capital Privado.....	7
 Compañías integrantes de la cartera de no cotizadas:	
émfasis.....	8
Bodybell.....	11
Grupo Segur Ibérica.....	14
GAM.....	18
High Tech Hoteles.....	22
Ydilo.....	25
Grupo Undesa.....	28
Net TV.....	32
Industrias Anayak.....	33
Arco Bodegas Unidas.....	36
Capital Safety Group.....	39
Deutsche Woolworth.....	42
Marie Claire.....	45
 Anexo:	
Revisión de la valoración realizada por el gestor (Informe de Deloitte).....	46

Introducción

El presente informe tiene como objeto realizar una aproximación a la valoración del Patrimonio de Dinamia Capital Privado S.C.R., S.A. a 30 de Junio de 2005, realizado por la gestora Nmás1 Capital Privado, S.G.E.C.R., S.A.

Se han utilizado los siguientes criterios:

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

Net Asset Value a 30 de Junio de 2005

Con lo antes expuesto, el resultado obtenido es un **Net Asset Value por Acción de 18,11 €**.

Net Asset Value por acción a 30 de junio de 2005

	NAV a	NAV a	NAV a	NAV a	Cartera según valor en libros	NAV a
	31.12.2001	31.12.2002	31.12.2003	31.12.2004	30.06.2005	30.06.2005
<i>*Datos en miles de euros, excepto por acción</i>						
Acciones	132.159	74.244	98.903	93.169	82.858	99.235
Créditos a participadas	4.472	4.138	3.894	4.072	25.221	25.221
Inversiones no cotizadas (1)	136.631	78.383	102.797	97.240	108.080	124.456
Acciones cotizadas (Ibex) (*)	2.177	1.573	0	0	0	0
Tesorería	34.908	74.066	47.115	63.506	35.956	35.956
Total Activos Líquidos (2)	37.085	75.639	47.115	63.506	35.956	35.956
Otros Activos (3)	1.743	775	169	2.902	2.984	2.984
TOTAL ACTIVOS (4) = (1+2+3)	175.458	154.796	150.081	163.648	147.020	163.397
Pasivos (5)	(182)	(344)	(64)	(3.218)	(817)	(817)
TOTAL ACTIVOS NETOS (6) = (4+5)	175.276	154.452	150.018	160.430	146.203	162.580
Ajuste por dividendos y prima de emisión Julio 2002 (7)	(5.985)					
Ajuste por dividendos julio 2003 (8)	(5.985)	(5.985)				
Ajuste por dividendos y prima de emisión Julio 2004 (9)	(5.985)	(5.985)	(5.985)			
TOTAL ACTIVOS NETOS aj. (10) = (6+7+8+9)	157.321	142.482	144.033	160.430	146.203	162.580
Nº de acciones ajustado (11) (**)	8.977.500	8.977.500	8.977.500	8.977.500	8.977.500	8.977.500
NAV por acción = ⁽¹⁰⁾/₍₁₁₎	17,52 €	15,87 €	16,04 €	17,87 €	16,29 €	18,11 €
Incremento de valor del NAV por acción	9,1%	-9,4%	1,1%	11,4%		1,3%
Cotización del Ibex 35	8.397,6	6.036,9	7.737,2	9.080,8		9.783,2
Crecimiento del Ibex 35	-7,8%	-28,1%	28,2%	17,4%		7,7%
Cotización en Bolsa (aj. por dividendo)	9,19 €	10,12 €	11,92 €	14,44 €	16,80 €	16,80 €
Descuento (Premium) sobre NAV	47,6%	36,3%	25,7%	19,2%	(3,2%)	7,2%

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

(**) Número de acciones ajustado para datos a la ampliación liberada 1x20 de marzo de 2005

Resumen de la valoración de la cartera de no cotizadas

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

- Valoración según múltiplos de compañías cotizadas comparables², aplicando descuentos por iliquidez (30%).
- Aplicación de los múltiplos a los que Dinamia adquirió las compañías a los resultados estimados para 2005.

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

A continuación se detalla un resumen de la valoración a 30 de junio de 2005 de las sociedades no cotizadas:

Valoración a 30.06.2005 de la cartera de no cotizadas

cifras en miles de euros

Acciones: (A) Más Créditos a participadas: (B)	VALORACIÓN TOTAL CARTERA a 30.06.2005			
	Valor en libros	Múltiplos de comparables	Múltiplos de Compra	Valoración 30.06.2005
TOTAL CARTERA (A+B)	108.080	156.383	142.181	124.456

	Ajustado por autocartera			VALORACIÓN ACCIONES A 30.06.2005				Valoración 31.12.2004	Valoración 30.06.2004
	% Dinamia	% Dinamia	Diluido	Valor en libros	Múltiplos de comparables	Múltiplos de Compra (1)	Valoración 30.06.2005		
Marie Claire, S.A.	25,06%	25,06%	25,06%	-	-	-	-	3.615	4.820
Deutsche Woolworth (2)	6,61%	6,61%	6,61%	-	-	-	-	-	-
Forthpanel Limited	5,00%	5,00%	5,00%	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
Capital Safety Group Limited	7,37%	7,37%	7,37%	2.752	6.098	8.043	5.296	5.296	4.594
Arco Bodegas Unidas, S.A.	8,00%	8,85%	8,85%	17.051	20.310	19.983	18.040	18.040	18.040
Industrias Anayak, S.A.	63,06%	63,06%	63,06%	7.033	7.033	7.033	7.033	3.517	3.517
Soc. Gest. de Televisión NetTV, S.A. (3)	1,71%	1,71%	1,71%	123	225	225	225	225	115
Unión Deriván S.A. (Grupo Undesa)	45,53%	49,09%	47,05%	9.567	15.008	11.137	10.903	11.187	13.747
Ydilo Advanced Solutions, S.A. (4)	7,06%	7,06%	7,06%	1.470	1.470	1.470	1.470	1.420	1.420
High Tech Hotels & Resorts, S.A.	44,02%	44,02%	44,02%	11.250	11.250	11.250	11.250	11.250	11.250
General de Alquiler de Maquinaria, S.L. (5)	40,13%	40,13%	39,46%	13.854	45.421	31.793	25.258	25.211	12.070
Grupo Segur Ibérica	17,82%	17,82%	17,82%	9.500	14.087	15.765	9.500	9.500	9.500
The Beauty Bell Chain, S.L. (Bodybell)	31,57%	31,57%	31,57%	5.375	5.375	5.375	5.375	-	-
Emfasis Billing & Marketing Services, S.L.	46,41%	46,41%	46,41%	3.881	3.881	3.881	3.881	-	-
Aseguramiento Técnico de Calidad, S.A. (Atecsa) (6)	100,00%	100,00%	100,00%	3	3	3	3	-	-
TOTAL ACCIONES (A)				82.858	131.162	116.959	99.235	90.261	80.072

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

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

(3) Dinamia participa en esta compañía a través de la sociedad Dinamia Telemática, S.L. de la que es titular del 75% del capital. Dinamia Telemática, a su vez, ostenta el 2,29% de NetTV.

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

(5) La valoración a través de comparables nos lleva a una valoración muy elevada, esto es debido a que algunos múltiplos están afectados por las diferentes políticas de amortización de las empresas.

(6) Dinamia completó la ampliación de capital en la compañía el 5 de Julio por un importe total de € 7.125.000, quedando su participación final en el 50%. Dinamia participa a través del vehículo Cusdritejos, S.L.

	CRÉDITOS A PARTICIPADAS		
	Intereses		TOTAL
	Principal	devengados	
Capital Safety Group	3.195	1.174	4.370
The Beauty Bell Chain	16.125	466	16.591
Emfasis Billing & Marketing Services	4.181	79	4.261
TOTAL CRÉDITOS A PARTICIPADAS (B)	23.502	1.719	25.221

² Fuente de los múltiplos utilizados: Bloomberg

Evolución de la actividad durante 2005

- El 1 de Febrero de 2005, Dinamia vendió la totalidad de su participación en Educa Borrás, S.A. al equipo directivo. Dinamia ingresará 4.649 miles de euros (más intereses) en distintos plazos por la venta. La operación supone unas plusvalías brutas de 1.644 miles de euros. Incluyendo dividendos y plusvalías en la venta, la desinversión supone para Dinamia un múltiplo sobre su inversión inicial de 1,7x. Dinamia dotará una provisión por la totalidad de la plusvalía que se revertirá a medida que se vaya ingresando la misma.
- En Febrero de 2005, Dinamia invirtió 50 miles de euros en el capital social de Ydilo, comprando las acciones de un directivo que abandona el grupo. Las acciones han sido repartidas entre todos los accionistas no gestores del grupo y han sido compradas aplicando el pacto de accionistas a un coste medio de 12,99 euros, que supone una valoración del grupo en 5,8x EBITDA. La participación de Dinamia ha pasado del 6,52% a 7,06%.
- El 23 de Febrero de 2005, Dinamia realizó una ampliación de capital liberada mediante la emisión de 427.500 acciones por un importe nominal de 1.282,5 miles de euros con total cargo a la "Reserva de Prima de Emisión".
- Con fecha 18 de marzo, Dinamia alcanzó un acuerdo para la inversión de 21.500 miles de euros en la compañía The Beauty Bell Chain, S.L., vehículo utilizado para la adquisición de una participación mayoritaria en las sociedades Ibérica de Droguería y Perfumería, S.A. y Compañía de Almacenaje, Distribución y Servicios, S.A. (en adelante todo ello Bodybell). Dicha inversión, se materializó mediante la suscripción de una ampliación de capital y un préstamo participativo. La participación final en el capital de Dinamia en The Beauty Bell Chain, S.L. es de 31,57%. La operación fue comunicada al Servicio de Defensa de la Competencia y aprobada por este organismo el 18 de abril. La operación se completó el 27 de Abril de 2005.
- Con fecha 20 de Abril de 2005, Dinamia invirtió € 8.062.500 en la compañía "Émfasis Billing & Marketing Services, S.L." (en adelante éMfasis), vehículo utilizado para la adquisición del cien por cien de las sociedades Nueva Publimail, S.L., Mecapost, S.A. e Informática Proceso y Cálculo, S.L. Dinamia controla el 46,41% del capital de la nueva compañía.

Hechos posteriores a 30.06.2005

- Con fecha 5 de julio de 2005, Dinamia Capital Privado adquirió el 50% del capital social de Aseguramiento Técnico de Calidad, S.A. (Atecsa). Dicha inversión se ha materializado mediante la aportación de fondos propios por un importe total entre capital y prima de emisión de € 7.125.000, lo que supone una participación final del 50% en Atecsa por parte de Dinamia. A fecha de este informe, Dinamia ostentaba una inversión testimonial de 3 miles de euros en el vehículo utilizado para posteriormente adquirir Atecsa.
- Con fecha 26 de julio, los Consejos de Administración de Industrias Anayak, S.A. y Nicolás Correa, S.A. (junto con sus accionistas de referencia: Dinamia Capital Privado, S.C.R., S.A. y la familia Nicolás Correa respectivamente) han aprobado por unanimidad y firmado un protocolo de integración empresarial, así como los proyectos de escisión parcial de Nicolás Correa, S.A. y de fusión por absorción de Industrias Anayak, S.A. por Nicolás Correa, S.A. Dinamia ostentará el 17,86% en la entidad resultante. La familia Nicolás Correa y Dinamia Capital Privado, S.C.R., S.A. han firmado un pacto de permanencia en el accionariado por un período de 30 meses.
- Con fecha 5 de agosto de 2005, Dinamia adquirió el 20,6% del capital social de Holmes Place Iberia. Dicha inversión se ha materializado mediante la aportación de un importe total entre capital, prima de emisión y préstamo participativo de € 9.070.000.

- Con fecha 5 de agosto de 2005, Dinamia procedió a la venta de la totalidad de la participación que poseía en Marie Claire S.A. Esta desinversión, junto con los gastos asociados a la misma, producirá minusvalías para Dinamia en el ejercicio 2005 por un importe de hasta 5,2 millones de euros.
- La Junta General de Accionistas de Dinamia de 29 de Junio de 2005 acordó el reparto entre los accionistas de 6.284 miles de euros (ó €0,7 por acción), correspondientes a un dividendo. El pago a los accionistas se hizo efectivo durante el mes de Julio de 2005.

El NAV por acción, una vez descontado el dividendo asciende a 17,41 €:

	NAV a				Cartera según valor en libros	
	31.12.2001	31.12.2002	31.12.2003	31.12.2004	30.06.2005	30.06.2005
<i>*Datos en miles de euros, excepto por acción</i>						
TOTAL ACTIVOS NETOS (1)	175.276	154.452	150.018	160.430	146.203	162.580
Ajuste por dividendos y prima de emisión Julio 2002 (2)	(5.985)					
Ajuste por dividendos julio 2003 (3)	(5.985)	(5.985)				
Ajuste por dividendos julio 2004 (4)	(5.985)	(5.985)	(5.985)			
Ajuste por prima de emisión julio 2005 (5)	(6.284)	(6.284)	(6.284)	(6.284)	(6.284)	(6.284)
TOTAL ACTIVOS NETOS aj. (6) = (1+2+3+4+5)	151.037	136.198	137.748	154.146	139.919	156.296
Nº de acciones (7)	8.977.500	8.977.500	8.977.500	8.977.500	8.977.500	8.977.500
NAV por acción = ⁽⁶⁾/₍₇₎	16,82 €	15,17 €	15,34 €	17,17 €	15,59 €	17,41 €
Incremento de valor del NAV por acción	9,5%	-9,8%	1,1%	11,9%		1,4%
Cotización del Ibex 35	8.397,6	6.036,9	7.737,2	9.080,8		9.783,2
Crecimiento del Ibex 35	-7,8%	-28,1%	28,2%	17,4%		7,7%
Cotización en Bolsa (aj. por dividendo)	8,49 €	9,42 €	11,22 €	13,74 €	16,10 €	16,10 €
Descuento (Premium) sobre NAV	49,5%	37,9%	26,9%	20,0%	(3,3%)	7,5%

Comisión de éxito de la gestora Nmás1 Capital Privado

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

Se presenta a continuación una simulación del valor liquidativo de Dinamia en el hipotético caso de que todas las sociedades hubieran sido vendidas el 30 de Junio de 2005 a un precio igual al de las valoraciones realizadas por Nmás1 Capital Privado y que se detallan en el presente informe:

NAV a 30.06.2005	162.580
Performance fee teórico	(8.679)
Valor liquidativo a 30.06.2005	153.901

Por acción	17,14 €
-------------------	----------------

émfasis



Servicios de mailing y billing

Fecha de Inversión Inicial:	Abril 2005
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Importe de adquisición:	8.063 miles de euros
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	46,41%
Valoración a 30 de Junio de 2005 (miles de euros):	8.142
(incluye el crédito participativo)	

Resumen de la Transacción

Con fecha 20 de Abril de 2005, Dinamia alcanzó un acuerdo para invertir € 8.062.500 en la compañía "Émfasis Billing & Marketing Services, S.L.", vehículo utilizado para la adquisición del cien por cien de las sociedades Nueva Publimail, S.L., Mecapost, S.A. e Informática Proceso y Cálculo, S.L. Dicha inversión consiste en la suscripción en varias fases de una ampliación de capital por importe de € 3.881.250 y un préstamo participativo de € 4.181.250.

El accionariado de émfasis queda formado por Dinamia y Nmás1, ambos con un 46,4% de la sociedad cada uno y el equipo directivo con el restante 7,2%.

El precio de compra³ representa los siguientes múltiplos de entrada (sobre cifras de 2004):

EBITDA*	EBIT
5,6x	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 émfasis supone la creación de un grupo líder en el fragmentado sector del mailing y el billing. Mediante la adquisición de las dos principales compañías del sector, se ha creado la compañía referente en la industria.

La estrategia de la compañía se fundamenta en la consolidación del sector mediante adquisiciones de compañías pequeñas así como por la oportunidad de obtener economías de escala y sinergias derivadas de la creación de un grupo con tamaño actualmente inexistente en el mercado.

Dirección de la compañía

El equipo directivo de la sociedad está liderado por D. Eusebio Martínez de la Casa. El Sr. Martínez de la Casa cuenta con gran experiencia en el sector y en sectores relacionados.

³ Estos múltiplos podrían variar en función de la evolución de la compañía a final de año y el pago aplazado existente.

Adicionalmente la cúpula del equipo directivo se ha reforzado en las principales posiciones (Director Financiero y Comercial). No obstante, la operativa de las compañías sigue siendo gestionada por las personas que lo venían haciendo anteriormente excepto por los accionistas salientes.

Cuenta de Pérdidas y Ganancias⁴

*Cifras en miles de euros

	Pro Forma 30.06.2004	Pro Forma 30.06.2005	Pro Forma 31.12.2004
Ingresos de Explotación	13.572	11.577	23.560
EBITDA	3.137	2.534	5.958
EBIT	2.226	1.552	4.457
BAI	2.163	1.518	3.182
Beneficio del ejercicio	1.935	2.287	2.132

Cifras ajustadas por los gastos de transacción y gastos no recurrentes

Balance de Situación

*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	Pro Forma 30.06.2005	Pro Forma 31.12.2004	<u>PASIVO</u>	Pro Forma 30.06.2005	Pro Forma 31.12.2004
Inmovilizado	5.188	13.666	Fondos Propios	8.404	11.516
Fondo de Comercio	20.972	591	Crédito Participativo	8.363	0
Activo Circulante	10.422	8.616	Acreedores a largo plazo	15.334	7.257
Tesorería	3.900	2.072	Deuda a corto plazo	681	935
TOTAL ACTIVO	40.482	24.945	Pasivo Circulante	7.701	5.237
			TOTAL PASIVO	40.482	24.945

Descripción del mercado

El sector del marketing tiene un tamaño de mercado de unos € 12.000 millones en 2003 (crecimiento del 2,6% con respecto a 2002). El sector se divide en dos subsectores: marketing convencional (TV, radio, películas, prensa, internet...) y no convencional (mailing, panfletos, telemarketing, catálogos, ferias y otros)

Sector del Mailing

Descripción

Las compañías de mailing se dedican a la manipulación, ensobrado, impresión, gestión de base de datos y refranqueo para las campañas de mailings masivos de grandes compañías.

Principales características del sector:

- Los clientes más importantes son agencias de marketing, bancos, energía, telecomunicaciones y administraciones públicas;
- La actividad está concentrada en tres campañas al año: Marzo, Junio y Noviembre;
- El sector financiero, telecomunicaciones y energía cada vez utilizan más las facturas como elemento de marketing;

⁴ Tanto en estos estados financieros como en los del resto de las compañías, "Real" o "Proforma" se refiere a estados financieros cerrados por la compañía, sin auditar.

Sector del Billing

Descripción

Las compañías de billing, por su parte, se encargan de enviar las facturas personalizadas de bancos, operadoras, luz, gas, etc.

Principales características:

- Clientes: Sector financiero, energético, telecomunicaciones y clubs de fidelización;
- Estacionalidad dentro de cada mes;
- Importancia de la confidencialidad en los datos;
- Incremento de la tendencia hacia la subcontratación del servicio;
- Posibilidad de producir en las propiedades de los clientes;
- Visibilidad de ingresos: normalmente contratos a medio y largo plazo.

Evolución durante el primer semestre del 2005

El ligero descenso en las ventas con respecto al año anterior en éMfasis era algo previsto dentro del plan de negocios para este primer año. La ralentización de las ventas se produce únicamente en Mecapost, y la razón está perfectamente identificada; durante el primer trimestre del ejercicio 2004, las ventas estuvieron afectadas por dos circunstancias extraordinarias, las elecciones generales y una campaña de tráfico. La cifra de ventas, eliminado este efecto, crece en torno al 5%.

No obstante lo anterior, el equipo gestor espera ser capaz de repetir el ejercicio anterior desde el punto de vista de ventas y márgenes, lo que de manera comparable y eliminando efectos extraordinarios supone un crecimiento del 18%.

El comportamiento de Publimail es muy positivo, con crecimientos del 7% en ventas y 25% en EBITDA. Este incremento se debe principalmente a la expansión que se ha producido como consecuencia de las nuevas gestiones comerciales y la mayor eficiencia de la nueva planta productiva.

Desde el punto de vista operativo las compañías están en pleno proceso de integración, siendo el mismo hasta la fecha satisfactorio.

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 la valoración de la inversión en capital a coste de adquisición, esto es, 3.881 miles de euros, a los que hay que añadir los 4.261 miles de euros del crédito participativo, lo que hace un total de **8.142 miles de euros**.

Bodybell



Cadena de Perfumerías

Fecha de Inversión Inicial:	Abril 2005
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Importe de adquisición:	21.500 miles de euros
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	31,57%
Valoración a 30 de Junio de 2005 (miles de euros):	21.966
<small>(incluye el crédito participativo)</small>	

Resumen de la Transacción:

Con fecha 18 de marzo, Dinamia alcanzó un acuerdo para la inversión de 21.500 miles de euros en la compañía The Beauty Bell Chain, S.L., vehículo utilizado para la adquisición de una participación del 100% en las sociedades Ibérica de Droguería y Perfumería, S.A. y Compañía de Almacenaje, Distribución y Servicios, S.A. (en adelante "Bodybell"). Dicho acuerdo, incluía la suscripción de una ampliación de capital y un préstamo participativo. La participación final en el capital de Dinamia en The Beauty Bell Chain, S.L. es del 31,57%. La operación fue comunicada al Servicio de Defensa de la Competencia y aprobada por este organismo el 18 de abril. La operación se completó el 27 de Abril de 2005. Está previsto que Dinamia diluya su participación hasta un 27-28% del capital debido a la entrada mediante una ampliación de capital, pactada en el momento de la adquisición, de las familias vendedoras.

Descripción de la compañía

A través de más de 117 tiendas en España, Bodybell es una de las principales cadenas del denominado canal de Droguería y Perfumería Moderna en España. Las actividades del grupo incluyen el comercio al por menor de artículos de perfumería selectiva, perfumería de consumo y droguería, así como comercio al por mayor de productos de droguería y perfumería de consumo.

La estrategia a futuro se basa en intensificar el crecimiento del modelo de negocio que la compañía exitosamente ha desarrollado en el pasado.

Dirección de la compañía

Francisco Martín Consuegra ha sido nombrado Consejero Delegado de la compañía. Francisco cuenta con una dilatada experiencia en el sector de la distribución, antes de incorporarse al proyecto desarrollaba labores directivas en el grupo Leche Pascual.

Además de Francisco, la compañía cuenta con dos de los ejecutivos con mayor experiencia y mejor reputación y prestigio del sector, Juan José Carballo y José Cabanas. Juan José, Director General, lleva más de 30 años en la compañía y ha sido el principal responsable de la historia de crecimiento de la compañía y del desarrollo del concepto de negocio que ha permitido posicionarse a Bodybell como el buque insignia del canal de Perfumería y Droguería Moderna. José Cabanas, director económico-financiero del grupo, ha estado en la compañía durante más de 20 años y es también Vicepresidente y Consejero Delegado de GPD y Secretario General de Adaps, las dos principales asociaciones del sector.

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

*Cifras en miles de euros

	Real 30.06.2004	Real 30.06.2005	Real 31.12.2004	Presupuesto 31.12.2005
Ingresos de Explotación	87.744	90.546	177.420	186.940
EBITDA	10.629	11.359	24.605	26.857
EBIT	8.808	8.359	20.767	22.271
BAI	8.914	6.149	20.968	14.121
Beneficio del ejercicio	8.914	6.149	13.736	9.908

Las cuentas no incluyen el Fondo de Comercio ni los gastos derivados de la transacción

Balance de Situación

*Cifras en miles de euros

ACTIVO	Real	Real	PASIVO	Real	Real
	30.06.2005	31.12.2004		30.06.2005	31.12.2004
Inmovilizado	20.631	17.374	Fondos Propios	16.452	66.080
Fondo de Comercio	134.872		Crédito Participativo	50.977	
Activo Circulante	51.360	54.616	Deuda largo plazo	120.000	2
Tesorería	16.465	21.087	Deuda corto plazo	781	999
TOTAL ACTIVO	223.328	93.077	Pasivo Circulante	35.118	25.996
			TOTAL PASIVO	223.328	93.077

Descripción del mercado

El mercado de perfumería y cosmética presenta crecimientos históricos sólidos, tanto en Europa (4%) como en España (7%) con un tamaño del mercado estimado en 54.000 millones de euros (mercado europeo) y 7.600 millones de euros (mercado nacional).

Las principales tendencias a nivel mundial, según expertos de mercado, apuntan a que estos crecimientos se mantendrán durante los próximos años, sostenidos por una demanda creciente de productos de belleza y productos selectivos, continuación de la tendencia histórica en el apartado de perfumería y cosmética femenina y más recientemente por la pujanza y apuesta de todo el sector por el despegue vertical de la cosmética y el cuidado masculino.

El mercado español de perfumería y droguería se encuentra muy fragmentado con más de 19.000 puntos de venta y decenas de pequeñas cadenas con presencia local. Bodybell tiene una cuota de mercado estimada del 7%.

Evolución durante el primer semestre 2005

Bodybell ha mostrado una positiva evolución durante los primeros seis meses del 2005. La compañía ha sido capaz de completar satisfactoriamente el proceso de cambio de accionistas sin que haya tenido una destacable repercusión negativa en la evolución de la compañía a nivel operativo o financiero.

En el negocio de distribución al por menor en tiendas especializadas, el sucursalismo, la evolución ha sido muy similar a la de otros años, con crecimientos a nivel ventas cercanos al 9%, sostenidos por el creciente consumo de productos de belleza así como por la apertura de nuevas tiendas en lugares estratégicos que permiten aumentar la capilaridad de la compañía. En cuanto al negocio de mayor, el cual representa menos del 10% del margen operativo, presenta una evolución ligeramente decreciente, en línea con ejercicios anteriores, muy

influenciado por la tendencia de mercado. No obstante, los márgenes se han mantenido constantes.

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 la valoración de la inversión en capital a coste de adquisición, esto es, 5.375 miles de euros, a los que hay que añadir el préstamo participativo y su devengo de intereses del periodo por importe de 16.591 miles de euros, lo que hace un total de **21.966 miles de euros**.

Grupo Segur Ibérica



Servicios de Seguridad

Fecha de Inversión Inicial:	Marzo 2004
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Importe de adquisición:	9.500 miles de euros
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	17,82%
Valoración a 30 de Junio de 2005 (miles de euros):	9.500

Resumen de la Transacción:

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

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

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

<i>Número de acciones</i>	<u>Capital</u>	
Dinamia	54.285	17,8%
Nmás1 PEF LP	54.286	17,8%
Corpfin Capital	108.571	35,6%
MCH Private Equity	40.000	13,1%
Espiga Capital	34.286	11,3%
Management	13.140	4,4%
Total acciones	304.568	100,0%

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

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

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

Descripción de la compañía

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

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

Dirección de la compañía

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

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

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

Cuenta de Pérdidas y Ganancias⁵

*Cifras en miles de euros

	Real 30.06.2004	Real 30.06.2005	Presupuesto 30.06.2005	Pro Forma 31.12.2003	Pro Forma 31.12.2004	Presupuesto 31.12.2005
Ingresos de Explotación	83.638	89.714	96.975	160.052	166.991	191.159
EBITDA	8.814	9.410	10.462	17.575	17.895	19.039
EBIT	8.112	8.663	9.795	16.235	16.543	17.490
BAI ^{(1) (2)}	7.004	7.171	8.320	14.532	14.109	13.576
Beneficio del ejercicio ⁽¹⁾	4.552	4.661	5.408	10.207	10.858	8.825

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

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

Balance de Situación

*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	Real 30.06.2005	Pro Forma 31.12.2004	<u>PASIVO</u>	Real 30.06.2005	Pro Forma 31.12.2004
Inmovilizado	16.192	9.953	Fondos Propios	56.484	55.442
Fondo de Comercio	75.280	73.169	Acreedores a largo plazo	46.857	46.672
Activo Circulante	43.207	48.686	Deuda a corto plazo	3.543	3.730
Tesorería	3.050	6.006	Pasivo Circulante	30.844	31.971
TOTAL ACTIVO	137.728	137.815	TOTAL PASIVO	137.728	137.815

Descripción del mercado

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

⁵ Tanto en estos estados financieros como en los del resto de las compañías, "Real" o "Proforma" se refiere a estados financieros cerrados por la compañía, sin auditar.

Servicios de vigilancia:

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

Instalación y gestión de alarmas:

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

Instalación de sistemas de seguridad:

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

Evolución durante el primer semestre de 2005

Los ingresos y resultados del Grupo Segur Ibérica a Junio reflejan un incremento superior al 6% con respecto a los del ejercicio 2004.

El negocio de vigilancia se ha comportado en línea con lo previsto, con un ligero retraso en la adjudicación de algún nuevo contrato de vigilancia de aeropuertos, que se ha compensado con otros incrementos o adjudicaciones. El presupuesto de vigilancia del ejercicio ha sido prácticamente alcanzado.

Los ingresos generados por Segur Control, negocio de instalación y alarmas, ha estado un 5% por encima de 2004 y el resultado se ha superado en un 12%. El negocio de sistemas ha continuado con fuertes crecimientos, con el final de las obras de la ciudad del Santander en Boadilla (SCH) y con nuevas obras de sistemas en Marruecos.

Valoración

Se ha realizado una valoración de Segur Ibérica siguiendo los siguientes criterios:

- Según los múltiplos de compra de la compañía, se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 88.452 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 15.765 miles de euros.
- Comparación con múltiplos de otras empresas del sector europeas, aplicándose un descuento del 30% por iliquidez, con la que se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 79.038 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 14.087 miles de euros.

A pesar de que los métodos de valoración arrojan valoraciones superiores a su coste de adquisición, por motivos de prudencia se mantiene la valoración a coste, **quedando la participación de Dinamia valorada en 9.500 miles de euros.**

Grupo Segur Ibérica

cifras en miles de euros

	Ventas	EBITDA	EBIT	B° Neto	C-F	Deuda Neta*
Resultados estimados a 31.12.2005	191.159	19.039	17.490	8.825	10.374	47.350

1) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPRA

-

	EBITDAx	EBITx	Media	Participación Dinamia
Múltiplos de compra	7,1x	7,8x		17,82%
Valoración	88.334	88.569	88.452	15.765

2) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES

	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF	Ajustado por iliquidez		Participación	
					Media	Dinamia	17,82%	
Valoración según comparables	100.360	154.286	97.287	99.711	112.911	79.038	14.087	
						Descuento por iliquidez		30%
Medias	7,8x	11,5x	11,0x	9,6x				
ADECCO SA-REG	10,7x	13,1x						
AGGREKO PLC	5,4x	11,9x		6,2x				
BUNZL PLC	7,0x	8,6x	10,0x	7,6x				
DAVIS SERVICE GROUP PLC	4,7x	12,2x		4,8x				
MITIE GROUP PLC	7,8x	10,3x		14,4x				
RENTOKIL INITIAL PLC	7,0x	9,7x	12,0x	7,2x				
SECURITAS AB-B SHS	10,7x			10,9x				
VEDIOR NV-CVA				11,7x				
PROSEGUR COMP SEGURIDAD-REGD	8,8x	15,0x		14,1x				

General de Alquiler de Maquinaria (GAM)



Alquiler de Maquinaria

Fecha de Inversión:	Julio 2003
Cantidad invertida:	13.854 miles de euros
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	40,13%
Valoración a 30 de Junio de 2005 (miles de euros):	25.258

Resumen de la Transacción:

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

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

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

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

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

Descripción de la compañía

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

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

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

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

Dirección de la compañía

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

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

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

*Cifras en miles de euros

	Real 30.06.2004	Real* 30.06.2005	Presupuesto 30.06.2005	Pro Forma 31.12.2003	Pro Forma 31.12.2004	Presupuesto 31.12.2005	Previsión 31.12.2005
Ventas	35.385	59.048	56.191	60.275	87.020	108.738	114.946
EBITDA	15.151	26.349	26.630	24.957	37.394	52.738	56.289
EBIT	7.965	12.249	12.375	13.190	18.412	24.571	27.046
BAI	5.638	10.560	9.894	10.810	15.892	18.812	21.172
Beneficio del ejercicio	3.893	7.105	6.629	8.107	12.051	13.506	14.041

* No incluye amortización del fondo de comercio.

Balance de Situación

*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	Pro Forma 30.06.2005	Auditoría 31.12.2004	<u>PASIVO</u>	Pro Forma 30.06.2005	Auditoría 31.12.2004
Inmovilizado	198.923	144.368	Fondos Propios	63.628	59.117
Fondo de Comercio	22.096	14.681	Acreedores a largo plazo	139.952	84.230
Gastos a Distribuir	7.759	5.698	Deuda a corto plazo	44.036	42.029
Activo Circulante	75.323	69.501	Pasivo Circulante	61.588	53.679
Tesorería	5.103	4.806			
TOTAL ACTIVO	309.204	239.054	TOTAL PASIVO	309.204	239.054

Descripción del mercado

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

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

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

El sector de la construcción ha obtenido un crecimiento anual acumulado superior al 10% para el periodo de 2001-2003 en términos corrientes. El porcentaje de penetración del alquiler de maquinaria en España es aún muy inferior al de otros países europeos (en Gran Bretaña

es del 85%), con lo que se estima que parte del crecimiento de mercado ha de venir por esta vía.

Evolución durante el primer semestre 2005

La evolución de GAM durante el primer semestre del año 2005 está siendo muy positiva (se ha hecho una reevaluación del presupuesto a los 4 meses de comenzar el año).

Desde el punto de vista de cuenta de resultados, el año 2005 está confirmando las tendencias ya mostradas en el año 2004:

- ✓ Crecimientos de ventas superiores al 40%, principalmente como consecuencia de unas tasas de ocupación muy elevadas y de las fuertes inversiones realizadas a finales del año 2004 así como las inversiones del primer trimestre del año.
- ✓ Ligera mejora de márgenes EBITDA (0,6%) que pasan del 44,1% al 44,7%, a pesar de la competencia en el mercado y las nuevas delegaciones abiertas durante estos meses.

Geográficamente destacar la magnífica evolución de GAM Sureste y Noroeste, especialmente en crecimientos; resaltar también los fuertes crecimientos de Madrid (por encima del 60%, ya representa c. 20% de la compañía), así como delegaciones que en el futuro deberían tener un papel relevante en GAM: Levante, Suroeste y Canarias.

Adicionalmente, se está trabajando en la diversificación de los ingresos, disminuyendo el peso de la construcción (actualmente el 75%) hacia otros segmentos; industrial, energía, eventos...

Respecto al proceso de build up, después de haber integrado totalmente, operativa y financieramente, J. Crespo, no se esperan más adquisiciones durante los próximos meses.

Valoración

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

- Según los múltiplos de compra de la compañía, se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 81.143 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 31.793 miles de euros.
- Comparación con múltiplos de otras empresas del sector europeas, aplicándose un descuento del 30% por iliquidez, con la que se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 116.888 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 45.421 miles de euros.

A pesar de que los criterios de valoración arrojan cifras superiores, y dada su reciente revalorización, se mantiene la valoración de GAM según se introdujo en el Informe de Valoración de fecha Diciembre de 2004 (ajustado por una menor dilución), con lo que la **participación de Dinamia queda valorada en 25.258 miles de euros.**

Grupo GAM

cifras en miles de euros

	Ventas	EBITDA	EBIT	B° Neto	C-F	Deuda Neta*
Resultados estimados a 31.12.2005	114.946	56.289	27.046	14.041	43.283	144.695

*Media mensual de los últimos 6 meses

1) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPRA

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

	EBITDAx	EBITx	Media	Participación Dinamia
Múltiplos de compra	3,7x	9,0x		39,18%
Valoración	62.827	99.460	81.143	31.793

2) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES

	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF	Media	Ajustado por iliquidez	Participación Dinamia	38,86%
Valoración según comparables	147.405	156.286	161.516	202.727	166.983	116.888	45.421	

Descuento por iliquidez

30%

	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF
Medias	5,2x	11,1x	11,5x	4,7x
VP PLC	4,9x	11,1x	12,7x	5,1x
SPEEDY HIRE PLC	5,7x	11,0x	11,2x	5,0x
LAVENDON GROUP PLC	4,7x			6,2x
ASHTAD GROUP PLC	5,1x			3,0x
RAKENTAJAIN KONEVUOKR-B SHS	5,4x	9,7x	13,0x	5,8x
UNITED RENTALS INC	6,3x	14,1x		
NORTHGATE	4,3x	9,7x	9,0x	3,0x

High Tech Hoteles



Gestión de una cadena de hoteles

Fecha de Inversión:	Enero 2003 / Enero 2004
Cantidad invertida:	11.250 miles de euros
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	44,02%
Valoración a 30 de Junio de 2005 (miles de euros):	11.250

Resumen de la Transacción:

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

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

La inversión acometida en la compañía hasta la entrada de Dinamia ascendía a unos 12 millones de euros (9 millones aportados por el anterior socio financiero y unos 3 millones aportados por el equipo directivo⁶)

Descripción de la compañía

High Tech Hotels & Resorts SA, es una cadena hotelera centrada en el segmento de tres estrellas y tres plus, enfocada a clientes de negocios y turísticos de ciudad. En este momento tiene 27 hoteles contratados, ubicados principalmente en Madrid (17 de ellos) y en las principales capitales de provincia. 18 de estos hoteles se encuentran operativos y el resto se irá abriendo una vez vayan concluyéndose las reformas en los mismos. En el momento de adquisición de la compañía, High Tech contaba con 10 hoteles contratados y 4 operativos⁷.

⁶ Para el caso del equipo directivo, su aportación incluye tanto aportaciones dinerarias (1,9 millones de euros), como una estimación de aportaciones no dinerarias (1,2 millones de euros)

⁷ Número de hoteles neto de aquellos que no encajaban en la estrategia de la cadena y fueron cerrados en un plazo de tiempo corto desde la adquisición

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

Dirección de la compañía

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

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

*Cifras en miles de euros

	Real 30.06.2004	Real 30.06.2005	Presupuesto 30.06.2005	Auditoría 31.12.2003	Auditoría1 31.12.2004	Pres. 31.12.2005	Prev. 31.12.2005
Ventas	7.943	11.501	11.269	11.026	16.676	25.742	27.249
EBITDA	836	2.394	2.162	716	2.372	4.566	5.221
EBIT	(1.057)	(270)	(502)	(1.796)	(1.492)	(478)	(900)
BAI	(1.071)	(257)	(489)	(1.949)	(1.787)	(1.082)	(1.493)
Beneficio	(1.071)	(257)	(489)	(1.949)	(1.783)	(1.082)	(1.493)

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

Balance de Situación

*Cifras en miles de euros

ACTIVO	Real	Auditoría	PASIVO	Real	Auditoría
	30.06.2005	31.12.2004		30.06.2005	31.12.2004
Inmovilizado	41.245	29.394	Fondos Propios	15.708	15.996
Activo Circulante	7.614	6.310	Provisiones	256	181
Tesorería	2.874	1.869	Acreedores largo plazo	12.870	4.132
TOTAL ACTIVO	51.732	37.572	Pasivo Circulante	22.898	17.263
			TOTAL PASIVO	51.732	37.572

Descripción del mercado

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

- Forma la columna vertebral de la industria hotelera en España, siendo más del 33% de la totalidad de establecimientos y con más del 45% de la capacidad de camas.
- Desde 1987 la ocupación en los hoteles de tres estrellas ha sido la más alta de la industria.
- El segmento de tres estrellas ha sido el menos afectado por la crisis que sufre actualmente la industria hotelera española manteniéndose en niveles del año anterior.
- Este segmento está controlado por la gestión familiar, muy poco profesional, y por tanto está muy fragmentado, sin la existencia de una marca clara líder del sector.
- Existen una serie de barreras de entrada muy marcadas en el sector; las grandes cadenas internacionales (Accor, Six Continents, Starwood, Hyatt...) que han mostrado un

gran interés por el mercado español tienen dificultades para instalarse debido a la falta de transparencia dentro de las pequeñas cadenas ya establecidas y a la falta de cadenas de cierto tamaño que les permita entrar con fuerza en el mercado español. Además se ha comprobado que la presencia de un promotor nacional es clave para el éxito de la cadena en España.

Evolución durante el primer semestre 2005

Durante el primer semestre se firmaron 3 nuevos contratos en Madrid: Jorge Juan, Posada del Peine y Alfonso XII y uno en Málaga (Calle Larios), llevando la cartera de hoteles totales hasta 25, en línea con el plan de negocio inicial. A la fecha de publicación del presente informe, se han contratado dos nuevos hoteles en Madrid, elevando la cifra hasta 27 hoteles.

Los hoteles operativos están funcionando por encima de presupuesto, a pesar de que el mercado no muestra una clara recuperación. Por su parte, la ocupación media del ejercicio de toda la cadena es cercana al 75%, por encima de la mayoría de los competidores en el mercado.

Según la evolución del primer semestre, parece que el presupuesto va a ser superado, gracias a la buena evolución y a la apertura de hoteles no presupuestados. La mayoría de los hoteles están cumpliendo sus plazos de maduración según lo inicialmente proyectado por la compañía.

Según el equipo directivo se estima que antes de final de año se incorporen algunos hoteles adicionales.

Valoración

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

Ydilo Advanced Voice Solutions, S.A.



Servicios Avanzados de Voz

Fecha de Inversión Inicial:	Abril 2001/Junio 2001
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Importe de adquisición:	1.470 miles de euros
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	7,06%
Valoración a 30 de Junio de 2005 (miles de euros):	1.470

Resumen de la Transacción:

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

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

➤ Equipo directivo y plan de opciones	31,52%
➤ Corporación IBV	19,57%
➤ Mercapital	24,46%
➤ Ericsson Innova	17,39%

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

Descripción de la compañía

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

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

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

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

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

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

Dirección de la compañía

La compañía está liderada por Javier Álvarez Vara (Presidente) y Domingo López Montesdeoca (Director General). La compañía se ha aproximado a las 100 personas en plantilla al final del primer semestre de 2005.

Descripción del mercado

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

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

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

Evolución durante el primer semestre 2005

La compañía continúa con la línea mostrada durante el primer trimestre del año 2005, con desviaciones positivas sobre presupuesto a nivel EBITDA y con una ligera disminución a nivel ventas producida por la menor reventa de licencias frente al año 2004, año de implantación de una gran plataforma para un cliente de telecomunicaciones. Los crecimientos en EBITDA se pronunciarán en la segunda mitad del año por la entrada a pleno funcionamiento de la operativa en nuevos clientes ya contratados.

Durante este periodo, destacar la buena evolución de los ingresos por desarrollos (+116% sobre 1Q2004). Este es el mejor indicador de la marcha del negocio base. Adicionalmente, supone la prueba de que una vez dentro de un cliente las posibilidades de nuevos desarrollos para satisfacer nuevos servicios y acciones comerciales del cliente son crecientes.

Desde el punto de vista de cash flow, la compañía ha sido capaz de ajustar el periodo medio de cobro en relación con la experiencia histórica con lo que se espera acabar el año con una deuda neta inferior al €1m y con aproximadamente €2m de caja generada en el año.

Valoración

Dado el carácter de inversión “early-stage”, y siguiendo las directrices de la EVCA, se mantiene su valoración a coste de adquisición, **1.470 miles de euros**.

Grupo Undesa



Desarrollo, producción y comercialización de productos oleoquímicos

Fecha de Inversión:	Julio 2000
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Importe de adquisición:	10.217 miles de euros
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.⁸:	49,09%
Valoración a 30 de Junio de 2005 (miles de euros):	10.903

Resumen de la Transacción:

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

Dinamia mantiene una participación del 49,09% no diluido del capital (no diluido y ajustado por autocartera); el resto del accionariado se reparte de la forma siguiente.

- Fondos gestionados por Corpfín 27,7%
- Fondos gestionados por Espiga 18,8%
- Equipo directivo 4,4%

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

EBITDA*	EBIT
4,2x	6,3x

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

Descripción de la compañía

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

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

⁸ Ajustado por autocartera

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

Dirección de la compañía

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

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

*Cifras en miles de euros

	Real 30.06.2004	Real 30.06.2005	Presupuesto 30.06.2005	Auditoría 31.12.2003	Auditoría 31.12.2004	Presupuesto 31.12.2005
Ingresos de Explotación	42.723	41.875	46.356	83.029	82.039	87.877
EBITDA	3.268	3.025	3.770	9.629	4.560	7.719
EBIT	1.464	1.020	1.775	6.035	832	3.908
BAI ⁽¹⁾	1.395	800	1.537	5.428	885	3.444
Beneficio del ejercicio ⁽¹⁾	455	477	953	3.335	624	1.653

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

Balance de Situación

*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	Real 30.06.2005	Auditoría 31.12.2004	<u>PASIVO</u>	Real 30.06.2005	Auditoría 31.12.2004
Acciones Propias	1.485	1.485	Fondos Propios	25.613	30.149
Inmovilizado	22.213	23.945	Fondo de Pensiones	1.398	1.482
Activo Circulante	31.482	29.771	Acreedores a largo plazo	246	246
Tesorería	0	604	Deuda a corto plazo	8.419	2.930
TOTAL ACTIVO	55.180	55.804	Pasivo Circulante	19.504	20.997
			TOTAL PASIVO	55.180	55.804

Descripción del mercado

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

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

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

Evolución durante el primer semestre 2005

En unas condiciones de mercado muy complicadas y habiendo asumido la ausencia de beneficios en la venta de la glicerina, la evolución de la compañía durante el primer semestre del año ha estado en línea con lo esperado.

Los márgenes brutos han mejorado según avanzaba el año, si bien, toda vez que la mejoría se ha comenzado a sentir a partir del mes de abril, será en la segunda mitad del año donde se podrá observar de manera más clara esta mejora.

El incremento de los márgenes se ha debido por un lado al comportamiento de los precios de las materias primas, que han experimentado un estancamiento e incluso en algunos casos determinados leves bajadas, y a la mejora de los procesos productivos lo que ha dado lugar a una reducción de las mermas. La compañía ha seguido mejorando su eficacia y ha logrado reducir sus costes fijos.

La demanda se ha mostrado débil lo que ha motivado una menor venta de toneladas.

En estas circunstancias la compañía ha alcanzado unas ventas de 41,8 millones de euros con un cash-flow operativo (EBITDA) de € 3,0 millones durante los 6 primeros meses del año.

En enero de este año, la compañía repartió un dividendo a los accionistas de 5 millones de euros.

Valoración

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

- Según los múltiplos de compra de la compañía, se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 23.686 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 11.137 miles de euros.
- Comparación con múltiplos de otras empresas del sector europeas, aplicándose un descuento del 30% por iliquidez, con la que se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 32.187 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 15.008 miles de euros.

El más conservador de lo dos métodos utilizados arroja valoraciones cercanas a la valoración del informe anterior, por lo que se mantiene la valoración anterior (ajustado por la diferente dilución), **quedando la participación de Dinamia valorada en 10.903 miles de euros.**

Grupo Undesa

cifras en miles de euros

	Ventas	EBITDA	EBIT	B° Neto	C-F	Deuda Neta
Resultados estimados a 31.12.2005	87.877	7.719	3.908	1.653	5.463	8.665

1) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPRA

	EBITDAx	Media	Participación Dinamia
Múltiplos de compra	4,2x		47,02%
Valoración	23.686	23.686	11.137

2) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES

	EV/EBITDA	P/CF	Ajustado		Participación	
			Media	por iliquidez	Dinamia	46,63%
Valoración según comparables	44.940	47.024	45.982	32.187	15.008	
				Descuento por iliquidez		30%
Medias	6,9x	8,6x				
DEGUSSA AG		5,3x				
RHODIA SA						
CIBA SPECIALTY CHEMICALS-REG		7,1x				
CLARIANT AG-REG		6,2x				
CRODA INTERNATIONAL PLC		7,4x				
SOLVAY SA		7,0x				
EMS-CHEMIE HOLDING AG-REG		8,7x				

Net TV



Televisión digital terrestre en abierto

Fecha de Inversión:	Junio 2000
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Importe de adquisición:	225 miles de euros
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	1,71%
Valoración a 30 de Junio de 2005 (miles de euros):	123

Resumen de la Transacción:

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

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

Descripción de la compañía

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

Valoración

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

⁹ Participado mayoritariamente por el Grupo Vocento

Industrias Anayak, S.A.



Diseño, fabricación y comercialización de máquinas-herramienta

Fecha de Inversión:	Septiembre 1999
Cantidad invertida:	7.033 miles de euros
Fecha cierre de contabilidad:	31 de Diciembre
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	63,06%
Valoración a 30 de Junio de 2005 (miles de euros):	7.033

Resumen de la Transacción:

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

El resto del accionariado se reparte de la forma siguiente:

- Equipo directivo 36,94%

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

EBITDA*	EBIT	B° Neto
4,4x	6,3x	7,5x

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

Descripción de la compañía

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

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

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

Dirección de la compañía

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

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

*Cifras en miles de euros

	Real 30.06.2004	Real 30.06.2005	Presupuesto 30.06.2005	Auditoría 31.12.2003	Auditoría 31.12.2004	Presupuesto 31.12.2005	Previsión 31.12.2005
Ingresos de Explotación	8.668	12.380	12.185	16.554	17.576	22.799	27.474
EBITDA	(716)	(209)	337	(1.366)	(1.535)	696	1.108
EBIT	(1.136)	(617)	(3)	(2.226)	(2.323)	68	481
B° antes de impuestos	(1.207)	(707)	(119)	(2.287)	(2.162)	(148)	278
Beneficio del ejercicio	(1.207)	(707)	(119)	(1.395)	(1.307)	(148)	278

Balance de Situación

*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	Real 30.06.2005	Auditoría 31.12.2004	<u>PASIVO</u>	Real 30.06.2005	Auditoría 31.12.2004
Inmovilizado	6.579	6.696	Fondos Propios	6.783	7.265
Activo Circulante	12.719	11.452	Acreeedores a largo plazo	2.370	2.139
Tesorería	863	607	Deuda a corto plazo	1.599	1.372
TOTAL ACTIVO	20.161	18.755	Pasivo Circulante	9.409	7.979
			TOTAL PASIVO	20.161	18.755

Evolución durante el primer semestre 2005

El primer semestre de 2005 ha comenzado a dar signos de recuperación en la demanda de máquina-herramienta. Gracias a la buena posición competitiva de Anayak, la compañía se ha beneficiado de la incipiente recuperación del mercado, con una captación de pedidos superior a la del mercado. De este modo, la cartera de pedidos a junio de 2005 era un 56% superior a la del año anterior a la misma fecha.

Con fecha 26 de julio de 2005, los Consejos de administración de Anayak y Nicolás Correa, S.A. firmaron un protocolo de fusión de ambas sociedades. La operación implica la escisión previa de ciertos activos no estratégicos de Nicolás Correa (actividades inmobiliarias y máquinas de altas presiones para la conservación de alimentos), cuyo temprano estado de maduración, consumo de recursos y no complementariedad con la actividad de máquina-herramienta aconsejaron dejar fuera del perímetro de la transacción. Esta operación de concentración se justifica por las importantes sinergias comerciales, de I+D y de racionalización. Se ha fijado una ecuación de canje de que supone un valor de Nicolás Correa (post-escisión) de 2,5x veces el de Anayak. De esta manera, Dinamia ostentará el 17,86% del capital de la sociedad resultante. Tanto Dinamia como la familia Nicolás-Correa, en su calidad de accionistas de referencia de Anayak y Nicolás Correa, respectivamente, han firmado un pacto de permanencia en el accionariado de 30 meses.

Valoración

Debido a la recuperación del mercado, la estimada vuelta a los números negros y la valoración teórica de la participación de Dinamia tras la fusión, se ha decidido revertir la provisión que existía sobre el 50% del valor de Anayak, quedando **la participación de Dinamia valorada a coste de adquisición en 7.033 miles de euros.**

Arco Bodegas Unidas



Bodegas de vino

Fecha de Inversión:	Marzo 1999
Cantidad inicial invertida:	5.457 miles de euros
Ampliación de Capital Marzo 2001	12.020 miles de euros
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	8,00%
Valoración a 30 de Junio de 2005 (miles de euros):	18.040

Resumen de la Transacción:

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

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

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

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

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

Descripción de la compañía

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

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

Dirección de la compañía

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

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

*Cifras en miles de euros

	Real 30.06.2004	Auditoría 31.12.2003	Auditoría 31.12.2004	Presupuesto 31.12.2005
Ingresos de Explotación	83.546	183.705	189.250	242.966
EBITDA	6.779	19.546	22.558	23.225
EBIT	5.058	16.238	18.590	18.782
Beneficio antes de impuestos	7.694	15.807	16.880	17.604
Beneficio del ejercicio	5.001	12.671	12.301	13.731

Balance de Situación

*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	Auditoría <u>31.12.2004</u>	<u>PASIVO</u>	Auditoría <u>31.12.2004</u>
Inmovilizado	76.352	F. Propios	92.997
Activo Circulante	97.302	Socios Externos	10.554
Tesorería	2.332	Deuda a largo plazo	19.613
TOTAL ACTIVO	175.986	Deuda a corto plazo	19.752
		Pasivo Circulante	33.070
		TOTAL PASIVO	175.986

Evolución durante el primer semestre 2005

Las cifras del primer semestre son buenas y permiten ser optimistas, con crecimientos ligeramente superiores a otros años e incrementándose ligeramente el margen. Con todo esto parece que el presupuesto de final de año es alcanzable.

El presupuesto del año 2005 está basado en un importante crecimiento en unidades, según el cual se espera llegar a los 56,2 millones de botellas.

El crecimiento de la compañía dentro del mercado nacional es bueno (8%) aunque el esfuerzo fuerte se está realizando en el mercado internacional con crecimientos superiores al 25%.

Valoración

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

- Según los múltiplos de compra de la compañía, se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 225.789 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 19.983 miles de euros.
- Comparación con múltiplos de otras empresas del sector europeas, aplicándose un descuento del 30% por iliquidez, con la que se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 229.476 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 20.310 miles de euros.

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

Arco Bodegas Unidas, S.A.

cifras en miles de euros

	Ventas	EBITDA	EBIT	B° Neto	C-F	Deuda Neta*
Resultados estimados a 31.12.2005	242.966	23.225	18.782	13.731	18.174	22.967
						*Deuda Neta a Diciembre 2004

1) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPRA

-

	EBITDAx	EBITx	P/E	P/CF	Media	Participación* Dinamia
Múltiplos de compra	10,9x	12,3x	16,0x	13,5x		8,85%
Valoración	229.606	208.671	219.845	245.035	225.789	19.983

*Ajustada por autocartera

2) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES

	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF	Media	Ajustado por iliquidez	Participación* Dinamia
Valoración según comparables	330.840	373.396	279.494	327.563	327.823	229.476	20.310
						Descuento por iliquidez	30%

Medias	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF
	15,2x	21,1x	20,4x	18,0x

*Ajustada por autocartera

BARON DE LEY	8,9x	12,1x	13,2x	9,4x
BELVEDERE SA	13,7x	19,8x		22,2x
BROWN-FORMAN CORP -CL A	15,2x	17,0x	23,9x	20,2x
BODEGAS RIOJANAS SA	19,4x	27,6x		23,1x
VINA CONCHA Y TORO S.A.	16,3x	20,2x	23,4x	17,9x
CIA VINICOLA DEL NORTE DE ES	16,7x	28,3x	21,0x	13,1x
VINA SAN PEDRO S.A.	19,7x	29,6x		23,1x
VINCOR INTERNATIONAL INC	12,1x	14,3x	20,3x	15,3x

Capital Safety Group



CAPITAL SAFETY GROUP LIMITED

Fabricación de equipos de seguridad para el trabajo

Fecha de Inversión:	Enero 1999
Cantidad invertida:	5.836 miles de euros (incluye crédito a la participada)
Fecha cierre de contabilidad:	31 Marzo
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	7,37%
Valoración a 30 de Junio de 2005 (miles de euros):	9.666 (incluye el crédito a la participada)

Resumen de la Transacción:

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

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

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

EBITDA*	EBIT
8,3x	9,0x

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

Descripción de la compañía

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

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

Dirección de la compañía

El equipo directivo, que ostenta el 11% del capital de la compañía, fue una de las razones fundamentales para llevar a cabo este MBO, dada su experiencia, motivación e involucración en el capital de la compañía y la excelente evolución de los resultados de la compañía en los últimos años. Todo ello ha convertido a CSG en el líder de su mercado.

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

*Cifras en miles de euros

	3 meses Real 30.06.2004	3 meses Real 30.06.2005	3 meses Presupuesto 30.06.2005	12 meses Auditoría 31.03.2003	12 meses Auditoría 31.03.2004	12 meses Auditoría 31.03.2005	12 meses Presupuesto 31.03.2006
Ingresos de Explotación	25.169	34.190	34.740	99.018	101.999	128.721	136.630
EBITDA	4.669	6.356	5.894	18.116	19.597	21.753	24.720
EBIT	4.315	5.929	5.418	16.511	18.011	20.217	22.637
BAI	2.784	4.211	3.868	8.413	11.304	13.982	16.861
Beneficio del ejercicio	1.514	2.185	1.940	5.227	7.151	7.753	8.852

*No se incluyen gastos de reestructuración no recurrentes

Balance de Situación

*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	Real	Auditoría	<u>PASIVO</u>	Real	Auditoría
	30.06.2005	31.03.2005		30.06.2005	31.03.2005
Inmovilizado	27.855	26.173	Fondos Propios	89.367	86.412
F. de Comercio	123.236	123.236	Crédito Accionistas	55.221	54.272
Activo Circulante	41.348	40.090	Acreedores a largo plazo	26.347	28.818
Tesorería	2.547	3.901	Deuda a corto plazo	18	16
TOTAL ACTIVO	194.987	193.401	Pasivo Circulante	24.034	23.883
			TOTAL PASIVO	194.987	193.401

Descripción del mercado

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

Evolución durante el primer semestre 2005

La reestructuración acometida en el ejercicio anterior, que supuso el cierre de dos plantas productivas y el rediseño de la estructura comercial en EEUU, se ha visto reflejada en un importante crecimiento de ventas y beneficio operativo para el ejercicio cerrado el pasado 31 de marzo de 2005. La ventas crecieron por encima del 20% y el beneficio operativo por encima del 12%.

Aún con sólo tres meses de actividad del ejercicio, las cifras a junio son esperanzadoras y el exigente presupuesto parece alcanzable. El beneficio operativo a junio de 2005 ha sido un 36% superior a del año anterior y un 8% superior al presupuesto.

Valoración

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

- Según los múltiplos de compra de la compañía, se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 109.071 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia en capital de 8.043 miles de euros.
- Comparación con múltiplos de otras empresas del sector europeas, aplicándose un descuento del 30% por iliquidez, con la que se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 82.696 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia en capital de 6.098 miles de euros.

Dado que el más conservador de los métodos arroja valoraciones similares a la de la anterior, se mantiene ésta última, esto es, una valoración de la participación de Dinamia de 5.296 miles de euros, a los que hay que añadir los 4.370 miles de euros del crédito a la participada, quedando la participación de Dinamia valorada en 9.666 miles de euros.

Capital Safety Group

cifras en miles de euros

	Ventas	EBITDA	EBIT	Bº Neto	C-F	Deuda Neta
Resultados a 31.03.2005	128.721	21.753	20.217	7.753	9.290	72.283

1) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPRA

	EBITDAx	EBITx	Media	Participación Dinamia
Múltiplos de compra	8,3x	9,0x		7,37%
Valoración	108.616	109.525	109.071	8.043

2) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES

	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF	Media	Ajustado por iliquidez	Participación Dinamia	7,37%
Valoración según comparables	96.409	159.696	123.424	93.018	118.137	82.696	6.098	
						Descuento por iliquidez		30%
Medias	7,8x	11,5x	15,9x	10,0x				
WMH WALTER MEIER AG-REG A	5,9x	13,0x		16,6x				
CARDO AB			20,2x	10,3x				
UPONOR OYJ	7,8x	12,6x	19,7x	10,0x				
ULTRAFRAME PLC	3,6x	6,2x		5,7x				
DECEUNINCK NV	10,0x			9,5x				
SIG PLC	7,6x	9,5x	11,9x	8,7x				
WIENERBERGER AG	9,7x	15,0x	15,6x	8,8x				
LATCHWAYS PLC	9,4x	10,7x	12,1x	10,5x				
BACOU DALLOZ	8,1x	13,3x						

Deutsche Woolworth



Cadena de grandes almacenes en Alemania y Austria

Deutsche Woolworth:

Fecha de Inversión:	Diciembre 1998
Cantidad invertida:	4.309 miles de euros
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	6,61%
➤ DWW Deutsche Woolworth Holdings GmbH	6,52%
➤ DWW Beteiligungs GMBH	7,35%
Valoración a 30 de Junio de 2005 (miles de euros):	-

Forthpanel Limited:

Fecha de Inversión:	Mayo 2003
Cantidad invertida:	1.000 miles de euros
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	5,00%
Valoración a 30 de Junio de 2005 (miles de euros):	1.000

Resumen de la Transacción:

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

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

El precio total de compra ascendió a €562m:

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

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

EBITDA*	EBIT
7,41x	12,20x

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

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

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

Descripción de la compañía

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

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

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

Dirección de la compañía

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

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

*Cifras en miles de euros

	Real 30.06.2004	Real 30.06.2005	Presupuesto 30.06.2005	Auditoría 31.12.2003	Auditoría 31.12.2004	Presupuesto 31.12.2005	Previsión 31.12.2005
Ingresos de Explotación	414.769	387.922	408.573	938.475	881.032	888.285	846.394
EBITDA	(4.530)	(6.362)	(1.506)	9.799	13.501	19.405	12.160
EBIT	(13.474)	(13.756)	(9.914)	(9.106)	(4.758)	2.605	(4.640)
BAI	(19.647)	(20.029)	(16.054)	(3.882)	(2.929)	(8.672)	(11.385)
Beneficio del ejercicio	(19.726)	(20.131)	(16.136)	(4.594)	(4.960)	(8.835)	(11.385)

Balance de Situación

*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	Real	Auditoría	<u>PASIVO</u>	Real	Auditoría
	30.06.2005	31.12.2004		30.06.2005	31.12.2004
Acciones propias	733	860	Fondos Propios	42.902	62.922
Inmovilizado	285.474	291.712	Socios Externos	(24)	(24)
Activo Circulante	117.498	156.583	Fondo de Pensiones	166.553	165.566
Tesorería	94.965	88.488	Deuda bancaria	150.526	152.132
TOTAL ACTIVO	498.670	537.644	Pasivo Circulante	138.713	157.047
			TOTAL PASIVO	498.670	537.644

Evolución durante el primer semestre 2005

El mercado de retail en Alemania sigue en recesión y sin visos de mejorar en el muy corto plazo.

En esta situación, la compañía no va a ser capaz de alcanzar el nivel de ventas del presupuesto, ni a nivel EBIT, que se situará en cifras similares al año anterior (-€4,6m). En términos de de ventas comparables se estima que caigan alrededor del 3% con respecto al año anterior. En términos de cash flow, la compañía va a conseguir llegar al equilibrio este año.

Ante la situación del mercado en Alemania, la compañía ha tomado con acierto una serie de actuaciones:

- Reducido la estructura y ajustar el capital circulante.
- Se están realizando acciones para mejorar la imagen y percepción por el cliente de Woolworth, pasando de ser una "tienda de poca imagen" a un discounter, al estilo de Aldi en alimentación.
- De manera selectiva, se están, por primera vez, abriendo nuevas tiendas.

Valoración

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

Marie Claire, S.A.

MARIE CLAIRE

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

Fecha de Inversión:	Julio 1998
Cantidad invertida:	4.820 miles de euros
Fecha cierre de contabilidad:	31 Marzo
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	25,06%
Valoración a 30 de Junio de 2005 (miles de euros):	-

Con fecha 5 de agosto de 2005, Dinamia procedió a la venta de la totalidad de la participación que poseía en Marie Claire S.A. Esta desinversión, junto con los gastos asociados a la misma, producirá pérdidas para Dinamia en el ejercicio 2005 por un importe de hasta 5,2 millones de euros.

Por este motivo, con fecha 30 de Junio de 2005, se decidió dotar una provisión por la totalidad de la participación que Dinamia ostentaba en Marie Claire.

Anexo

Revisión de la valoración realizada por el gestor

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

13 de septiembre de 2005

Estimados Sres.:

De acuerdo con su solicitud de fecha 30 de agosto de 2005, que se adjunta como Anexo I, hemos revisado las valoraciones de la cartera de participaciones y préstamos participativos de Dinamia Capital Privado, S.C.R., S.A. (en adelante, "Dinamia") al 30 de junio de 2005, elaboradas por los Administradores de Nmás1 Capital Privado S.G.E.C.R., S.A. (en adelante, la "Sociedad Gestora"), en virtud de lo establecido en el punto 5.2 del contrato de gestión firmado entre ambas sociedades con fecha 29 de junio de 2000. Dichas valoraciones se incluyen en el Anexo I.

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

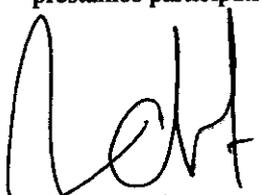
Nuestro trabajo ha consistido en comprobar que las valoraciones realizadas por la Sociedad Gestora de las participaciones y créditos que constituyen la cartera de inversión de Dinamia al 30 de junio de 2005, se han realizado según los criterios que han sido proporcionados por los Administradores de la Sociedad Gestora, aplicados tal y como se detalla en el párrafo anterior, bajo su responsabilidad. Adicionalmente, hemos revisado los cálculos matemáticos realizados, así como la periodificación de los intereses devengados y pendientes de cobro de los préstamos participativos concedidos a las sociedades participadas.

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

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

Esta revisión tiene un alcance específico y reducido, y menor que el de una auditoría, por lo que no expresamos una opinión de auditoría sobre la valoración, ni sobre los estados financieros de Dinamia y de las sociedades participadas, ni sobre otra información financiera utilizada en la realización de la valoración, ni sobre la suficiencia o veracidad de la misma. Nuestra opinión no incluye la predicción de sucesos futuros ni constituye una garantía sobre la viabilidad futura de las sociedades participadas o sobre la recuperabilidad de los préstamos participativos.

Conforme a la información de que hemos dispuesto, el trabajo que hemos realizado y de acuerdo con los objetivos y el alcance de nuestro trabajo descritos anteriormente, no se han puesto de manifiesto aspectos dignos de mención que supongan la necesidad de modificar las valoraciones de la cartera de participaciones y préstamos participativos de Dinamia incluidas en el Anexo I.



Germán de la Fuente

Anexo

Solicitud de fecha 30 de agosto de 2005

Nmás1

Capital Privado

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

A la atención de D. Germán de la Fuente

Madrid, 30 de agosto de 2005

Muy señores míos:

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

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

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

sociedad gestora de

DINAMIA

Padilla, 17
28006 Madrid

Teléfono 91 745 84 48
Fax 91 431 64 60

Nmás1

Capital Privado

- Para las inversiones consideradas start-up's o capital desarrollo se mantiene la valoración a coste de adquisición hasta que se considere que han alcanzado la madurez necesaria como para que una valoración por comparables resulte aplicable.
- Para las compañías que se encuentran con resultados operativos negativos se aplica la correspondiente provisión que minore su valoración en la proporción que se considere apropiada.

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

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

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

De acuerdo con estos criterios, NMÁS1 CAPITAL PRIVADO valora las participaciones y créditos participativos y otros créditos concedidos a las sociedades participadas que integran su activo a 30 de junio de 2005 de acuerdo con el siguiente cuadro:

sociedad gestora de

DINAMIA

Padilla, 17
28006 Madrid

Teléfono 91 745 84 48
Fax 91 431 64 60

a) Acciones

Miles de euros

Sociedad Participada	Participación de Dinamia (4)	Valor de la Participación de Dinamia
Marie Claire, S.A.	25,06%	-
Deutsche Woolworth (1)	6,61%	-
Forthpanel Limited	5,00%	1.000
Capital Safety Group Limited	7,37%	5.296
Arco Bodegas Unidas, S.A.	8,85%	18.040
Industrias Anayak, S.A.	63,06%	7.033
Soc. Gest. de Televisión NetTV, S.A.	1,71%	225
Unión Deriván S.A. (Grupo Undesa)	49,09%	10.903
Ydilo Advanced Solutions, S.A. (2)	7,06%	1.470
High Tech Hotels & Resorts, S.A.	44,02%	11.250
General de Alquiler de Maquinaria, S.L.	40,13%	25.258
Grupo Segur Ibérica	17,82%	9.500
The Beauty Bell Chain, S.L. (Bodybell)	31,57%	5.375
Erfasis Billing & Marketing Services, S.L.	46,41%	3.881
Aseguramiento Técnico de Calidad, S.A. (Atecsa) (3)	100,00%	3
Total		99.235

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

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

(3) Dinamia participa a través del vehículo Cusdritejos, S.L. La inversión final de Dinamia es de € 7.125.000 y su participación del 50%.

(4) Ajustado, en su caso, por autocartera

b) Créditos Participativos y otros Créditos a Participadas

A la fecha de la valoración del presente informe, existen créditos participativos concedidos a las participadas valorados a valor nominal más intereses, del mismo modo que el crédito concedido a Capital Safety Group. El detalle es el siguiente:

0.

sociedad gestora de



Padilla, 17
28006 Madrid

Teléfono 91 745 84 48
Fax 91 431 64 60

Nmás1

Capital Privado

Miles de euros		Intereses	
Sociedad Participada	Nominal	devengados	TOTAL
Capital Safety Group	3.195	1.174	4.370
The Beauty Bell Chain	16.125	466	16.591
Emfasis Billing & Marketing Services	4.181	79	4.261
Total créditos a participadas	23.502	1.719	25.221

Atentamente,



Jorge Matiax
Consejero Delegado
Nmás1 Capital Privado SGECR, S.A. Unipersonal

sociedad gestora de

DINAMIA

Padilla, 17
28006 Madrid

Teléfono 91 745 84 48
Fax 91 431 64 60