
Informe de Valoración



31 de diciembre de 2009

NAV por acción **13,67 €**

NAV por acción ajustado¹ **13,14 €**

Elaborado por

N+1
Private Equity

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

Índice

	<u>Página</u>
Introducción y principios de valoración.....	3
Net Asset Value a 31 de diciembre de 2009	4
Resumen de la valoración de la cartera de inversiones.....	5
Evolución del sector de Capital Privado en el segundo semestre de 2009.....	6
Evolución de la actividad durante el segundo semestre de 2009.....	7
Hechos posteriores a 31 de diciembre de 2009.....	8
Comisión de éxito de la Sociedad Gestora Nmás1 Capital Privado	9
Evolución del Net Asset Value.....	10
Información agregada de la cartera.....	11
Compañías integrantes de la cartera de inversiones:	
MBA	12
Bestin Supply Chain.....	13
Electra Partners Club 2007 LP.....	14
Xanit.....	15
ZIV.....	16
Alcad.....	17
Laude.....	18
Serventa.....	19
Cristher.....	20
Holmes Place Iberia.....	21
éMfasis.....	22
Bodybell.....	23
Grupo Segur Ibérica.....	24
High Tech Hoteles.....	25
Arco Bodegas Unidas.....	26
Nicolás Correa.....	27
Anexo:	
Revisión de la valoración realizada por el gestor (Informe de Deloitte).....	28

Introducción y principios de valoración

El presente informe tiene como objeto realizar una aproximación a la valoración del patrimonio de Dinamia Capital Privado S.C.R., S.A. al 31 de diciembre de 2009, realizado por la entidad gestora Nmás1 Capital Privado, S.G.E.C.R., S.A.

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

- **Compañías no cotizadas**

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

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

- Valoración según múltiplos de compañías cotizadas comparables² sobre estimaciones de cierre del ejercicio 2009. (Deuda Financiera Neta y EBITDA)
- Valoración según múltiplos a los que Dinamia adquirió las compañías a las estimaciones de cierre del ejercicio 2009. (Deuda Financiera Neta y EBITDA).

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

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

No obstante, estos criterios generales pueden ser variados en alguna de las valoraciones cuando, por las características particulares de la compañía o por la naturaleza de los datos recogidos, se introducirían distorsiones importantes en las valoraciones, en cuyo caso quedará expresamente indicado el método de valoración utilizado.

- **Compañías cotizadas**

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

- **Fondos de Capital Riesgo**

Las inversiones en fondos de capital riesgo se han valorado aplicando el último valor liquidativo publicado.

² Fuente de los múltiplos utilizados: Bloomberg. Datos a 31 de diciembre de 2009

Net Asset Value a 31 de diciembre de 2009

Con lo antes expuesto, el resultado obtenido es un **Net Asset Value por Acción de 13,67 €.**

Net Asset Value por acción al 31 de diciembre de 2009

	NAV a 31.12.2006	NAV a 31.12.2007	NAV a 31.12.2008	NAV a 31.12.2009
<i>*Datos en miles de euros, excepto por acción</i>				
Acciones	107.192	124.120	93.383	69.647
Créditos a participadas	54.545	106.553	80.312	61.183
Total Cartera no cotizada y créditos a participadas	161.737	230.673	173.695	130.830
Cartera cotizada (GNC)	50.075	7.785	4.913	3.806
Fondos Capital Riesgo	0	0	2.350	1.060
Tesorería y asimilados	97.565	91.509	44.547	80.802
Otros Activos	6.968	1.581	2.064	3.780
TOTAL ACTIVOS	316.345	331.548	227.569	220.278
Pasivos	(527)	(610)	(3.527)	(2.076)
TOTAL ACTIVOS NETOS	315.818	330.938	224.043	218.202
Ajuste por dividendos julio 2007	(16.758)			
Ajuste por dividendos julio 2008	(8.379)	(8.379)		
Ajuste por dividendos julio 2009	(8.379)	(8.379)	(8.379)	
TOTAL ACTIVOS NETOS ajustados	282.302	314.180	215.664	218.202
Nº de acciones	11.970.000	11.970.000	11.970.000	15.960.000
NAV por acción	26,38 €	27,65 €	18,72 €	13,67 €
NAV por acción ajustado por dividendos	23,58 €	26,25 €	18,02 €	13,67 €
Incremento de valor del NAV por acción ajustado por dividendo	38,3%	11,3%	(31,4%)	(24,1%)
Cotización del Ibex 35	14.146,5	15.182,3	9.195,8	11.940,0
Crecimiento del Ibex 35	31,8%	7,3%	(39,4%)	29,8%
Cotización del Ibex Small Caps	15.441,4	14.601,8	6.231,4	7.327,6
Crecimiento del Ibex Small Caps	54,4%	(5,4%)	(57,3%)	17,6%
Cotización Dinamia	23,5	21,0	9,2	10,1
Crecimiento de Dinamia	27,0%	(10,7%)	(56,1%)	9,8%
Descuento (Premium) sobre NAV	0,4%	20,1%	48,9%	26,1%

Resumen de la valoración de la cartera de inversiones

Valoración de la cartera al 31.12.2009

cifras en miles de euros

			EQUITY		CREDITOS			TOTAL	TOTAL	TOTAL
	% Dinamia	Diluido	Valoración 31.12.2009	Total Créditos 31.12.2009	TOTAL CARTERA 31.12.2009	TOTAL CARTERA ⁽¹¹⁾ 30.09.2009	TOTAL CARTERA ⁽¹²⁾ 31.12.2008			
Arco Bodegas Unidas, S.A.	8,00%	8,00%	9.013	-	9.013	9.208	12.571			
High Tech Hotels & Resorts, S.A.	26,00%	26,00%	-	-	-	-	16.917			
Grupo Segur Ibérica	17,86%	17,86%	14.567	128	14.695	11.634	10.391			
Bodybell ⁽³⁾	14,35%	14,35%	-	-	-	-	-			
Émfasis ⁽⁴⁾	44,90%	44,90%	624	7.495	8.119	7.491	4.967			
Holmes Place ⁽⁵⁾	20,61%	20,61%	-	6.678	6.678	7.734	7.734			
Grupo Cristher ⁽⁶⁾	44,47%	44,47%	-	7.095	7.095	6.256	12.025			
Serventa	46,66%	46,66%	15.283	-	15.283	15.579	13.148			
Laude ⁽⁷⁾	49,27%	49,27%	-	-	-	-	9.740			
Alcad	37,68%	37,68%	-	-	-	-	-			
ZIV ⁽⁸⁾	37,25%	37,25%	3.911	10.154	14.065	15.954	12.894			
Xanit ⁽⁹⁾	32,06%	32,06%	-	11.530	11.530	19.167	19.167			
Bestin Supply Chain	42,01%	42,01%	-	-	-	-	7.266			
MBA ⁽¹⁰⁾	38,45%	38,45%	26.249	18.103	44.352	33.073	31.640			
TOTAL ACCIONES NO COTIZADAS			69.647	61.183	130.830	126.096	158.460			
			[A]	[D]	[A] + [D]					
Grupo Nicolás Correa Anayak (2)	13,27%	13,27%	3.806	-	3.806	4.696	4.913			
TOTAL ACCIONES COTIZADAS			3.806	-	3.806	4.696	4.913			
			[B]							
Electra Partners Club 2007 LP (1)	10,00%	10,00%	1.060	-	1.060	980	2.350			
TOTAL PARTICIPACIONES FONDOS CAPITAL RIESGO			1.060	-	1.060	980	2.350			
			[C]							
TOTAL CARTERA (A+B+C+D)			74.513	61.183	135.696	131.772	165.723			

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

(2) Valoración resultante de aplicar el valor de mercado a 31.12.2009 de la participación de Dinamia en la sociedad cotizada Nicolás Correa, S.A.

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

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

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

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

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

(8) Dinamia participa en ZIV a través del vehículo Miser, S.L.

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

(10) Porcentaje referido únicamente a acciones ordinarias.

(11) Proforma. Valoración a 30 de septiembre de 2009 para todas las inversiones vivas a 31.12.2009. No se incluyen aquellas desinversiones realizadas durante el ejercicio 09.

(12) Proforma. Valoración a 31 de diciembre de 2008 para todas las inversiones vivas a 31.12.2009. No se incluyen aquellas desinversiones realizadas durante el ejercicio 09.

Evolución del sector de Capital Privado en el segundo semestre de 2009

Inversión

De acuerdo a las estimaciones de ASCRI, el volumen de inversión se redujo en un 47% en el último año, hasta €1.617 millones. La dificultad para atraer financiación bancaria para realizar operaciones LBO –principalmente en el segmento de más de €100 millones- y la falta de visibilidad de los planes de negocio, ha retraído el cierre de operaciones. El periodo 2005-2007, en el que se originaron las mayores operaciones de la historia y marcó una inercia en el primer semestre de 2008, finalizó con la corrección vivida en 2009.

Un aspecto positivo fue el elevado número de operaciones contabilizado, 865, cayendo solamente un 5% desde el máximo registrado en 2008 (912). También debe destacarse que el número de operaciones nuevas ascendió a 491, 15 más que las registradas en 2008, mientras que las ampliaciones de inversiones anteriores experimentaron un retroceso hasta 374. Este dato empieza a reflejar que la gestión de las compañías en cartera está dejando paso a la originación y realización de nuevas operaciones.

Con respecto a las operaciones de middle market, se estimaron 37 operaciones entre los 10 y 100 millones de euros, frente a las 48 y 59 registradas en 2008 y 2007, respectivamente, y a las 36 realizadas en 2004. La menor financiación disponible se refleja, sobre todo, en que tan solo una operación llegara o superara los €100 millones, mientras que en los años 2008, 2007 y 2004 se contabilizaron 7, 11 y 3. Ésta es la verdadera causa detrás de la caída del volumen total invertido en el sector de private equity.

Atendiendo a la clasificación sectorial destacó el 19,4% del volumen invertido en compañías de la categoría Productos de Consumo. Le siguió el 15,3% invertido en el segmento Medicina/Salud.

Según la fase de desarrollo, el 53% del volumen invertido en 2009 recayó en empresas en fase de expansión. Los buyouts representaron un 32,5% de la inversión, y luego el 7% fueron operaciones en empresas en etapas iniciales y el mismo porcentaje para operaciones de sustitución de accionistas. Atendiendo al número de operaciones, predominó la expansión de empresas (61%), seguido de la financiación de empresas en etapas iniciales (35%). Los 22 buyouts registrados, que representan sólo un 2,5% del total, están en línea con los 25 contabilizados en 2008.

Desinversión

El volumen de las desinversiones, a precio de coste, ascendió a €860 millones, que supone un aumento del 21% con respecto al año 2008. El 46% del volumen desinvertido estuvo relacionado con el reconocimiento de minusvalías, en gran medida afectadas por las dificultades para la refinanciación de la deuda en algunas operaciones. Un 28% del volumen desinvertido se asoció a la venta a terceros, un 10% fue recomprado por accionistas originales, mientras que la venta de participadas entre entidades de capital riesgo alcanzó un 8%.

Nuevos recursos captados

La captación de fondos se estimó en €955 millones en 2009, lo que supone una caída del 65% con respecto a los capitales atraídos en 2008. Esta cifra se aleja de los volúmenes alcanzados en el periodo de boom 2005-2007. No obstante, dadas las altas cantidades de fondos captados en los últimos ejercicios, los capitales disponibles para nuevas inversiones están en el entorno de €5.000 millones, sólo computando a los operadores nacionales.

Perspectivas para 2010

La diferencia de valoración y de expectativas de precio entre compradores y vendedores está empezando a cerrarse y esperamos que este proceso continúe en los próximos meses. Asimismo, la paulatina mejora en la disponibilidad de deuda propiciará un pausado aumento de la actividad. En este sentido, es razonable pensar que se pueda superar la referencia de €2.000 millones de inversión producida en 2004.

Evolución de la actividad durante el segundo semestre de 2009

Inversión

Dinamia ha procedido a realizar varias inversiones durante el segundo semestre de 2009. En todos los casos suponen aportaciones en compañías que ya formaban parte de la cartera de participadas.

- El día 24 de julio de 2009 Dinamia concedió un préstamo subordinado a Colegios Laude por un importe de 500 miles de euros.
- El día 29 de septiembre de 2009 se acordó incrementar el préstamo concedido por Dinamia a Leucorodia, SL en un importe de 356 miles de euros. En esa misma fecha Dinamia acudió a la ampliación de capital suscribiendo capital y prima de emisión por 152 miles de euros.
- El día 20 de octubre de 2009 Dinamia concedió un préstamo subordinado a Colegios Laude por un importe de 500 miles de euros.
- El día 25 de noviembre de 2009 se acordó incrementar el préstamo concedido por Dinamia a Leucorodia, SL en un importe de 517 miles de euros. En esa misma fecha Dinamia acudió a la ampliación de capital suscribiendo capital y prima de emisión por 222 miles de euros.
- El día 11 de diciembre de 2009 Dinamia acudió a una ampliación de capital en High Tech Hotels & Resorts suscribiendo capital y prima de emisión por 1.567 miles de euros.

Desinversión

Con fecha 07 de octubre de 2009, Dinamia llegó a un acuerdo para vender el 7,06% que ostentaba en la compañía Ydilo Advanced Voice Solutions, S.A. ("Ydilo"), empresa de servicios de tecnología de información en modo "outsourcing", a los fondos Espiga Capital Inversión, S.C.R. de Régimen Simplificado, S.A. y Espiga Capital Inversión II, S.C.R. de Régimen Simplificado, S.A., gestionados por Espiga Capital Inversión S.G.E.C.R., S.A.

La inversión inicial data de abril y junio de 2001. El coste de adquisición neto de devoluciones de aportaciones de capital a la fecha de venta ascendía a 1.258 miles de euros.

El importe final de la venta ha ascendido a 1.377 miles de euros, con lo que Dinamia Capital Privado S.C.R., S.A. ha multiplicado por 1,1 el coste de adquisición neto.

Nuevos fondos captados

Tras la aprobación por parte del Consejo con fecha 19 de noviembre de 2009, DINAMIA consiguió la suscripción del 100% del aumento de capital con derecho de suscripción preferente por importe total efectivo de 39.900.000 euros.

Dicha ampliación se realizó con un ratio de una acción nueva por cada tres antiguas a un precio de suscripción de €10 por acción. Las 3.990.000 acciones de la nueva emisión de DINAMIA de 3 euros de valor nominal (representativas del 25% del capital social tras dicho aumento) comenzaron a cotizar el 23 de diciembre de 2009.

El capital social después de la ampliación de capital asciende a 47.880.000 euros y está dividido en 15.960.000 acciones de 3 euros de valor nominal cada una. Todas las acciones son de la misma clase y ofrecen los mismos derechos políticos y económicos.

La sociedad dispone así de una tesorería de 80,8 millones de euros para afrontar un nuevo ciclo inversor, y poder acometer primordialmente entre tres y cuatro nuevas inversiones durante los próximos 18-24 meses.

Dinamia considera que los próximos ejercicios serán los mejores años de la década para poder acometer nuevas inversiones. La economía se encuentra en los momentos más bajos del ciclo, con precios de compañías ajustados y la recuperación económica facilitará el crecimiento de muchos sectores.

Asimismo, con esta ampliación se ha abierto el capital a nuevos accionistas y se ha dotado de una mayor liquidez a la acción.

Hechos posteriores a 31 de diciembre de 2009

No se han producido hechos significativos posteriores al día 31 de diciembre de 2009.

Comisión de éxito de la Sociedad Gestora Nmás1 Capital Privado

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

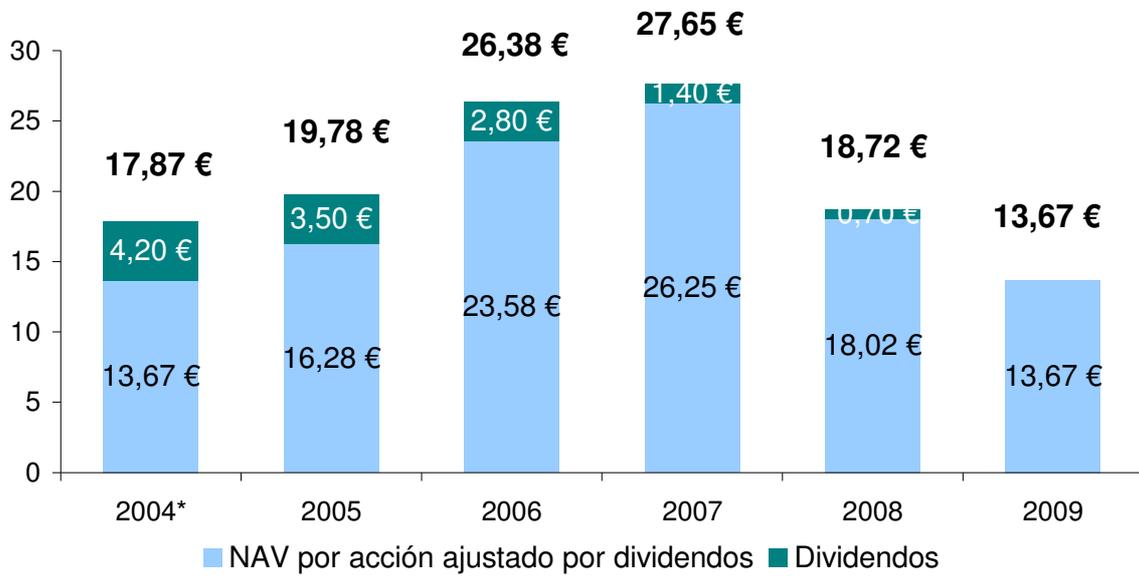
Se presenta a continuación una simulación del valor liquidativo de Dinamia en el hipotético caso en que todas las sociedades hubieran sido vendidas el 31 de diciembre de 2009 a un precio igual al de las valoraciones realizadas por Nmás1 Capital Privado y que se detallan en el presente informe:

Cálculo de la comisión de éxito teórica al 31.12.2009

NAV a 31.12.2009	218.202
Comisión de éxito teórica	(8.496)
Valor liquidativo a 31.12.2009	209.706
NAV por acción ajustado	13,14

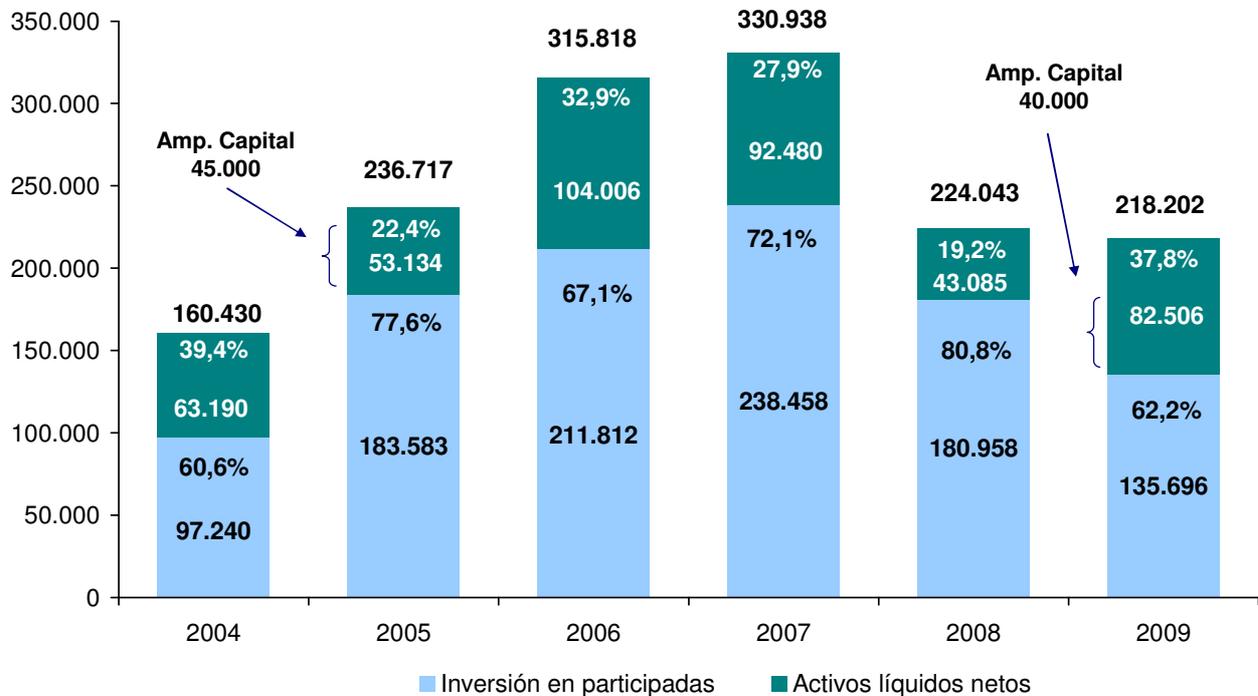
Evolución del Net Asset Value

Evolución NAV total por acción de Dinamia 2004-2009



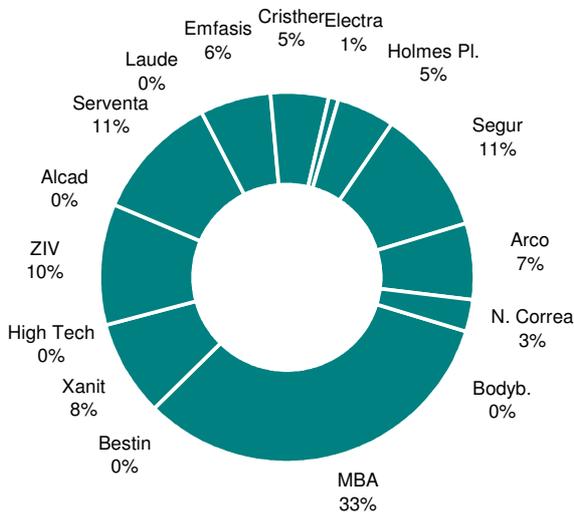
*Ajustado con ampliación de capital liberada de 2005

Evolución de los Activos Netos 2004-2009 (miles de €)



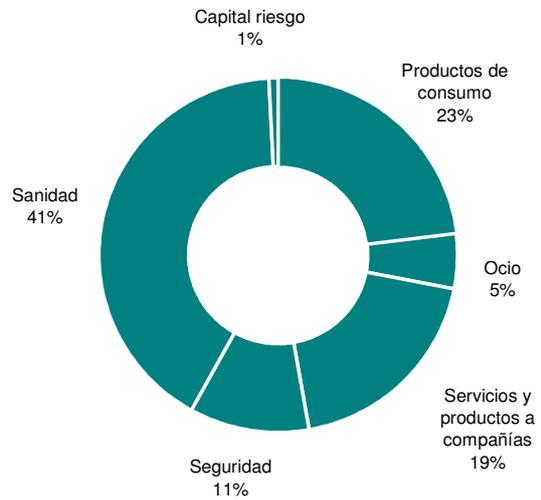
Información agregada de la cartera

Composición de la cartera por compañías*



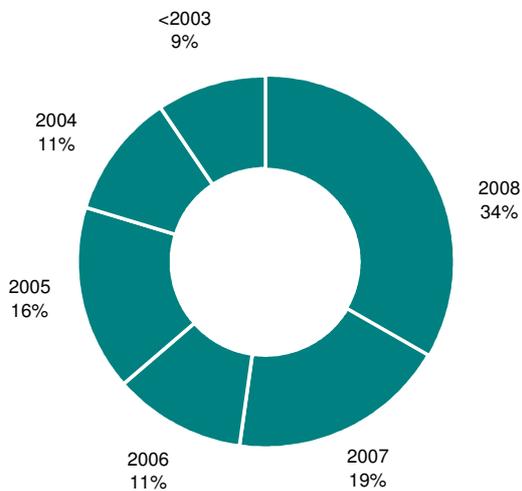
* NAV cartera a 31-12-09: 135,696 millones de euros

Composición de la cartera por sectores*



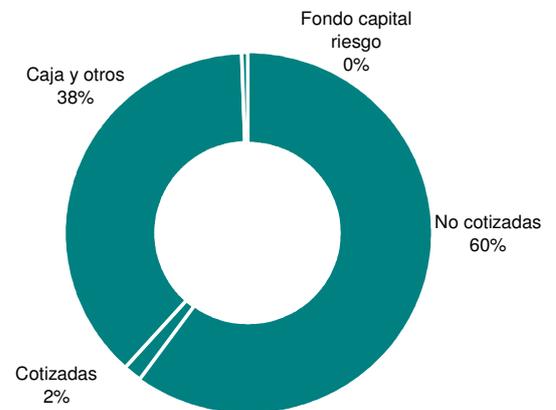
* NAV cartera a 31-12-09: 135,696 millones de euros

Diversificación por añadas de inversión*



* NAV cartera a 31-12-09: 135,696 millones de euros

Desglose del NAV*



* Total Activos Netos a 31-12-09: 218,202 millones de euros

MBA

www.mba.eu

**DATOS DE LA INVERSION**

Miles de euros

Sector	Distribución de prótesis
Tipo de inversión	MBO
Fecha de adquisición	Julio 2008
Inversión total hasta la fecha¹	31.066
Valoración a 30 de septiembre de 2009	33.073
Valoración a 31 de diciembre de 2009	44.352
Método de valoración	Múltiplo de compra ²

⁽¹⁾ Incluye préstamo participativo⁽²⁾ El múltiplo de compra fue 7,0 veces EV/EBITDA**ACCIONISTAS DE LA COMPAÑÍA**

Dinamia Capital Privado	38,45%
Nmas1 Private Equity Fund II	38,45%
Equipo Directivo	20,3%
Otros	2,8%

INFORMACION FINANCIERA

Datos en miles de Euros	Estimado 31.12.2009	Pro-Forma ⁽¹⁾ 31.12.2008	Pro-Forma ⁽¹⁾ 31.12.2007
Pérdidas y Ganancias			
Ingresos de Explotación	82.816	77.689	73.828
EBITDA	26.867	23.575	20.038
Balance de Situación			
Activos Totales	185.752	178.401	88.721
Fondos Propios ⁽²⁾	97.620	79.906	57.902
Deuda Financiera Neta	73.682	79.375	7.664

⁽¹⁾ Datos Pro-Forma para obtener información comparable basada en cuentas individuales auditadas⁽²⁾ Incluye Préstamo Participativo**Descripción de la compañía**

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

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

Descripción del mercado

El mercado de cirugía ortopédica y traumatología en Europa ha experimentado un crecimiento medio del 7% en el periodo 2004 –

2008. Para el periodo 2009-2010 se prevén crecimientos anuales en la misma línea.

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

El mercado se encuentra muy fragmentado. En España el mercado tiene un tamaño de 450 millones de euros en 2008 y está liderado por multinacionales fabricantes con presencia comercial como Stryker, Zimmer, Depuy (J&J) y Biomet con una cuota agregada del 68%.

Fundamentos de la inversión

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

Evolución reciente y perspectivas para 2010

La compañía ha cerrado 2009 en línea con el plan de negocio inicial y en línea con el mercado. Para 2010 se espera un crecimiento de ventas cercano al 14% impulsado, principalmente, por la expansión internacional; se estima que el mercado nacional tenga un comportamiento similar al de 2009 (crecimiento del 8%).

El proceso de reorganización interna iniciado a finales de 2008 ha permitido un mayor crecimiento de EBITDA que el experimentado por las ventas. Se espera que dicho proceso siga teniendo un impacto positivo en la rentabilidad del negocio a lo largo de 2010.

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

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

En base a la buena evolución durante el ejercicio 2009 en un ambiente macroeconómico complicado y de las oportunidades que el mercado internacional ofrece para una compañía con la imagen de marca y el modelo del negocio de MBA, se espera que la compañía evolucione según el plan de negocio inicial.

Valoración a 31 de diciembre de 2009

Al haber pasado más de un año desde la adquisición, EVCA permite valorar la compañía por métodos diferentes al coste. De este modo, hemos aplicado el menor entre el múltiplo de compra y el de cotizadas comparables, produciéndose una revaluación. Dada la positiva evolución del negocio de MBA, se estima que existe mayor posibilidad de revalorización futura de dicha inversión.

BESTIN

www.bestin-sc.com

Bestin
SUPPLY CHAIN**DATOS DE LA INVERSION**

Miles de euros

Sector	Servicios de logística
Tipo de inversión	BIMBO-Build up
Fecha de adquisición	Abril 2008
Inversión hasta la fecha ⁽¹⁾	13.400
Valoración a 30 de septiembre de 2009	0
Valoración a 31 de diciembre de 2009	0
Método de valoración	Deterioro

⁽¹⁾ Incluye préstamo participativo**ACCIONISTAS DE LA COMPAÑÍA**

Dinamia Capital Privado	42,0%
Nmas1 Private Equity Fund II	42,0%
Equipo Directivo	16,0%

INFORMACION FINANCIERA

Datos en miles de Euros	Reporting 30.11.2009	Pro-Forma ⁽²⁾ 31.12.2008	Pro-Forma ⁽²⁾ 31.12.2007
Pérdidas y Ganancias			
Ingresos de Explotación	39.114	100.485	110.346
EBITDA	(5.592)	2.434	7.377
Balance de Situación			
Activos Totales	42.768	81.404	55.003
Fondos Propios ⁽¹⁾	2.335	29.360	14.019
Deuda Financiera Neta	25.082	26.337	11.013

⁽¹⁾ Incluye Préstamo Participativo⁽²⁾ Datos Pro-Forma para obtener información comparable basada en cuentas individuales auditadas**Descripción de la compañía**

Bestin Supply Chain es un operador logístico que ofrece servicios en la cadena de suministro, desde su diseño y planificación hasta actividades de carácter operativo como el almacenaje y transporte.

El proyecto se inició en 2008 con la adquisición simultánea de 2 compañías complementarias en servicios, dedicadas a actividades de transporte aéreo, terrestre, marítimo, aduanas, distribución y asesoría en comercio exterior.

Estas adquisiciones se enmarcaban dentro de una estrategia de crecimiento a través de adquisiciones (build-up), basada en la incorporación de forma selectiva de compañías especialistas en diferentes áreas de la cadena de suministro.

Descripción del mercado

El mercado logístico ha crecido durante el periodo 2000-2007 a una tasa media del 9%.

Sin embargo, desde el comienzo de la crisis el mercado de la logística en general ha sufrido un duro impacto y en particular el transporte internacional.

Los componentes del PIB que peor se han comportado son las importaciones y las exportaciones. Según previsiones del Gobierno de España, las importaciones sufrirán un retroceso en el año 2009 de un 20,5% mientras que las exportaciones disminuirán un 16,2%, ambas caídas son incluso más significativas que las del sector de construcción e infraestructura y maquinaria.

Adicionalmente a la caída de volúmenes, la sobreoferta de buques derivada de la contracción de la demanda, así como los nuevos cargueros que se han incorporado al mercado, han supuesto para los fletes marítimos, caídas de precios muy significativas.

Evolución reciente y perspectivas para 2010

La crisis internacional que está sufriendo la economía ha afectado notablemente a las ventas del grupo Bestin y muy especialmente al segmento de transitario, el cual representa cerca del 90% de la cifra total de negocio. En dicha área, la disminución de las ventas se ha debido a (i) la intensa contracción del comercio internacional y (ii) la fuerte caída de precios de transporte internacional.

Durante 2009, se han realizado esfuerzos para adaptar la estructura de costes al nuevo nivel de actividad y contexto económico general. A pesar de los esfuerzos realizados por la compañía, la sociedad continúa en pérdidas a nivel operativo.

Recientemente se ha incorporado un equipo experto en reestructuraciones para apoyar en la gestión de la sociedad.

Valoración a 31 de diciembre de 2009

Dada la significativa caída de ventas y el reducido tamaño con el que quedará la sociedad una vez realizada la reestructuración es difícil determinar la recuperabilidad de la inversión.

ELECTRA PARTNERS CLUB 2007 LP

www.electrapartners.com



DATOS DE LA INVERSION

Miles de euros

Sector	Fondo de capital riesgo
Tipo de inversión	Generalista
Fecha de adquisición	Junio 2008
Inversión hasta la fecha	3.967
Valoración a 30 de septiembre de 2009	980
Valoración a 31 de diciembre de 2009	1.060
Método de valoración	Valor liquidativo

ACCIONISTAS DE LA COMPAÑIA

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

Descripción

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

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

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

- **Objetivo geográfico:** Reino Unido: Las inversiones están basadas en empresas domésticas e Internacionales con sede

o con presencia significativa en el Reino Unido. Se ha realizado un acercamiento en busca de oportunidades en otras partes de Europa Occidental.

- **Mid-market:** Las empresas objetivo de inversión tienen un enterprise value objetivo de entre 70-250 millones de libras, si bien el límite superior puede aumentar si las circunstancias así lo aconsejan.
- **Inversiones de control:** Electra Partners Club 2007 invertirá en participaciones de control junto a Electra Private Equity Plc para asegurar así la consecución de una estrategia para la cartera de la compañía.
- **Flexible sobre el horizonte de la salida:** La estrategia de negocio debería conducir a los proyectos de salida de los inversores para optimizar el valor.

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

Evolución reciente y perspectivas para 2010

Hasta la fecha, DINAMIA ha desembolsado 3.060 miles de libras equivalentes a 3.967 miles de euros para la adquisición de dos inversiones y los gastos propios del fondo. Las dos inversiones son: Nuaire, uno de los fabricantes y distribuidores de referencia de sistemas de ventilación para oficinas e inmuebles residenciales en el Reino Unido, y Vasanta, el segundo mayor distribuidor de productos de oficinas en el Reino Unido e Irlanda.

Nuaire ha tenido un comportamiento satisfactorio en 2009 con unos resultados sólo algo por debajo del año anterior en un entorno complicado. Nuaire continúa buscando nuevos mercados y va a aumentar la inversión en desarrollo de nuevos productos durante 2010.

Por otro lado Vasanta, dado el deterioro general de su negocio, fue vendida en julio de 2009 a otro fondo sin obtener ingresos por la venta. La inversión ha sido completamente provisionada.

Valoración a 31 de diciembre de 2009

La participación de Dinamia en Electra Partners Club 2007 se realiza por su valor liquidativo, que a 30 de septiembre de 2009 ascendía a 1.060 miles de euros.

XANIT

www.xanit.net



DATOS DE LA INVERSION		Miles de euros
Sector	Hospitales	
Tipo de inversión	MBI-Build up	
Fecha de adquisición	Diciembre 2007	
Inversión hasta la fecha ¹	23.555	
Valoración a 30 de septiembre de 2009	19.167	
Valoración a 31 de diciembre de 2009	11.530	
Método de valoración	Múltiplo entrada ²	
⁽¹⁾ Incluye préstamo participativo		
⁽²⁾ El múltiplo de compra es de 10,0 veces EBITDA		

ACCIONISTAS DE LA COMPAÑÍA

Dinamia Capital Privado	32,1%
Nmas1 Private Equity Fund II	32,1%
Equipo Directivo	5,2%
Otros	30,6%

INFORMACION FINANCIERA

Datos en miles de Euros	Estimado 31.12.2009	Pro-Forma ⁽¹⁾ 31.12.2008	Auditoría 31.12.2007
Pérdidas y Ganancias			
Ingresos de Explotación	40.493	34.494	23.402
EBITDA ⁽²⁾	3.822	2.418	(1.932)
Cifras de Balance			
Total activos	90.867	84.839	81.300
Equity ⁽³⁾	54.687	55.639	49.303
Deuda Financiera Neta	19.943	19.577	17.712

⁽¹⁾ Cuentas auditadas de Grupo Xanit e información de GMV ajustada al 66% de participación

⁽²⁾ EBITDA Pro-Forma antes de gastos de Central (equipo ejecutivo que lidera el proyecto) y gastos no recurrentes

⁽³⁾ Incluye Préstamo participativo

Descripción de la compañía

Xanit es un proyecto de consolidación del mercado sanitario privado español con el objetivo de crear uno de los grupos hospitalarios privados de referencia del país. El Grupo actualmente está formado por el Hospital Xanit Internacional de Benalmádena (Málaga) y el Grupo de centros médicos Gabinete Médico Velázquez (GMV) de Madrid.

El Hospital de Benalmádena comenzó su actividad en enero de 2006 y desde entonces se ha convertido en uno de los hospitales de referencia del sur de España logrando una posición de referencia en varias especialidades, como la oncología y la cirugía cardiaca. GMV es el grupo de referencia en servicios de ginecología y obstetricia en la Comunidad de Madrid.

Descripción del mercado

El Hospital Xanit Internacional realiza su actividad dentro del sector sanitario privado de la provincia de Málaga. Sin embargo, el mercado

objetivo del Hospital cubre toda la Comunidad de Andalucía y puntualmente el resto del territorio nacional. GMV desarrolla su actividad en Madrid, donde existe una demanda muy alta de centros dirigidos a la mujer y especializados en diagnóstico oncológico, obstetricia y tratamientos de fertilidad.

El mercado hospitalario privado español se caracteriza por estar altamente atomizado, ser muy resistente a cambios de ciclo y presentar altos crecimientos en los tres tipos principales de pacientes (asegurados de compañías nacionales, asegurados de compañías internacionales y particulares). No obstante durante 2009 el mercado se ha visto afectado por la situación de las aseguradoras nacionales, que han tratado de reducir el gasto hospitalario de sus asegurados, y por una reducción del turismo en España.

Fundamentos de la inversión

- Sector muy fragmentado y atomizado con grandes perspectivas de consolidación.
- Gran resistencia a posibles cambios de ciclo y fuertes crecimientos.
- Centros sanitarios de referencia en los mercados en los que operan.

Evolución reciente y perspectivas para 2010

En 2009 Xanit Hospital Internacional se ha consolidado como hospital de referencia en la Costa del Sol, habiendo obtenido unos resultados sobresalientes con respecto al año anterior y a su presupuesto. El Hospital ha logrado un crecimiento acumulado en ventas del 15% respecto al año pasado.

El crecimiento es especialmente destacado en pacientes de compañías nacionales, con crecimientos superiores al 30% respecto al año anterior a pesar de la situación actual de las aseguradoras nacionales. En cuanto a pacientes extranjeros, la caída del turismo en la zona ha sido contrarrestada con un agresivo plan comercial que ha permitido mantener el mismo tráfico de pacientes que el año anterior.

Entre los proyectos que siguen en marcha en el hospital destacan la implantación de nuevos sistemas de control y gestión y la apertura de un centro médico en Fuengirola, el cual permitirá a Xanit ampliar el mercado objetivo y complementar su actividad en la zona.

En 2009 GMV continúa demostrando una evolución positiva, si bien se encuentra en un proceso de transición a unas nuevas instalaciones que ha afectado al espacio disponible en la actualidad.

Las perspectivas de crecimiento de la compañía son positivas, tanto en Xanit Internacional como en GMV. En el primer caso, la incorporación de nuevas aseguradoras a la base de clientes permitirá mantener los niveles actuales de crecimiento en 2010 y años sucesivos. En el caso de GMV, la apertura de un nuevo edificio que concentrará toda la actividad y aumentará la capacidad instalada, dotará al negocio de unas elevadas posibilidades de crecimiento a medio plazo.

Valoración a 31 de diciembre de 2009

Dado que Xanit es un proyecto de capital-desarrollo, la valoración que DINAMIA realiza se basa en el coste de adquisición de los activos hospitalarios. No obstante, debido al retraso que el proyecto está mostrando respecto al plan de negocio inicial, se corrige dicho coste en un 50%.

En cualquier caso, dado que la evolución del proyecto es positiva y que los niveles estimados en el plan de negocio se consideran alcanzables, cabe la posibilidad de llevar a cabo una revalorización futura de la inversión manteniendo como referencia el coste de adquisición de los activos.



www.ziv.es

**DATOS DE LA INVERSION**

	Miles de euros
Sector	Serv. y prod. eléctricos
Tipo de inversión	MBO-capital sustitución
Fecha de adquisición	Abril 2007
Inversión total hasta la fecha¹	11.250
Valoración a 30 de septiembre de 2009	15.954
Valoración a 31 de diciembre de 2009	14.065
Método de valoración	Coste ²
⁽¹⁾ Incluye préstamo participativo	
⁽²⁾ Incluye inversión en capital, prima de emisión, préstamos participativos e intereses devengados por los préstamos participativos desde la inversión	

ACCIONISTAS DE LA COMPAÑÍA

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

INFORMACIÓN FINANCIERA

Datos en miles de Euros	Estimado 31.12.2009	Auditoría 31.12.2008	Auditoría 31.12.2007
Pérdidas y Ganancias			
Ingresos de Explotación	38.265	56.271	56.507
EBITDA ⁽¹⁾	2.415	13.801	13.048
Balance de Situación			
Activos Totales	87.874	97.054	91.289
Fondos Propios ⁽²⁾	45.294	48.096	36.331
Deuda Financiera Neta	22.053	31.053	29.951

⁽¹⁾ EBITDA 2009 ajustado por gastos no recurrentes⁽²⁾ Incluye préstamo participativo**Descripción de la compañía**

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

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

Descripción del mercado

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

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

No obstante en 2009 ha descendido por primera vez el consumo de electricidad en España con respecto al ejercicio anterior lo que, unido a los movimientos corporativos en el mercado eléctrico y las disputas entre gobierno y eléctricas por el déficit de tarifa, se ha traducido en una menor inversión en la red de distribución durante el año por parte de las eléctricas.

Fundamentos de la inversión

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

Evolución reciente y perspectivas para 2010

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

Se espera que esta situación se normalice a partir de la segunda mitad de 2010. En dicho período las compañías eléctricas deberán retomar las inversiones necesarias para asegurar el correcto suministro eléctrico a los consumidores.

En cualquier caso ZIV goza de una posición de caja superior a 12 millones de euros gracias a los resultados de ejercicios anteriores y a una gestión eficiente del fondo de maniobra.

La compañía ha analizado las perspectivas para 2010 y años posteriores en un plan de negocio que muestra una mejora significativa de resultados con respecto a 2009 derivada de (i) la recuperación del negocio de protección y control con las compañías eléctricas, (ii) el crecimiento en el negocio de energías renovables para el negocio de ingeniería, y (iii) el crecimiento en la exportación de productos y servicios.

Valoración a 31 de diciembre de 2009

La valoración de ZIV se ha basado en una metodología de coste para DINAMIA. El coste es de 14.065 miles de euros e incluye la inversión en capital, prima de emisión, préstamos participativos e intereses devengados por dichos préstamos participativos.

La aplicación de múltiplos de entrada, método aplicado en la última valoración, sobre el EBITDA recurrente de la compañía conllevaría una revalorización de la participación. No obstante, dado el entorno económico actual, consideramos la metodología de coste como el método más prudente y por ello el más apropiado.

ALCAD

www.alcad.net

**DATOS DE LA INVERSION**

Miles de euros

Sector	Telecomunicaciones
Tipo de inversión	MBO
Fecha de adquisición	Marzo 2007
Inversión hasta la fecha	9.847
Valoración a 30 de septiembre de 2009	0
Valoración a 31 de diciembre de 2009	0
Método de valoración	Múltiplo compra ⁽¹⁾

⁽¹⁾ El múltiplo de compra aplicado en la valoración es 5,4 veces EV/EBITDA

ACCIONISTAS DE LA COMPAÑIA

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

INFORMACION FINANCIERA

Datos en miles de euros	Estimación 31.12.2009	Real 31.12.2008	Real 31.12.2007
Pérdidas y Ganancias			
Ingresos de explotación	24.732	28.840	32.917
EBITDA ⁽¹⁾	2.269	2.987	6.486
Balance			
Total Activos	57.822	63.419	65.209
Fondos Propios	21.837	22.610	25.594
Deuda Financiera Neta	24.734	29.569	29.112

⁽¹⁾ EBITDA calculado en base a cuentas anuales pero ajustado por gastos de transacción y otros de naturaleza no recurrente.

Descripción de la compañía

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

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

Descripción del mercado

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

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

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

Adicionalmente, el impacto de la crisis de consumo internacional ha penalizado durante el último ejercicio la senda de crecimiento que la compañía venía presentando en los últimos ejercicios en su división de negocio internacional.

Fundamentos de la inversión

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

Evolución reciente y perspectivas para 2010

Tal y se ha comentado anteriormente, durante 2009 la evolución del negocio nacional, principal línea de actividad, ha venido marcada por (i) el impacto del mercado residencial y (ii) un atraso en la migración a la señal digital. Asimismo, el negocio internacional se ha visto igualmente afectado como consecuencia de la crisis internacional.

Ante este entorno de mercado, la compañía ha intensificado su política de reducción de costes, a la vez que ha intentado maximizar la generación de caja mediante optimización de los niveles de circulante y la desinversión de activos no productivos, permitiendo todo ello reducir los niveles de apalancamiento existentes.

El ejercicio 2010 vendrá marcado por (i) la evolución de la adaptación del modelo digital ante la inminente implantación, (ii) el desarrollo del mercado nacional de la vivienda y (iii) la potencial recuperación del mercado internacional.

Valoración a 31 de diciembre de 2009

Teniendo en cuenta la evolución del negocio durante el último periodo, se ha decidido, siguiendo un criterio de prudencia, mantener la valoración de Alcad conforme a los últimos periodos.

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

LAUDE

www.colegioslaude.com

LAUDE
COLEGIOS**DATOS DE LA INVERSION**

Miles de euros

Sector	Educación Privada
Tipo de inversión	MBI-Build up
Fecha de adquisición	Junio 2006
Inversión hasta la fecha¹	18.542
Valoración a 30 de septiembre de 2009	0
Valoración a 31 de diciembre de 2009	0
Método de valoración	Múltiplo comparables ²

⁽¹⁾ Incluye préstamo participativo⁽²⁾ Comparables cotizadas más representativas: Career Education, Corinthian and Devry. Múltiplo empleado en la valoración: 8,2 veces EV/EBITDA**ACCIONISTAS DE LA COMPAÑÍA**

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

INFORMACION FINANCIERA

<i>Datos en miles de Euros</i>	Reporting 31.08.2009	Auditoría 31.08.2008
Pérdidas y Ganancias		
Ingresos de Explotación	39.523	38.742
EBITDA	3.708	4.713
Cifras de Balance		
Total activos	68.180	69.352
Equity ⁽¹⁾	24.101	23.267
Deuda Financiera Neta	30.325	30.842

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

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

Descripción del mercado

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

La coyuntura actual ha hecho que el trasvase de alumnos experimentado en los últimos años de los centros públicos a los concertados y a su vez de los concertados a los privados invierta su tendencia. Sin embargo, se espera que el ritmo de matriculaciones se recupere una vez se produzca el repunte de la economía española.

Adicionalmente, se constata un paulatino desgaste del modelo de colegios concertados debido a la necesidad de aportaciones voluntarias de los padres para la financiación de los centros y la supeditación a la Administración Pública.

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

Fundamentos de la inversión

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

Evolución reciente y perspectivas para 2010

Tras completar durante la segunda mitad de 2008 la primera adquisición de un colegio en el extranjero (Tweksbury, RU), Laude se está centrando durante 08/09 y 09/10 en consolidar su plataforma de colegios desde el punto de vista educativo, operativo y financiero.

Los esfuerzos educativos que se han llevado a cabo han dado sus frutos, resultando en un 97% de aprobados en Selectividad. Entre las medidas operativas destacan la construcción de un nuevo edificio en el Junior School de The Lady Elisabeth School en Benitachell y la revisión de contratos con los principales proveedores. De igual manera, se están iniciando las obras de ampliación de las instalaciones del British School of Vila-real, que se completarán durante el curso 2009/10.

La intensidad de la crisis económica está impactando en un sector considerado tradicionalmente inmune al ciclo, y está llevando a algunos padres a tener que cambiar a sus hijos de colegios privados a colegios concertados por motivos económicos. A pesar de este hecho, el impacto de la situación económica sobre el número de bajas de alumnos de Laude ha sido limitado en términos agregados, lo que confirma el elevado grado de fidelización de los alumnos.

Valoración a 31 de diciembre de 2009

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

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

SERVENTA

www.serventa.es



DATOS DE LA INVERSION

Miles de euros

Sector	Servicios de vending
Tipo de inversión	MBO-Build up
Fecha de adquisición	Abril 2006
Inversión hasta la fecha	10.818
Valoración a 30 de septiembre de 2009	15.579
Valoración a 31 de diciembre de 2009	15.283
Método de valoración	Múltiplo comparables ¹
⁽¹⁾ Las comparables cotizadas más representativas son Compass, Sodexo y Autogrill. El múltiplo empleado en la valoración asciende a 7,8 veces EV/EBITDA	

ACCIONISTAS DE LA COMPAÑIA

Dinamia Capital Privado	46,6%
Nmas1 Private Equity Fund I	46,6%
Equipo Directivo	6,8%

INFORMACION FINANCIERA

Datos en miles de Euros	Estimado 31.12.2009	Pro-Forma 31.12.2008 ⁽¹⁾	Auditoría 31.12.2007
Pérdidas y Ganancias			
Ingresos de Explotación	44.427	46.730	36.921
EBITDA ⁽¹⁾	7.295	7.264	5.848
Balance de Situación			
Activos Totales	57.665	57.927	47.745
Fondos Propios ⁽²⁾	13.235	15.228	7.296
Deuda Financiera Neta	24.229	22.506	23.218

(1) 2008 Datos Pro-Forma debido a gastos extraordinarios no recurrentes basados en cuentas anuales auditadas

(2) Incluye Préstamo Participativo. En 2008 el principal y los intereses devengados hasta el momento fueron capitalizados

Descripción de la compañía

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

Serventa gestiona un parque de más de 20.000 máquinas expendedoras de alimentos y bebidas que proporcionan servicios de vending a más de 4.000 empresas en toda la Península Ibérica.

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

Descripción del mercado

En el ejercicio 2008 el mercado español de vending tradicional facturó 1.206 millones de euros, estimándose para el año 2009 un decrecimiento del mercado superior al 10% y una recuperación a partir de 2011 con crecimientos anuales de entre un 4-7%.

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

Fundamentos de la inversión

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

Evolución reciente y perspectivas para 2010

Durante el año 2009 y a pesar de la actual situación de la economía española y del sector de vending, Serventa, a través de su enfoque en la optimización de los clientes existentes y en la captación de nuevos clientes, ha conseguido mantener el nivel de actividad en un nivel cercano al del ejercicio 2008.

Serventa ha sido capaz de lograr durante el año 2009 importantes contratos con empresas/organizaciones en las que ubicar sus máquinas que aportan gran visibilidad y estabilidad a los ingresos al ser compañías más resistentes al ciclo económico (Metro de Madrid, Endesa, HP, entre otras). El volumen de actividad de estas nuevas máquinas, para las que ya se han afrontado las inversiones necesarias, alcanzará su madurez durante el año 2010.

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

Para el año 2010, Serventa espera mantener el crecimiento orgánico con la captación de clientes en sectores resistentes al ciclo, controlando las inversiones y continuando con la mejora de la productividad.

Valoración a 31 de diciembre de 2009

A pesar de la caída del mercado, Serventa ha mantenido el nivel de EBITDA gracias al fortalecimiento de su base de clientes y a los nuevos contratos conseguidos durante el año, por lo que se mantiene la valoración.

La maduración de los nuevos contratos conseguidos, la capacidad de mantener un alto ritmo de captación de clientes de mayor tamaño y la eficiente gestión operativa, permitirán a Serventa consolidar su liderazgo nacional y permitir una actualización de la valoración.

GRUPO CRISTHER

www.gruponovolux.com



Cristher
Iluminación exterior

DATOS DE LA INVERSION

Miles de euros

Sector	Iluminación exterior
Tipo de inversión	MBI
Fecha de adquisición	Septiembre 2005
Inversión hasta la fecha¹	12.025
Valoración a 30 de septiembre de 2009	6.256
Valoración a 31 de diciembre de 2009	7.095
Método de valoración	Múltiplo compra ²
⁽¹⁾ Incluye préstamo participativo	
⁽²⁾ El múltiplo de compra aplicado en la valoración es 6,5 veces EV/EBITDA	

ACCIONISTAS DE LA COMPAÑÍA

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

INFORMACION FINANCIERA

<i>Datos en miles de Euros</i>	Estimado 31.12.2009	Auditado 31.12.2008	Auditado 31.12.2007
Pérdidas y Ganancias			
Ingresos de Explotación	17.906	25.403	31.562
EBITDA	3.217	5.398	9.424
Balance de Situación			
Activos Totales	50.389	56.540	57.505
Fondos Propios ⁽¹⁾	31.695	32.192	30.342
Deuda Financiera Neta	5.842	8.505	13.768

⁽¹⁾ Incluye préstamo participativo

Descripción de la compañía

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

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

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

Descripción del mercado

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

El mercado de la iluminación se ha visto afectado desde mediados del ejercicio 2008 por la crisis del sector de la construcción y la caída del consumo en general. En el ejercicio 2009, el mercado ha decrecido alrededor de un 30%.

Fundamentos de la inversión

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

Evolución reciente y perspectivas para 2010

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

La caída de la facturación ha afectado al resultado. Sin embargo, se ha minimizado el impacto en el EBITDA con una gestión activa para mantener el margen bruto y un control de costes, manteniendo un resultado operativo positivo y una posición sólida de tesorería permitiendo afrontar todos sus compromisos con terceros.

Para el ejercicio 2010 se ha reforzado el portfolio de productos y se han creado nuevas líneas de negocio para mantener el nivel de ventas a pesar de las condiciones negativas del mercado. Así mismo se va a continuar con el control de costes para mantener el nivel de EBITDA.

Valoración a 31 de diciembre de 2009

La compañía tiene un bajo nivel de apalancamiento (en términos de deuda bancaria) y una situación de caja positiva que le permite mantener sus compromisos y obligaciones con las entidades financieras. De la valoración por múltiplo de entrada se obtiene un valor de la participación de DINAMIA de 7.095 miles de euros, manteniendo un criterio de prudencia se ha mantenido la valoración anterior.

Se estima que una vez que el mercado del consumo y la situación económica mejoren, las ventas y EBITDA de la compañía recuperarán los datos históricos y, consecuentemente, la valoración volverá a niveles anteriores.

HOLMES PLACE

www.holmesplace.es


DATOS DE LA INVERSION

Miles de euros

Sector	Gimnasios
Tipo de inversión	MBO
Fecha de adquisición	Agosto 2005
Inversión hasta la fecha¹	9.070
Valoración a 30 de septiembre de 2009	7.734
Valoración a 31 de diciembre de 2009	6.678
Método de valoración	Múltiplo compra ²

⁽¹⁾ Incluye préstamo participativo⁽²⁾ El múltiplo de compra aplicado en la valoración es 7,1 veces EV/EBITDA

ACCIONISTAS DE LA COMPAÑIA

Dinamia Capital Privado	20,6%
Nmas1 Private Equity Fund I	20,6%
Equipo Directivo	11,4%
Otros	47,4%

INFORMACION FINANCIERA

Datos en miles de Euros	Estimado 31.12.2009	Auditoría 31.12.2008	Auditoría 31.12.2007
Pérdidas y Ganancias			
Ingresos de Explotación	67.911	72.887	68.975
EBITDA ^{(1) (2)}	12.827	14.057	16.322
Balance de Situación			
Activos Totales	169.767	176.306	132.768
Fondos Propios ⁽³⁾	34.070	37.386	49.634
Deuda Financiera Neta ⁽¹⁾	62.319	57.725	65.697

⁽¹⁾ Calculado según el Plan General Contable de 1990 para corregir reclasificación de alquileres y obtener información comparable⁽²⁾ EBITDA 2009 recurrente excluyendo clubs en período de ramp-up debido a su reciente apertura y el cese de la operación de un club⁽³⁾ Incluye préstamo participativo

Descripción de la compañía

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

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

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

Descripción del mercado

La reacción de los diferentes segmentos de mercado del sector frente al actual entorno económico está demostrando una mayor sostenibilidad de los modelos de negocio basados en productos de calidad y atención al cliente. Los factores clave del negocio se mantienen con (i) un incremento de participación deportiva por parte de la población con ingresos por encima de la media y (ii) una población cada vez más concienciada con la forma física, la salud y los problemas que genera la obesidad.

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

Fundamentos de la inversión

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

Evolución reciente y perspectivas para 2010

Las ventas del ejercicio 2009 ascendieron a 68 millones de euros, resultado en línea con el obtenido en el mismo periodo de 2008. Las herramientas diseñadas por el equipo directivo para incrementar la fidelidad de los socios (Ej. ToP24 – compromiso de permanencia de 24 meses con condiciones ventajosas), han permitido sobrellevar el impacto que el actual entorno económico ha tenido a lo largo del ejercicio. En este sentido, la compañía fundamenta su modelo de negocio en una estrategia de incremento de servicios de valor añadido para aumentar la retención de clientes de calidad.

El plan de expansión geográfica, con el consecuente reducido grado de madurez de los gimnasios de reciente apertura, ha afectado a la rentabilidad de la compañía que ha arrojado un EBITDA menor al del ejercicio de 2008. Sin embargo, dicho plan permitirá a la compañía mantener su importante crecimiento a futuro. En 2009 el plan se ha concretado en el incremento de dos gimnasios sobre la base de veintisiete que tenía a 31 de diciembre de 2008, con especial relevancia la apertura de un club de 4.800 m² en el centro comercial Palacio de Hielo (Madrid).

La compañía ha reforzado su equipo gestor y ha diseñado un plan de crecimiento para 2010 y años sucesivos basado en (i) crecimiento de la base de clientes a través de la maduración de clubes de inauguración reciente, (ii) retención de los clientes en los clubes maduros y (iii) adecuación de las estructuras organizativas y de coste al nuevo entorno de mercado.

Valoración a 31 de diciembre de 2009

La compañía ha cerrado 2009 con un EBITDA de 12,8 millones de Euros, sensiblemente inferior a aquél del año 2008. El múltiplo utilizado para su valoración es el más conservador de entre (i) el de compra (de 7,1 veces EBITDA) y (ii) el de compañías cotizadas comparables (siendo las más representativas Life time Fitness, Town Sports International y Health Fitness Company con un múltiplo medio de 7,8 veces EBITDA). En consecuencia, la evolución de la compañía se traduce en un decremento de su valoración hasta un valor de 6.678 miles de euros.

EMFASIS

www.emfasis.es

émfasis
 Billing & Marketing Services
DATOS DE LA INVERSION

Miles de euros

Sector	Mailing & Billing
Tipo de inversión	BIMBO-Build up
Fecha de adquisición	Abril 2005
Inversión hasta la fecha¹	8.113
Valoración a 30 de septiembre de 2009	7.491
Valoración a 31 de diciembre de 2009	8.119
Método de valoración	Otros ²

⁽¹⁾ Incluye préstamo participativo⁽²⁾ Múltiplo de compra aplicado a EBITDA pro-forma**ACCIONISTAS DE LA COMPAÑIA**

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

INFORMACION FINANCIERA

Datos en miles de Euros	Reporting 31.12.2009	Auditoría 31.12.2008	Auditoría 31.12.2007
Pérdidas y Ganancias			
Ingresos de Explotación	34.348	33.430	30.542
EBITDA	4.580	5.042	4.780
Cifras de Balance			
Total activos	47.198	46.725	46.611
Equity ⁽¹⁾	16.969	15.833	14.478
Deuda Financiera Neta	17.801	18.768	21.748

⁽¹⁾ Incluye Préstamo Participativo**Descripción de la compañía**

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

Émfasis, con una cuota de mercado del 15% en España, es la compañía líder en servicios de billing y marketing directo para grandes corporaciones, especialmente para los sectores de utilities, telecomunicaciones y financiero.

Entre sus actividades se encuentran la manipulación, ensobrado, impresión, gestión de base de datos, refranqueo de mailings masivos y la producción de documentos transaccionales (billing).

Descripción del mercado

El sector está altamente fragmentado, compuesto por numerosas compañías familiares o pertenecientes a grupos empresariales. Emfasis es la única compañía independiente y con alto nivel de profesionalización.

En cuanto a las líneas de negocio, el mailing personalizado es una herramienta de marketing cada vez más utilizada por grandes

corporaciones. No obstante, la caída de la inversión publicitaria en 2009 ha impactado notablemente en este segmento, aunque en menor medida que en los medios convencionales.

Por otro lado, el billing consiste en la producción de forma masiva de facturas y documentos transaccionales, que pueden ser también utilizados como herramienta de marketing ya que permiten cierta personalización de las cartas. Existe una tendencia creciente a la externalización de este servicio, formalizándose en contratos a medio y largo plazo.

Fundamentos de la inversión

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

Evolución reciente y perspectivas para 2010

Emfasis ha incrementado su cuota de mercado en 2009 con un 33% más de envíos y en un contexto de caída de mercado del 15% respecto a 2008. En términos de ventas, la compañía ha superado los resultados del año anterior, alcanzando los 34,3 millones de euros.

El mix de negocio de la compañía ha cambiado sustancialmente debido a la mayor contribución de la línea de Billing, la cual ha crecido un 40% respecto a 2008, incrementando la calidad y recurrencia de los ingresos de Emfasis. Este crecimiento viene motivado principalmente por la aportación de grandes contratos adquiridos a lo largo de 2009 cuyo pleno impacto en términos de ventas y EBITDA no está reflejado en el ejercicio fiscal reportado. La cifra de ventas y EBITDA normalizada teniendo en cuenta la contribución recurrente de estos contratos ascendería a 38,5 y 6,0 millones de euros respectivamente.

En el área de marketing directo, Emfasis ha experimentado un decrecimiento del 20% respecto a 2008 debido a la caída generalizada de precios en el sector. Esta caída explica principalmente la reducción de EBITDA respecto a 2008. No obstante, Emfasis ha retenido a los clientes más importantes y mantiene una cartera intacta y diversificada compuesta por más de 450 clientes.

Las perspectivas de la compañía son positivas, en la medida que existe una alta visibilidad sobre los ingresos de Billing de contratos actualmente en cartera y una vez que el mercado de marketing directo inicie su recuperación. Adicionalmente, la compañía tiene un amplio *pipeline* de potenciales nuevos contratos que ampliarían la base actual de clientes en ambas líneas de negocio.

Valoración a 31 de diciembre de 2009

En base al desempeño de la compañía en 2009 y en el contexto de una situación macroeconómica complicada, se espera que en los próximos ejercicios, una vez los clientes vuelvan a niveles de inversión publicitaria razonables, la compañía supere el nivel de resultados histórico generado en el momento de su adquisición (EBITDA de 6,4 millones de euros en 2006).

A modo indicativo, si en 2009 se hubiese mantenido el nivel de actividad en el área de marketing directo de 2008, el EBITDA estimado de cierre para el ejercicio sería superior a los 7 millones de euros. La valoración de la compañía asciende a 8.119 miles de euros. Se utiliza de modo conservador el múltiplo de compra por ser más bajo que el múltiplo de compañías comparables, aplicado sobre el EBITDA pro-forma de 6.044 miles de euros que incluye el impacto anualizado de los dos grandes contratos de Billing conseguidos en 2009.

BODYBELL

www.bodybell.com


DATOS DE LA INVERSION

	Miles de euros
Sector	Cadena de perfumerías
Tipo de inversión	BIMBO
Fecha de adquisición	Abril 2005
Inversión hasta la fecha¹	21.500
Valoración a 30 de septiembre de 2009	0
Valoración a 31 de diciembre de 2009	0
Método de valoración	Múltiplo compra ²

⁽¹⁾ Incluye préstamo participativo
⁽²⁾ El múltiplo de compra aplicado en la valoración es 7,5 veces EV/EBITDA.

ACCIONISTAS DE LA COMPAÑIA

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

INFORMACION FINANCIERA

Datos en miles de Euros	Estimado 31.12.2009	Auditoría 31.12.2008	Auditoría 31.12.2007
Pérdidas y Ganancias			
Ingresos de Explotación	244.703	261.277	277.189
EBITDA ⁽¹⁾	19.474	30.322	39.845
Balance de Situación			
Activos Totales	357.142	379.050	362.948
Fondos Propios ⁽²⁾	161.396	162.198	131.831
Deuda Financiera Neta	137.589	142.886	156.352

⁽¹⁾ EBITDA ajustado según cuentas anuales por gastos de la transacción y gastos no recurrentes del negocio

⁽²⁾ Incluye Préstamo Participativo

Descripción de la compañía

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

Descripción del mercado

El mercado de droguería y perfumería, al igual que el resto del mercado del comercio al por menor, se está viendo afectado por el deterioro de la situación macroeconómica y la disminución del consumo, alejándose de las tasas de crecimiento superiores al 5% de ejercicios anteriores. El mencionado deterioro del consumo es más significativo en el segmento de productos de alta gama, mostrando síntomas de estabilización para el caso de los productos de droguería y perfumería de consumo.

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

Fundamentos de la inversión

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

Evolución reciente y perspectivas para 2010

Bodybell es mayoritariamente un negocio de distribución detallista, cuya evolución está muy vinculada al consumo. Por consiguiente, la actual crisis económica inevitablemente ha afectado al volumen de ventas del Grupo. No tanto en el número de visitas que las tiendas reciben y actos de compra que se realizan, como en el gasto medio por compra que hacen los clientes. Esto es consecuencia directa del *trading down* de los clientes que ha experimentado el negocio en los últimos meses, por el cual éstos no reducen el número de productos adquiridos, pero sí el presupuesto dedicado a la compra, comprando productos de menor precio (y menor calidad), sin dejar de esta forma de cubrir su necesidad de consumo. En definitiva, aunque el negocio mantiene sus niveles de visitas (actos de compra), ha visto reducido el importe medio de cada acto de compra, lo que ha afectado a la facturación total.

Durante 2009, el Grupo ha seguido su política de expansión y reformas de tiendas, que siguen siendo una base sólida y rentable, incluso en un entorno más duro como el actual, y que permitirán al grupo recuperar su nivel de ventas y rentabilidad operativa histórico una vez que se haya superado la actual coyuntura de crisis a nivel macroeconómico.

Adicionalmente, se ha finalizado con éxito el traslado a una nueva plataforma logística, que permitirá dar servicio a una red de hasta 500 tiendas. Por otro lado, la implementación de un sistema de gestión integrada (ERP), que dotará a la compañía de una mejor eficiencia operativa del negocio así como incrementar su control y gestión financiera, se prevé que esté plenamente implantado durante el año 2010.

Para 2010, dentro del contexto de una situación macro similar a la de 2009, el Grupo espera incrementar su cuota dentro del canal moderno de libre-servicio, y recuperar la senda del crecimiento histórico de ventas una vez se haya superado la actual coyuntura de crisis a nivel macroeconómico.

Valoración a 31 de diciembre de 2009

De acuerdo al contexto actual de mercado y el consecuente impacto en el nivel de actividad de la compañía, se ha considerado, prudentemente, mantener a cero la valoración conforme a periodos anteriores fruto de aplicar los múltiplos de mercado por debajo de sus niveles históricos sobre resultados operativos, especialmente influenciados por la coyuntura actual económica. No obstante lo anterior, en la medida en que Bodybell recupere los niveles históricos de actividad, conjuntamente con una recuperación de los mercados (en términos de múltiplos de valoración), se espera una potencial revalorización del valor de la inversión de DINAMIA en la misma.

SEGUR IBÉRICA

www.gruposegur.com



DATOS DE LA INVERSION

Miles de euros

Sector	Seguridad
Tipo de inversión	BIMBO
Fecha de adquisición	Marzo 2004
Inversión hasta la fecha¹	10.469
Valoración a 30 de septiembre de 2009	11.635
Valoración a 31 de diciembre de 2009	14.695
Método de valoración	Múltiplo compra ²
⁽¹⁾ Incluye préstamo participativo	
⁽²⁾ El múltiplo de compra aplicado en la valoración es 6,8 veces EV/EBITDA	

ACCIONISTAS DE LA COMPAÑIA

Dinamia Capital Privado	17,8%
Nmas1 Private Equity Fund I	17,8%
Equipo Directivo	4,2%
Otros	60,2%

INFORMACION FINANCIERA

Datos en miles de Euros	Pro-Forma ⁽¹⁾ 31.12.2009	Pro-Forma ⁽¹⁾ 31.12.2008	Pro-Forma ⁽¹⁾ 31.12.2007
Pérdidas y Ganancias			
Ingresos de Explotación	222.335	226.541	216.129
EBITDA ⁽²⁾	19.107	16.531	16.178
Cifras de Balance			
Total activos	160.716	164.174	154.460
Equity ⁽³⁾	70.525	63.749	51.055
Deuda Financiera Neta	37.650	43.130	48.293

⁽¹⁾ Datos Pro-Forma basados en Cuentas Anuales individuales de Grupo Segur Ibérica y Grupo EAS. Hortus Mundi no está incluida en el mismo perímetro

⁽²⁾ EBITDA ajustado por gastos no recurrentes

⁽³⁾ Incluye Préstamo Participativo

Descripción de la compañía

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

La estrategia de la compañía se basa en aprovechar la creciente externalización del sector de seguridad, sobre todo en servicios de vigilancia, para afianzarse como una de las empresas de referencia en el sector.

Descripción del mercado

Según un informe de la consultora DBK, el mercado de seguridad privada cerró el ejercicio 2008 con un aumento del 8,4%, a pesar del deterioro de la actividad económica y la contracción de la inversión empresarial. La creciente externalización de los servicios de vigilancia continúa impactando de forma positiva en el sector.

En los últimos años se ha reforzado la tendencia de concentración de la oferta que, unida a la existencia de barreras de entrada para nuevos competidores, ha motivado que las cinco primeras empresas, entre las que se encuentra Segur Ibérica, reúnan una cuota conjunta del 54%.

El segmento de vigilancia es el que registra un mayor peso específico dentro del sector con un 61,3% en 2008, habiendo experimentado un incremento del 8% respecto a 2007. Con respecto al empleo generado, el número de vigilantes creció un 8,7% respecto al año anterior.

Por otro lado, el mercado español de la instalación y gestión de alarmas se distingue respecto de otros mercados por su bajo nivel de penetración actual y la creación de importantes economías de escala. A pesar de la contracción de la edificación y el menor gasto de las familias, este segmento creció en 2008 un 7,2%.

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

Fundamentos de la inversión

- El mercado de vigilancia es creciente. El sector de la seguridad y las compañías cotizadas comparables han demostrado una menor exposición al ciclo económico que la de otros sectores y han crecido a pesar de la tendencia macroeconómica negativa.
- El segmento de actividad de las alarmas continúa creciendo en España. La penetración del sector es muy inferior a la de Europa.

Evolución reciente y perspectivas para 2010

Segur Ibérica ha obtenido unas ventas en 2009 en línea con el año anterior. No obstante, en términos de rentabilidad, la compañía ha logrado un incremento en EBITDA del 16% respecto al mismo período del año anterior, gracias a una mejora del margen (8,6% vs. 7,3% en 2008) debido a la rotación de la cartera hacia contratos más rentables y un ajuste moderado en la estructura.

En el ejercicio 2010, la compañía espera consolidar el resultado obtenido en 2009 basado en la tendencia creciente del mercado, incrementando moderadamente las ventas y manteniendo el margen.

Valoración a 31 de diciembre de 2009

La compañía ha cerrado 2009 con un EBITDA de 19,1 millones de euros. El múltiplo utilizado para su valoración es el más conservador de entre (i) el de compra (de 6,8 veces EBITDA) y (ii) el de compañías cotizadas comparables (siendo las más representativas Securitas, Prosegur y G4S con un múltiplo medio de 8,0 veces EBITDA).

En consecuencia, la buena evolución de la compañía se traduce en un moderado incremento de su valoración alcanzando los 14.695 miles de euros.

HIGH TECH

www.htoteles.com



DATOS DE LA INVERSION		Miles de euros
Sector	Hoteles	
Tipo de inversión	Expansión	
Fecha de adquisición	Enero 2003	
Inversión hasta la fecha	14.567	
Valoración a 30 de septiembre de 2009	0	
Valoración a 31 de diciembre de 2009	0	
Método de valoración	Múltiplo compra ¹	
⁽¹⁾ El múltiplo de compra aplicado en la valoración es 10,9 veces EV/EBITDA		

ACCIONISTAS DE LA COMPAÑIA

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

INFORMACION FINANCIERA

Datos en miles de Euros	Estimado 31.12.2009	Auditoría 31.12.2008	Auditoría 31.12.2007
Pérdidas y Ganancias			
Ingresos de Explotación	49.605	60.062	56.805
EBITDA ⁽¹⁾	3.680	15.132	16.153
Balance de Situación			
Activos Totales	145.869	133.834	135.961
Fondos Propios	29.084	29.003	41.389
Deuda Financiera Neta ⁽²⁾	63.083	35.862	9.070

(1) Calculado según el Plan General Contable de 1990 para corregir el ajuste de linealización de alquileres introducida por el nuevo plan (sin impacto en tesorería) y obtener EBITDAs comparables
(2) Deuda Financiera Neta incluye reestructuración a largo plazo de deuda de proveedores

Descripción de la compañía

High Tech Hotels & Resorts, S.A. 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 treinta y un hoteles operativos, ubicados principalmente en Madrid (diecinueve de ellos) y en las principales capitales de provincia. En el momento de adquisición de la compañía, High Tech contaba con cuatro hoteles operativos.

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

Descripción del mercado

El segmento de tres estrellas supone la columna vertebral de la industria hotelera en España con más del 45% de la capacidad de camas instaladas. Desde 1987 este segmento ha tenido una ocupación superior a la media de la industria.

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

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

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

Fundamentos de la inversión

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

Evolución reciente y perspectivas para 2010

El ejercicio 2009 se ha caracterizado por la caída de los principales ratios operativos del sector. High Tech ha cerrado el ejercicio con una cifra de ventas de c.50 millones. El RevPAR (ingreso medio por habitación disponible) de la compañía ha caído en el año hasta situarse en 62,18€ (experimentando una ligera recuperación con respecto a la primera mitad del año), y se mantiene muy superior al que otros competidores publicaban en su último informe de valoración con relación al tercer trimestre de 2009 (NH Hoteles 41,34€ en sus hoteles situados en España y Portugal y Sol Meliá 45,37€).

Durante el ejercicio 2009, la compañía ha completado con éxito el proceso de novación de la deuda financiera de forma que se ha reestructurado y reforzado la estructura financiera de la compañía, permitiendo afrontar el futuro con una mayor solidez.

A nivel operativo, la compañía ha iniciado durante el periodo un proceso de control de costes que ha permitido mitigar, en parte, la caída de ingresos. Sin embargo, el elevado apalancamiento operativo (elevada estructura de costes fija) que caracteriza al sector hace que su efecto en la cuenta de resultados sea reducido.

En cuanto al plan de expansión, la compañía se centrará en acelerar la recuperación de los niveles de precios y ocupación, afectados por el actual entorno económico. Se estima recuperar progresivamente dichos niveles en los próximos dos o tres años. En la actualidad, se están desarrollando fórmulas alternativas que permitan continuar con el proceso de expansión del grupo mediante la apertura de hoteles cuya inversión en obras de remodelación se lleve a cabo por terceros; bajo este modelo, High Tech lleva a cabo obras de remodelación en hoteles arrendados a terceros.

Valoración a 31 de diciembre de 2009

Aplicando los métodos de valoración de múltiplos de adquisición y múltiplos de comparables sectoriales, y niveles mínimos de rentabilidad (EBITDA) debido al ciclo se obtiene una valoración nula tras restar la deuda al *enterprise value*. De esta manera, en la medida que se recuperen los niveles históricos de actividad de los hoteles actuales y en crecimiento en el contexto de una recuperación sectorial, hacen prever un aumento del valor de la compañía y una potencial revalorización del valor de la inversión de DINAMIA en la misma.

ARCO

www.arcobu.com

**DATOS DE LA INVERSION**

Miles de euros

Sector	Bodegas de vino
Tipo de inversión	MBO
Fecha de adquisición	Marzo 1999
Inversión hasta la fecha	17.051
Valoración a 30 de septiembre de 2009	9.208
Valoración a 31 de diciembre de 2009	9.013
Método de valoración	VTC

ACCIONISTAS DE LA COMPAÑÍA

Dinamia Capital Privado	8,0%
Corporación Financiera Arco	58,8%
Otros	33,2%

Descripción de la compañía

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

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

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

Descripción del mercado

Según el último informe de la Federación Española de Vino, el mercado español de vino mantiene la misma tendencia decreciente de años anteriores, caracterizada por una mayor exportación y un menor consumo interno. Las exportaciones de vino experimentaron un crecimiento del 6,6% (TACC 87-07) mientras que el consumo interno ha decrecido un 1,9% en el mismo periodo.

Según el mencionado informe, todavía existen determinados segmentos que mantienen, a pesar de la crisis que afecta al entorno macroeconómico, cifras globales de venta positivas en el año. Sin embargo, los efectos de la coyuntura actual se notan en (i) el descenso del volumen de ventas nacionales (sobre todo en restauración), (ii) aumento de las exportaciones (principalmente de DO, espumosos y granel) y (iii) incremento en el número de solicitudes de arranque de parras.

En términos de consumo, el volumen consumido por persona sigue cayendo año tras año (TACC 87-07: -3,3%), aunque sigue siendo superior al de otros países de la Unión Europea, como Francia, Italia y Portugal.

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

Fundamentos de la inversión

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

Evolución reciente y perspectivas para 2010

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

La evolución reciente del negocio se ha visto afectada por la caída de precios y volúmenes, afectando al margen y resultados de la sociedad. Independientemente de esta reducción de los resultados, DINAMIA considera que existe un valor estratégico en la sociedad por tratarse de uno de los mayores grupos vinícolas españoles.

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

Valoración a 31 de diciembre de 2009

El método de valoración utilizado es valor teórico contable. El patrimonio neto de la compañía a 30 de septiembre de 2009, fecha de cierre de ejercicio, asciende a 112.668 miles de euros tras registrar unos resultados negativos de 1.797 miles de euros. La valoración de la participación de Dinamia en la compañía es de 9.013 miles de euros.

NICOLAS CORREA

www.correaanayak.es



DATOS DE LA INVERSION

Miles de euros

Sector	Fabricación maquinaria
Tipo de inversión	MBO
Fecha de adquisición	Septiembre 1999
Inversión hasta la fecha	5.191
Valoración a 30 de septiembre de 2009	4.696
Valoración a 31 de diciembre de 2009	3.806
Método de valoración	Precio de cotización

ACCIONISTAS DE LA COMPAÑIA

Dinamia Capital Privado	13,27%
Otros	84,73%

Descripción de la compañía

Grupo Nicolás Correa se dedica a la concepción, 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 su complejidad: 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, ya que por su simplicidad pueden ser fabricadas en serie. Por ello, ahora mismo en Europa se tiende a fabricar máquinas de mayor tamaño y en las que el servicio técnico es fundamental. Actualmente, Grupo Nicolás Correa es el líder europeo en el sector y ofrece soluciones perfectamente adaptadas a los entornos productivos más exigentes, como el de la fabricación de matrices y grandes moldes, elementos monolíticos aeroespaciales, sectores ferroviario, energético y de mecánica general.

Descripción del mercado

La industria española de máquina-herramienta es la tercera mayor en términos de producción de Unión Europea con una notable exposición a los mercados internacionales (la exportación representa casi el 60%

de la producción). El subsector de las fresadoras es el más importante y constituye un 26,6% del valor del total del mercado máquinas-herramienta. Tras la fusión de Nicolás Correa y Anayak se creó el líder indiscutible del sector de las fresadoras en España y Europa, controlando más del 30% de la producción nacional de fresadoras y centros de mecanizado y con una demanda de más del 20% del total del consumo nacional.

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

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

Fundamentos de la inversión

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

Evolución reciente y perspectivas para 2010

Con respecto a la evolución de la compañía durante el segundo semestre del ejercicio 2009 y sus principales datos financieros, nos remitimos a la información pública periódica de la entidad, publicada a su vez por el organismo regulador (CNMV).

Valoración a 31 de diciembre de 2009

El NAV de la inversión de DINAMIA en Nicolás Correa a 31 de diciembre de 2009 asciende a 3.806 miles de euros.

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

Tel.: +34 915 14 50 00
Fax: +34 915 14 51 80
+34 915 56 74 30
www.deloitte.es

22 de febrero de 2010

Estimados Sres.:

De acuerdo con su solicitud de fecha 1 de febrero de 2010, hemos revisado la valoración de la cartera de participaciones y préstamos participativos de Dinamia Capital Privado, S.C.R., S.A. (en adelante, "Dinamia") al 31 de diciembre de 2009, elaborada por los Administradores de NmásI Capital Privado S.G.E.C.R., S.A. (en adelante, la "Sociedad Gestora") bajo su exclusiva responsabilidad, en virtud de lo establecido en el punto 5.2 del contrato de gestión firmado entre ambas sociedades con fecha 29 de junio de 2000. Dicha solicitud junto con la tabla resumen de los valores se adjunta en el Anexo I.

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

Nuestro trabajo ha consistido en comprobar que en la valoración realizada por la Sociedad Gestora de las participaciones y créditos que constituyen la cartera de inversión de Dinamia al 31 de diciembre de 2009, se han aplicado los criterios que han sido definidos por los Administradores de la Sociedad Gestora, aplicados tal y como se detalla en el Anexo I adjunto. Por tanto, nuestro trabajo no ha tenido por objeto el realizar una valoración independiente ni incluye un análisis de la idoneidad del método de valoración elegido por los Administradores para valorar cada participación o crédito ni de las asunciones o adaptaciones realizadas al respecto. Adicionalmente, hemos realizado las siguientes comprobaciones sobre la información cuantitativa utilizada para el cálculo de cada valor:

- Comprobación de que la información financiera de las sociedades participadas empleada en la valoración coincide con las últimas estimaciones facilitadas por la Dirección de la Sociedad Gestora, las cuales no estaban auditadas.
- Cotejo de las operaciones de compra-venta, ampliaciones de capital y concesión de préstamos contra la correspondiente documentación soporte desde julio de 2009 a diciembre de 2009.
- Comprobación de que los múltiplos de sociedades cotizadas empleados en la valoración coinciden con la información suministrada por Bloomberg a dicha fecha.
- Revisión del cálculo de los intereses devengados y pendientes de cobro al 31 de diciembre de 2009 de los préstamos concedidos a las sociedades participadas.
- Revisión de los cálculos matemáticos realizados en la valoración.

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

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

- Cuenta de Resultados y Balance de Situación previstos para el 31 de diciembre de 2009 de las sociedades participadas según el Anexo I adjunto, preparados por sus respectivas direcciones.

- Escritura de las operaciones de compra-venta, ampliaciones de capital y concesión de préstamos desde julio de 2009 a diciembre de 2009:
 - Escritura de ampliación de capital realizada en High Tech Hotels & Resorts, S.A. de 22 de diciembre de 2009.
 - Contratos de préstamo entre Colegios Laude, S.L. y Dinamia de 24 de julio y 20 de octubre de 2009.
 - Borrador de contratos de préstamo participativo entre Xanit Health Care Management, S.L. y Dinamia de 29 de septiembre y 26 de noviembre de 2009.
- Detalle de las valoraciones efectuadas por la Sociedad Gestora, con indicación de las compañías cotizadas consideradas comparables y otra información soporte de las valoraciones realizadas, en especial la correspondiente a los ajustes realizados en la información financiera de las siguientes sociedades: High Tech Hotels & Resorts, S.A., Segur Iberica, S.A., Emfasis Billing & Marketing Services, S.L., HP Health Clubs Iberia, S.A., ZIV Aplicaciones y Tecnología, S.L. y Xanit Health Care Management, S.L.

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

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

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

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

DELOITTE, S.L.

Jesús F. Valero

N+1

Capital Privado

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

A la atención de D. Jesús F. Valero

Madrid, 1 de febrero de 2010

Muy señores míos:

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

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

- Valoración según múltiplos de compañías cotizadas consideradas comparables y, en la medida en que se disponga de datos fiables, se utilizarán también múltiplos de operaciones de compra de compañías consideradas comparables¹. De los primeros dos criterios mencionados, la Sociedad Gestora elegirá aquel que considere más apropiado. Generalmente, el criterio aplicado será el más conservador de los dos.
- Valoración aplicando los múltiplos de adquisición originales por parte de Dinamia a los últimos resultados de las compañías.
- Para las compañías con menos de un año de permanencia en cartera, se mantiene como valor el correspondiente a su coste de adquisición.

¹ A los efectos de calcular los múltiplos de las compañías participadas, se han utilizado previsiones de cierre de diciembre de 2009. Los múltiplos de las compañías cotizadas se han calculado tomando como fecha de corte el día 31 de diciembre.

sociedad gestora de

DINAMIA

Padilla, 17
28006 Madrid



Teléfono 91 745 84 84
Fax 91 431 64 60

www.nmas1.es
www.nplus1.es

- Para las inversiones consideradas start-up's o capital desarrollo se mantiene la valoración a coste de adquisición hasta que se considere que han alcanzado la madurez necesaria como para que una valoración por múltiplos comparables resulte aplicable.
- Para las compañías que se encuentran con resultados operativos negativos se aplica la correspondiente provisión que minore su valoración en la proporción que se considere apropiada.
- Para las participaciones en fondos de capital-riesgo se valoran aplicando el último valor liquidativo publicado.
- Las participaciones en sociedades cotizadas figuran por su valor de mercado a la fecha de valoración, entendiéndose por valor de mercado su precio de cotización al cierre del día de la valoración (o el hábil inmediatamente anterior).
- En relación con los créditos participativos ("PPL") concedidos a las sociedades participadas, en aquellos casos en los que de la aplicación de la valoración por múltiplos se ha estimado un valor atribuible a las acciones y al préstamo participativo inferior al nominal más los intereses devengados de los préstamos participativos, se ha valorado el PPL en este importe. En caso contrario, los créditos concedidos se han valorado por su valor nominal más los intereses devengados hasta el 31 de diciembre de 2009.

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

- Ajustar a la baja –por debajo del coste de adquisición- la valoración de alguna de las participaciones de reciente adquisición, con menos de un año de permanencia en la cartera, que, a la fecha de esta valoración estaba incumpliendo el plan de negocio inicial. Dichos ajustes han sido realizados por la Sociedad Gestora en base a sus estimaciones.

- Mantener a coste de adquisición determinadas participaciones que, de acuerdo con EVCA, deberían haber sido valoradas por múltiplos de empresas comparables o de compra.
- No modificar la valoración, manteniendo las correcciones de valor realizadas en ejercicios anteriores, de determinadas compañías cuyo negocio a la fecha evolucionaba positivamente.

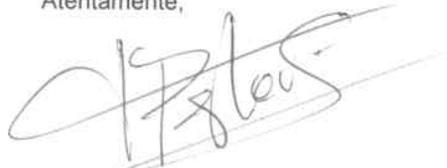
Asimismo cabe destacar que en dichas valoraciones según múltiplos de empresas cotizadas comparables, la Sociedad Gestora no ha aplicado en la presente valoración el descuento de iliquidez que venía utilizando en valoraciones anteriores ya que entiende que las cotizaciones al 31 de diciembre de 2009 de las compañías cotizadas están condicionadas por las excepcionales circunstancias de iliquidez y bajos niveles de negociación de los mercados, e introducir descuentos adicionales por iliquidez no reflejaría precios reales de transferencia de participaciones significativas.

De acuerdo con estos criterios, NMÁS1 CAPITAL PRIVADO valora las participaciones y créditos participativos y otros créditos concedidos a las sociedades participadas que integran su cartera al 31 de diciembre de 2009 de acuerdo con el siguiente cuadro:

Sociedad participada	<i>Miles de euros</i> Participación de Dinamia	Valor Equity	Valor Préstamo Participativo	Total
Arco Bodegas Unidas, S.A.	8,00%	9.013	-	9.013
Grupo Nicolás Correa Anayak	13,27%	3.806	-	3.806
High Tech Hotels & Resorts, S.A.	26,00%	-	-	-
Grupo Secur Ibérica, S.A.	17,86%	14.567	128	14.695
The Beauty Bell Chain, S.L. (Bodybell) (1)	14,35%	-	-	-
Emfasis Billing & Marketing Services, S.L. (2)	44,90%	624	7.495	8.119
Holmes Place (3)	20,61%	-	6.678	6.678
Grupo Cristher (4)	44,47%	-	7.095	7.095
Serventa (5)	46,66%	15.283	-	15.283
Laude (6)	49,27%	-	-	-
Alcad (7)	37,68%	-	-	-
ZIV (8)	37,25%	3.911	10.154	14.065
Xanit (9)	32,06%	-	11.530	11.530
Bestin Supply Chain	42,01%	-	-	-
MBA (10)	38,45%	26.249	18.103	44.352
Electra Partners Club 2007 (11)	10,00%	1.060	-	1.060
TOTAL		74.513	61.183	135.696

- (1) Dinamia participa en Bodybell a través del vehículo The Beauty Bell Chain, S.L.
(2) Dinamia participa en Émfasis a través del vehículo Émfasis Billing & Marketing Services, S.L.
(3) Dinamia participa en Holmes Place a través del vehículo Colegiata Invest, S.L.
(4) Dinamia participa en el Grupo Cristher a través del vehículo Deimoral Inversiones 2005, S.L.
(5) Dinamia participa en Serventa a través del vehículo Saint Germain Grupo de Inversiones, S.L.
(6) Dinamia participa en Laude a través del vehículo Colegios Laude, S.L.
(7) Dinamia participa en Alcad a través del vehículo Limestone, S.L.
(8) Dinamia participa en ZIV a través del vehículo Miser, S.L.
(9) Dinamia participa en Xanit a través del vehículo Leucocordia, S.L.
(10) Porcentaje referido únicamente a acciones ordinarias.
(11) Fondo de capital riesgo domiciliado en el Reino Unido.

Atentamente,



Federico Pastor

Consejero Delegado

Nmás1 Capital Privado SGECR, S.A. Unipersonal