

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

**31 de Diciembre de 2006**

<b><u>NAV por acción</u></b>	<b>26,38 €</b>
------------------------------	----------------

<b><u>NAV por acción ajustado<sup>1</sup></u></b>	<b>24,73 €</b>
---	----------------

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

<sup>1</sup> 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.....	4
Net Asset Value a 31 de Diciembre de 2006.....	5
Resumen de la valoración de la cartera de inversiones.....	6
Evolución de la actividad durante 2006.....	7
Hechos posteriores a 31 de Diciembre de 2006.....	7
Comisión de éxito de la gestora Nmás1 Capital Privado.....	8
 <b>Compañías integrantes de la cartera de inversiones:</b>	
Laude.....	9
Serventa.....	13
Cristher.....	15
Holmes Place Iberia.....	19
Aseguramiento Atecsa.....	22
éMfasis.....	25
Bodybell.....	29
Grupo Segur Ibérica.....	33
General de Alquiler de Maquinaria (GAM).....	37
High Tech Hoteles.....	39
Ydilo Advanced Voice Solutions, S.A.....	43
Grupo Undesa.....	46
Net TV.....	50
Grupo Nicolás Correa Anayak.....	51
Arco Bodegas Unidas.....	53
Capital Safety Group Limited.....	56
Deutsche Woolworth.....	59

**Anexo:**

Revisión de la valoración realizada por el gestor (Informe de Deloitte)..... 62

## Introducción

El presente informe tiene como objeto realizar una aproximación a la valoración del Patrimonio de Dinamia Capital Privado S.C.R., S.A. a 31 de diciembre de 2006, realizado por la gestora Nmás1 Capital Privado, S.G.E.C.R., S.A.

Se han utilizado los siguientes criterios:

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

## Net Asset Value a 31 de Diciembre de 2006

Con lo antes expuesto, el resultado obtenido es un **Net Asset Value por Acción de 26,38 €**.

Net Asset Value por acción a 31 de diciembre de 2006					
	NAV a	NAV a	NAV a	Cartera según	
	31.12.2003	31.12.2004	31.12.2005	valor en libros 31.12.2006	NAV a 31.12.2006
<i>*Datos en miles de euros, excepto por acción</i>					
Acciones	98.903	93.169	145.936	71.679	107.192
Créditos a participadas	3.894	4.072	37.648	54.545	54.545
<b>Total Cartera no cotizada y créditos a participadas</b>	<b>102.797</b>	<b>97.240</b>	<b>183.583</b>	126.224	<b>161.737</b>
<b>Cartera cotizada (GNC, GAM)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	9.002	<b>50.075</b>
<b>Tesorería y asimilados</b>	<b>47.115</b>	<b>63.506</b>	<b>51.928</b>	97.565	<b>97.565</b>
Otros Activos	169	2.902	2.189	6.968	6.968
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>150.081</b>	<b>163.648</b>	<b>237.701</b>	239.759	<b>316.345</b>
Pasivos	(64)	(3.218)	(984)	(527)	(527)
<b>TOTAL ACTIVOS NETOS</b>	<b>150.018</b>	<b>160.430</b>	<b>236.717</b>	239.233	<b>315.818</b>
Ajuste por dividendos y prima de emisión julio 2004	(5.985)				
Ajuste por prima de emisión julio 2005	(6.284)	(6.284)			
Ajuste por dividendos julio 2006	(8.379)	(8.379)	(8.379)		
<b>TOTAL ACTIVOS NETOS ajustados</b>	<b>129.369</b>	<b>145.767</b>	<b>228.338</b>	239.233	<b>315.818</b>
Nº de acciones ajustado (*)	8.977.500	8.977.500	11.970.000	11.970.000	11.970.000
<b>NAV por acción</b>	<b>14,41 €</b>	<b>16,24 €</b>	<b>19,08 €</b>	19,99 €	<b>26,38 €</b>
<b>Incremento de valor del NAV por acción</b>	<b>1,2%</b>	<b>12,7%</b>	<b>17,5%</b>		<b>38,3%</b>
<b>Cotización del Ibex 35</b>	<b>7.737,2</b>	<b>9.080,8</b>	<b>10.733,9</b>		<b>14.146,5</b>
<b>Crecimiento del Ibex 35</b>	<b>28,2%</b>	<b>17,4%</b>	<b>18,2%</b>		<b>31,8%</b>
<b>Cotización en Bolsa (aj. por dividendo)</b>	<b>10,29 €</b>	<b>12,80 €</b>	<b>17,80 €</b>	23,49 €	<b>23,49 €</b>
<b>Descuento (Premium) sobre NAV</b>	<b>28,6%</b>	<b>21,1%</b>	<b>6,7%</b>		<b>11,0%</b>

(\*) Número de acciones ajustado por efecto de ampliaciones

## Resumen de la valoración de la cartera de no cotizadas

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

- Valoración según múltiplos de compañías cotizadas comparables<sup>2</sup>, aplicando descuentos por iliquidez (30%).
- Aplicación de los múltiplos a los que Dinamia adquirió las compañías a los resultados de 2006.

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

A continuación se detalla un resumen de la valoración a 31 de Diciembre de 2006 de las sociedades no cotizadas y cotizadas:

Valoración de la cartera a 31.12.2006										
cifras en miles de euros										
VALORACIÓN TOTAL CARTERA a 31.12.2006										
				Valor en libros	Múltiplos de comparables	Múltiplos de Compra	Valoración 31.12.2006			
TOTAL CARTERA (A+B+C)				126.224	199.602	130.507	211.812			
VALORACIÓN ACCIONES A 31.12.2006										
				Valor en libros	Múltiplos de comparables	Múltiplos de Compra (1)	Valoración 31.12.2006	Valoración 30.06.2006	Valoración 31.12.2005	
		Ajustado por autocartera	Diluido							
% Dinamia	% Dinamia									
Deutsche Woolworth (2)	6,61%	6,61%	6,61%	-	-	-	-	-	-	
Forthpanel Limited	5,00%	5,00%	5,00%	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	
Arco Bodegas Unidas, S.A.	8,00%	8,36%	8,36%	13.376	19.617	13.516	18.040	18.040	18.040	
Soc. Gest. de Televisión NetTV, S.A.	2,29%	2,29%	2,29%	280	280	280	280	209	140	
Unión Deriván S.A. (Grupo Undesa)	45,53%	49,09%	47,11%	9.567	11.965	5.147	10.917	10.931	10.903	
Ydilo Advanced Solutions, S.A. (4)	7,06%	7,06%	7,06%	881	1.470	1.470	1.470	1.470	1.470	
High Tech Hotels & Resorts, S.A.	45,11%	45,11%	36,17%	13.000	31.149	31.149	31.149	24.553	16.764	
Grupo Segur Ibérica	17,86%	17,86%	17,86%	9.724	9.721	4.140	9.724	9.500	11.108	
Bodybell (5)	26,77%	26,77%	26,77%	20	7.520	16.073	7.520	5.375	5.375	
Émfasis (6)	46,41%	46,41%	46,41%	3.881	7.363	4.634	3.881	3.881	3.881	
Atecsa (7)	50,00%	50,00%	50,00%	7.125	7.125	7.125	7.125	7.125	7.125	
Holmes Place (8)	20,61%	20,61%	20,61%	1.814	1.814	1.814	1.814	1.814	1.814	
Grupo Cristher (9)	45,62%	45,62%	45,62%	4.209	30.154	7.470	7.470	4.209	4.209	
Capital Safety Group Limited (10)	8,16%	8,16%	8,16%	2.457	11.533	9.945	2.457	2.457	2.457	
Serventa (11)	46,66%	46,66%	46,66%	2.095	2.095	2.095	2.095	2.095	n.d.	
Laude (12)	45,07%	45,07%	45,07%	2.251	2.251	2.251	2.251	2.251	n.d.	
<b>TOTAL ACCIONES NO COTIZADAS (A)</b>				<b>71.679</b>	<b>145.057</b>	<b>75.962</b>	<b>107.192</b>	<b>94.910</b>	<b>84.286</b>	
Grupo Nicolás Correa Anayak (3)	15,35%	15,35%	15,35%	6.045	7.199	7.199	7.199	7.622	7.033	
General de Alquiler de Maquinaria, S.A.	10,38%	10,38%	10,38%	2.957	42.876	42.876	42.876	40.749	54.616	
<b>TOTAL ACCIONES COTIZADAS (B)</b>				<b>9.002</b>	<b>50.075</b>	<b>50.075</b>	<b>50.075</b>	<b>48.372</b>	<b>61.649</b>	

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

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

(3) Valoración resultante de aplicar un 20% de descuento al valor de mercado a 31.12.2006 de la participación de Dinamia en la sociedad cotizada Nicolás Correa, S.A.

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

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

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

(7) Dinamia participa en Atecsa a través del vehículo Aseguramiento Atecsa, S.L.

(8) Dinamia participa en Holmes Place a través del vehículo Colegiata Invest, S.L.

(9) Dinamia participa en el Grupo Cristher a través del vehículo Deimoral Inversiones 2005, S.L.

(10) Dinamia participa en Capital Safety Group a través del vehículo Glowtrail Limited

(11) Dinamia participa en Serventa a través del vehículo Saint Germain Grupo de Inversiones, S.L.

(12) Dinamia participa en Laude a través del vehículo Colegios Laude, S.L.

CRÉDITOS A PARTICIPADAS				
		Intereses		TOTAL
		Principal	devengados	
Bodybell (6)		19.019	86	19.105
Émfasis (7)		4.181	716	4.897
Holmes Place (8)		7.256	1.654	8.910
Grupo Cristher (9)		7.816	1.024	8.840
Serventa (11)		5.093	541	5.634
Laude (12)		6.753	405	7.158
<b>TOTAL CRÉDITOS A PARTICIPADAS (C)</b>		<b>50.118</b>	<b>4.427</b>	<b>54.545 (C)</b>

<sup>2</sup> Fuente de los múltiplos utilizados: Bloomberg

## Evolución de la actividad durante 2006

- La Junta General de Accionistas de Sociedad Gestora de Televisión Net TV, S.A., en su reunión del 18 de enero aprobó una ampliación de capital por importe de 3.018 miles de euros. La ampliación ha sido suscrita y desembolsada por Dinamia por importe de 69 miles de euros correspondiente a su porcentaje de participación en Sociedad Gestora de Televisión Net TV, S.A. que asciende al 2,29% del capital.
- Con fecha 27 de enero de 2006, la Junta General Universal de la sociedad High Tech Hotels & Resorts, S.A. acordó realizar una ampliación de capital de 2.000 miles de euros mediante la emisión de acciones preferentes. En dicha ampliación, Dinamia suscribió y desembolsó 1.000 miles de euros.

Tras esta operación, Dinamia acumula una inversión total de 13.000 miles de euros en la compañía y ostenta el 45% del capital social de High Tech Hotels & Resorts, S.A.

- Con fecha 28 de marzo de 2006, el Consejo de Administración de la sociedad General de Alquiler de Maquinaria, S.A. acordó iniciar el proceso de su salida a Bolsa, mediante una Oferta Pública de Venta y una Oferta Pública de Suscripción de Acciones. El 13 de junio de 2006 se ejecutaron las mismas y las acciones de GAM fueron admitidas a cotización.
- Con fecha 25 de abril de 2006, Dinamia participó en la adquisición de Servicio de Venta Automática, S.A. con un importe total de 7.188 miles de euros, mediante la suscripción de una ampliación de capital y concesión de un préstamo participativo a la sociedad vehículo Saint Germain Grupo de Inversiones, S.L., de la que ostenta el 46,66% de su capital.
- Con fecha 27 de abril de 2006, la sociedad participada Emfasis Billing & Marketing Service, S.L. adquirió el 100% del capital social de Securpost, S.L. La operación fue financiada enteramente con deuda bancaria asumida por la compradora.
- Con fecha 30 de junio de 2006, Dinamia suscribió, por un importe de 9.004 miles de euros, una ampliación de capital y concesión de un préstamo participativo a la sociedad Colegios Laude, S.L., de la que ostenta el 45,07% del capital. Con los fondos obtenidos de sus accionistas y financiación bancaria, Colegios Laude, S.L. adquirió las sociedades Educación General y Artes, S.L. Colegio Británico de Villareal, S.A., Newton College, S.L. y Centro Internacional El Atillo School, S.A.
- Con fecha 3 de julio de 2006, Morgan Stanley, actuando como Entidad Coordinadora Global y Agente de Estabilización de la OPV y OPS de la participada General de Alquiler de Maquinaria S.A. (GAM), comunicó el ejercicio total de la opción de compra o "green shoe" que afectaba a 572.952 acciones de GAM propiedad de Dinamia. El precio de ejercicio de la citada opción fue de 8,25 euros por acción lo que ha supuesto un ingreso adicional para Dinamia por esta venta de 4,7 millones de euros.
- Con fecha 22 de septiembre de 2006, Dinamia acordó la venta a inversores cualificados, de un montante de 2.020.897 de acciones de General de Alquiler de Maquinaria, S.A., a un precio de 11,06 euros por acción. Dicha venta supone un 7,09% del capital de la sociedad. Tras la operación, Dinamia mantiene 2.956.994 acciones en cartera, lo cual supone un 10,38% del capital de la sociedad.
- Con fecha 29 de Diciembre, se ha completado un proceso de reestructuración societaria y financiera de las sociedades que forman el Grupo Bodybell, así como la cancelación de la deuda financiación original y obtención de una nueva financiación bancaria. Como resultado de dicho proceso Dinamia, junto el resto de inversores, ha recuperado un 105% de su inversión inicial en esta operación, manteniendo la misma participación e interés económico en el grupo resultante. Lo anterior sin perjuicio de que la participación de

Dinamia del 27,63% se ha reducido a un 26,77% como consecuencia de la ampliación de la participación del equipo directivo.

- La Junta General de Accionistas de Dinamia de 29 de Junio de 2006 acordó el reparto entre sus accionistas de 8.379 miles de euros (ó €0,7 por acción), correspondientes a un dividendo. El pago a los accionistas se hizo efectivo durante el mes de Julio de 2006.

### Hechos posteriores a 31 de Diciembre de 2006

- Durante el mes de enero de 2007, Dinamia Capital Privado ha procedido a la venta de la totalidad de la participación que mantenía en la sociedad General de Alquiler de Maquinaria S.A., lo cual ha supuesto la colocación del 10,38% del capital de la sociedad participada, generando una plusvalía para Dinamia de 46.490 miles de euros.
- Con fecha 9 de marzo de 2007, Dinamia suscribió, por un importe de 9.847 miles de euros, una ampliación de capital a la sociedad Limestone Spain, S.L., de la que ostenta el 37,8% del capital, a partir de dicha fecha. Con los fondos obtenidos de sus accionistas y financiación bancaria, Limestone Spain, S.L. ha adquirido el grupo industrial Alcad S.A.

### Comisión de éxito de la gestora Nmás1 Capital Privado

La comisión de éxito de la gestora depende únicamente de las plusvalías efectivamente conseguidas en la venta de las sociedades de la cartera. En cada operación de venta, Nmás1 Capital Privado devenga una comisión de éxito igual al 20% de la plusvalía obtenida, que sólo se hace efectiva una vez que se haya cubierto el coste de adquisición de todas las sociedades adquiridas en el mismo año que la venta (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 2006 a un precio igual al de las valoraciones realizadas por Nmás1 Capital Privado y que se detallan en el presente informe:

#### Cálculo del performance fee teórico a 31.12.2006

NAV a 31.12.2006	315.818
Performance fee teórico	(19.860)
<b>Valor liquidativo a 31.12.2006</b>	<b>295.959</b>

<b>Por acción</b>	<b>24,73 €</b>
-------------------	----------------

## Laude

**LAUDE**  
COLEGIOS

### Educación Privada

Fecha de Inversión Inicial:	Junio 2006
Fecha cierre de contabilidad:	31 Agosto
Importe de adquisición:	9.004 miles de euros
<b>Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:</b>	<b>45,07%</b>
<b>Valoración a 31 de Diciembre de 2006 (miles de euros):</b>	<b>9.409</b>
(incluye el crédito participativo)	

### Resumen de la Transacción

Con fecha 30 de junio de 2006, Dinamia invirtió 9.004 miles de euros en la adquisición de los colegios Educación General y Artes, S.L., Colegio Británico de Vilareal, S.A., Newton College, S.L. y Centro Internacional El Altillo School, S.A., a través de la suscripción de una ampliación de capital por importe de 2.251 miles de euros y un préstamo participativo de 6.753 miles de euros en la sociedad vehículo en Colegios Laude, S.L.

El accionariado de Colegios Laude queda formado por Dinamia y Nmás1 PEF, ambos con un 45,07% de la sociedad y el equipo directivo con el restante 9,86%.

### Descripción de la compañía

Colegios Laude es, desde su creación, la mayor cadena de colegios privados con ánimo de lucro de España, formando a alumnos con edades comprendidas entre los 2 y los 18 años. La cadena dispone actualmente de un total de 5 colegios repartidos por la geografía española: Madrid (2), Alicante (1), Castellón (1) y Cádiz (1).

El proyecto tiene como objetivo la creación de una cadena de entre 25 y 30 colegios en un horizonte temporal de 5 años, que serán gestionados y desarrollados por el equipo gestor.

### Dirección de la compañía

El equipo directivo está compuesto por los socios de Avantya, consultoría española fundada en 1994 que centra sus actividades en el sector educativo. A lo largo de toda la duración del proyecto, el equipo directivo gestionará Colegios Laude a través de Avantya.

Avantya posee una extensa experiencia en el sector educativo, adquirida mediante el asesoramiento en operaciones de M&A a diferentes cadenas en el extranjero, así como la gestión de diferentes colegios, tanto nacionales como extranjeros (i.e. Yago School). Recientemente, Avantya ha llevado a cabo un completo proceso de reestructuración en uno de los colegios adquiridos en la plataforma inicial (El Altillo, en Cádiz), produciendo resultados excelentes.

## Cuenta de Pérdidas y Ganancias

\*Cifras en miles de euros

	Pro-Forma 31.08.2005	Datos estimados <sup>1</sup> 31.08.2006
Ingresos de Explotación	12.838	<b>14.639</b>
EBITDA	1.900	<b>3.129</b>
EBIT	1.571	<b>2.527</b>
BAI	1.125	<b>2.053</b>
Beneficio del ejercicio	-156	<b>313</b>

Cifras ajustadas por los gastos de transacción y gastos no recurrentes

(1) Cuenta PyG de las operativas pre-operación

## Balance de Situación

\*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	Forecast <sup>1</sup>	Pro Forma	<u>PASIVO</u>	Forecast <sup>1</sup>	Pro Forma
	<b>31.08.2006</b>	31.08.2005		<b>31.08.2006</b>	31.08.2005
Inmovilizado	<b>15.824</b>	11.601	Fondos Propios	<b>2.263</b>	1.950
Deferred expenses	<b>279</b>	279	Acreedores a largo plazo	<b>13.510</b>	8.190
Activo Circulante	<b>205</b>	188	Deuda a corto plazo	<b>666</b>	680
Tesorería	<b>1.662</b>	132	Pasivo Circulante	<b>1.531</b>	1.380
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>17.970</b>	12.200	<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>17.970</b>	12.200

(1) Balance de las operativas pre-operación

## Descripción del mercado

El sistema educativo pre-universitario en España representó en 2005 un mercado de 7 millones de alumnos. Este número ha permanecido básicamente constante desde 1998. Los centros educativos pueden ser de tres tipos, dependiendo de la manera en que las escuelas se financian y operan:

- *Colegios públicos*, totalmente financiados y gestionados por el Estado
- *Colegios concertados*, parcialmente financiados por el Sector Público pero gestionados por instituciones privadas (la mayor parte corresponde a instituciones religiosas)
- *Colegios privados*, financiados con fondos privados y gestionados por instituciones privadas

Los colegios privados son el único tipo de centro que ofrece la suficiente autonomía para gestionar el negocio con apenas injerencias desde la Administración. Cuestiones como la libertad de selección de los alumnos, la autonomía de gestión por parte del claustro de profesores, la capacidad de establecer una mayor disciplina, la agilidad en la toma de decisiones educativas y económicas hacen que sean los colegios privados los que logran proveer de un servicio de más calidad y, por tanto, que sea la alternativa preferida para los padres.

Esta mayor calidad se traduce también en un mejor rendimiento académico. Un análisis de los resultados obtenidos en Selectividad en el 2003 reflejó un diferencial de hasta 1 punto, según asignaturas, entre las notas de los alumnos provenientes de centro privados y aquellos que estudiaron en centros públicos.

El mercado de escuelas privadas tiene un valor total estimado de €3.000 millones, y viene creciendo a razón de un 5% anual, principalmente debido al incremento en precios.

Las principales características del sector son:

- Sector poco desarrollado
- Bajo grado de profesionalidad
- Sector atomizado. Inexistencia de ninguna cadena con tamaño relevante
- Exceso de la demanda sobre la oferta. Buena parte de los colegios privados presentan listas de espera importantes

Las previsiones apuntan a un mayor crecimiento dentro de los colegios privados frente al resto del mercado, principalmente por los siguientes motivos:

- **Creciente demanda** de centros concertados y privados, que están aumentando su peso frente a los centros públicos.
- **Dificultades financieras y técnicas de la Administración Pública**, para solucionar la saturación del sector educativo (limitación en los presupuestos y falta del conocimiento necesario para gestionar el sistema educativo público)
- **Preocupación creciente por la calidad de la educación**, llevando a que familias con rentas medias-altas busquen una educación más exclusiva para sus hijos

En particular, el mercado de colegios privados prevé crecer un 2.6% en volumen y 5.7% en valor hasta el 2012, absorbiendo un 24% del total del crecimiento del parque de estudiantes desde el 2004 al 2012.

## Evolución durante el 2006

La compañía ha cerrado el ejercicio auditado a 31 de agosto de 2006 a los niveles esperados. Desde entonces hasta el cierre de año, la compañía se ha centrado en la gestión de la cartera de colegios de que dispone.

Tras la adquisición en el primer semestre de 2006 de cuatro sociedades cuyo objeto es la explotación de cinco colegios privados, Colegios Laude se ha focalizado en la consolidación de los colegios adquiridos y en la mejora de la gestión en cada uno de ellos, no sólo desde el punto de vista económico, sino también académico.

Se espera que durante el ejercicio que ha comenzado el día 1 de septiembre de 2006, Colegios Laude continúe con su proceso de expansión y consolidación en el sector.

## Valoración

Siguiendo las directrices de la EVCA, y dado que no ha transcurrido un año desde su incorporación a la cartera de Dinamia, se valora la inversión en capital a coste de adquisición, esto es, 2.251 miles de euros, a los que hay que añadir el crédito participativo y su devengo de intereses del período por importe de 7.158 miles de euros, lo que hace un total de **9.409 miles de euros**.

## Serventa



### Servicios de Vending

Fecha de Inversión Inicial:	Abril 2006
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Importe de adquisición:	7.188 miles de euros
<b>Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:</b>	<b>46,66%</b>
<b>Valoración a 31 de Diciembre de 2006 (miles de euros):</b>	<b>7.729</b>
<i>(incluye el crédito participativo)</i>	

### Resumen de la Transacción

Con fecha 24 de abril de 2006, Dinamia invirtió 7.188 miles de euros en Serventa. Con esta inversión, Dinamia alcanzó un 46,66% del capital social. Junto con Dinamia, Nmás1 PEF co-invertió en las mismas condiciones e importes. La inversión total en capital de los socios financieros ha ascendido a 14.375 miles de euros, dividido entre acciones ordinarias y préstamo participativo. El resto del capital social está en manos del equipo directivo.

### Descripción de la compañía

Serventa es una de las compañías líderes en el sector de distribución de alimentos y bebidas a través de máquinas de vending. Serventa tiene presencia geográfica en diez comunidades autónomas y un parque de más de 12.000 máquinas expendedoras de bebidas y alimentos que proporcionan servicios de vending a más de 2.500 empresas. La mayoría de los clientes de Serventa son compañías privadas u organismos públicos que requieren bebidas calientes, refrescos, y alimentos para sus empleados.

### Dirección de la compañía

El Director General de la compañía es D. Carlos Odériz. El Sr. Odériz asumió el cargo de Director General, tras permanecer 2 años como Director Comercial de Serventa. D. Jose Alberto Nielfa permanece como Director Financiero. El Sr. Nielfa ha estado vinculado a Altadis 14 años, de los cuales, los últimos 4 han sido como Director Financiero de Serventa.

Adicionalmente, D. Jose Manuel Bermejo, ha asumido la Presidencia no ejecutiva de la compañía. El Sr. Bermejo fue anteriormente Consejero Delegado de Parques Reunidos.

### Cuenta de Pérdidas y Ganancias

*\*Cifras en miles de euros*

	Real 30.06.2006	Pro Forma 31.12.2005	Real 31.12.2006
Ingresos de Explotación	16.581	30.463	<b>24.653</b>
EBITDA	2.678	3.463	<b>3.532</b>
EBIT	372	-1.070	<b>295</b>
BAI	225	-1.653	<b>256</b>
Beneficio del ejercicio	225	-897	<b>256</b>

*Cifras ajustadas por amortización del fondo de comercio de adquisición, gastos de transacción y gastos no recurrentes*

## Balance de Situación

\*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	<b>Real</b>	Pro Forma	<u>PASIVO</u>	<b>Real</b>	Pro Forma
	<b>31.12.2006</b>	31.12.2005		<b>31.12.2006</b>	31.12.2005
Inmovilizado	<b>19.946</b>	21.300	Fondos Propios	<b>-848</b>	13.764
Fondo de Comercio Adq.	<b>10.371</b>	0	Crédito Participativo	<b>11.294</b>	0
Activo Circulante	<b>3.885</b>	5.719	Acreeedores a largo plazo	<b>16.488</b>	8.528
Tesorería	<b>1.427</b>	1.764	Deuda a corto plazo	<b>1.080</b>	1.783
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>35.629</b>	28.783	<b>Pasivo Circulante</b>	<b>7.616</b>	4.708
			<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>35.629</b>	28.783

## Evolución durante el 2006

La compañía ha cerrado el ejercicio 2006 con una cifra de negocio de € 24,7 millones de euros en ventas, en el período que comprende del 1 de mayo, fecha de primera consolidación, al 31 de diciembre de 2006. En dicho período, la compañía ha centrado su actividad en la reorganización societaria, que ha incluido un proceso de racionalización de la plantilla en aquellas áreas en que ésta estaba sobreponderada, un mayor control del gasto, en pleno proceso de integración de las distintas sociedades que componen el grupo, y la unificación de los procesos con los que se pretende hacer de Serventa una unidad de decisión y de negocio.

Con el plan de saneamiento implementado por la directiva de la compañía, el Grupo ha quedado organizado para poder afrontar el ejercicio 2007 con muy buenas perspectivas de crecimiento y de cumplimiento del Business Plan.

## Valoración

Siguiendo las directrices de la EVCA, y dado que no ha transcurrido un año desde su incorporación a la cartera de Dinamia, se valora la inversión en capital a coste de adquisición, esto es, 2.095 miles de euros, a los que hay que añadir el crédito participativo y su devengo de intereses del período por importe de 5.634 miles de euros, lo que hace un total de **7.729 miles de euros**.

## Cristher



### Iluminación exterior

Fecha de Inversión Inicial:	Septiembre 2005
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Importe de adquisición:	12.025 miles de euros
<b>Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:</b>	<b>45,62%</b>
<b>Valoración a 31 de Diciembre de 2006 (miles de euros):</b>	<b>7.470</b>
(incluye el crédito participativo)	

### Resumen de la Transacción

Con fecha 22 de septiembre de 2005, Dinamia invirtió 12.025 miles de euros en Cristher SL y Dopo SL (en adelante Cristher). Con esta inversión, Dinamia alcanzó un 47,16% del capital social. Junto con Dinamia, Nmás1 PEF co-invirtió en las mismas condiciones e importes. La inversión total en capital de los socios financieros ha ascendido a 24.050 miles de euros, dividido entre acciones ordinarias y préstamo participativo. El resto del capital social está en manos de inversores privados.

El precio de compra representa los siguientes múltiplos de entrada (sobre cifras de 2005):

EBITDA	EBIT
6,1x	6,3x

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

### Descripción de la compañía

Cristher es el líder español del mercado de iluminación exterior privado. Con una cuota de mercado del 20%, su posicionamiento en el canal de almacenes de material eléctrico le ha permitido canalizar su crecimiento por medio de los instaladores, diferenciando de esta forma su producto (en términos de calidad, técnica, precio y complejidad en la instalación) del resto de competidores. Cristher dispone del mayor catálogo de productos y referencias del mercado bajo marca propia, lo que le ha generado una importante imagen de marca y calidad frente a sus clientes. Todo lo anterior, junto con la rapidez de entrega, hace de Cristher una empresa con un posicionamiento sólido en el canal donde opera.

### Dirección de la compañía

El Director General de la compañía es D. Alfredo Díaz. El Sr. Díaz se incorporó en enero de 2006, después de dejar el sector de la ferretería tras más de 7 años como Director General de una empresa importante del sector. D. Alfredo Díaz lideró un proceso de integración en el sector de forma exitosa.

D. Alfredo Díaz sustituye así en su labor al antiguo accionista y Presidente, D. Ramón Rocasalbas, si bien éste seguirá vinculado con la empresa realizando labores de producto, proveedores así como otras labores corporativas. El resto de puestos directivos los ocupan las personas que los venían desempeñando anteriormente.

## Cuenta de Pérdidas y Ganancias

\*Cifras en miles de euros

	Real 30.06.2006	Real 31.12.2005	Real 31.12.2006
Ingresos de Explotación	16.072	26.901	<b>31.350</b>
EBITDA	5.174	8.478	<b>9.248</b>
EBIT	5.056	8.222	<b>9.114</b>
BAI	3.353	7.041	<b>7.938</b>
Beneficio del ejercicio	2.182	4.084	<b>6.762</b>

Cifras ajustadas por resultados extraordinarios y gastos de transacción

## Balance de Situación

\*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	Real 31.12.2006	Real 31.12.2005	<u>PASIVO</u>	Real 31.12.2006	Real 31.12.2005
Inmovilizado	<b>1.565</b>	801	Fondos Propios	<b>8.462</b>	7.199
Fondo de Comercio	<b>36.393</b>	38.330	Crédito Participativo	<b>18.747</b>	17.020
Activo Circulante	<b>15.486</b>	13.026	Acreedores a largo plazo	<b>26.115</b>	28.425
Tesorería	<b>7.044</b>	4.724	Deuda a corto plazo	<b>2.771</b>	1.575
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>60.487</b>	56.880	Pasivo Circulante	<b>4.393</b>	2.661
			<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>60.487</b>	56.880

## Descripción del mercado

El mercado de iluminación exterior privada es un nicho dentro del mercado total, con un tamaño estimado de unos 128 millones de euros y con un crecimiento anual cercano al 9% en los últimos 4 años.

El mercado de iluminación se divide en dos grandes familias, interior y exterior, y esta última a su vez se subdivide en iluminación pública y privada. Los mercados de interior, exterior público y exterior privado son muy diferentes en sus características.

- El mercado **interior** presenta crecimientos menores (4,6%), mayor competencia y un incremento en la presión de precios. El diseño es fundamental, hay mucha rotación de producto y obsolescencia.
- El sector **exterior público** se comercializa vía concurso ante la administración pública, con márgenes muy bajos y largas tiradas. Esta dominado por multinacionales.
- El producto **exterior privado** está considerado de carácter técnico, soliendo requerir el apoyo de un instalador, lo que implica una labor de prescripción desde el instalador al cliente final.

La construcción es un factor importante en el desarrollo de este mercado. El hecho de que la ponderación de viviendas enfocadas al exterior, con terraza y jardín haya ganado peso sobre el volumen total de viviendas, ha permitido un mayor crecimiento de Cristher, si bien la reposición de producto sigue siendo la principal fuente de ingresos de la Compañía.

## Evolución durante el 2006

Cristher ha cerrado el ejercicio con conclusiones muy positivas, reflejadas en un crecimiento de aproximadamente el 12% en ventas y un 9% en EBITDA con respecto al año anterior. El principal motivo para dicho crecimiento es el lanzamiento a lo largo del ejercicio 2006 de nuevos catálogos tanto para Cristher como para Dopo. Estos nuevos catálogos han reactivado la venta de los productos de la compañía, pues sus productos ya muestran las nuevas tendencias del mercado, con la correspondiente revisión de los precios, desde el último lanzamiento de catálogos.

Unido al lanzamiento de catálogos, la compañía ha implementado una serie de estrategias a nivel comercial y de gestión, encaminadas a lograr una mayor eficiencia a todos los niveles, que han repercutido en la positiva evolución de la compañía a lo largo del año.

El servicio ha continuado siendo un factor diferencial de cara a la competencia, pues tanto Cristher como Dopo son capaces de servir en el mismo día que el cliente hace el pedido, lo que garantiza al cliente una recepción del producto al día siguiente en cualquier punto de España, permitiéndole no tener que invertir en los productos Cristher.

## Valoración

Se ha realizado una valoración del Grupo Cristher teniendo en cuenta el siguiente criterio:

- Según los múltiplos de compra de la compañía, se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 16.373 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 7.470 miles de euros.
- Comparación con múltiplos de otras empresas del sector europeas, aplicándose un descuento del 30% por iliquidez, con la que se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 66.094 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 30.154 miles de euros a los que hay que añadir el préstamo participativo y su devengo de intereses del período por importe de 8.840 miles de euros, lo que hace un total de 38.994 miles de euros.

Como consecuencia de la buena evolución de la compañía, se ha decidido revalorizar la participación de Dinamia en Cristher. Así, y de acuerdo con los múltiplos de compra, se fija el valor de la compañía en 16.373 miles de euros, con lo que la **participación de Dinamia queda valorada en 7.470 miles de euros.**

Cristher

cifras en miles de euros

	Ventas	EBITDA	EBIT	B° Neto*	C-F	Deuda Neta**
Resultados a 31.12.2006	31.350	9.248	9.114	6.762	6.896	40.589

\*\*Incluye crédito participativo

1) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPRA

	EBITDAx	EBITx	Media	Participación Dinamia
Múltiplos de compra	6,1x	6,3x		45,62%
Valoración	15.916	16.830	16.373	7.470

VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES

	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF	Media	Ajustado por iliquidez	Participación Dinamia
Valoración según comparables	68.560	106.203	96.776	106.141	94.420	66.094	45,62%
						Descuento por iliquidez	30%
<b>Medias</b>	<b>11,8x</b>	<b>16,1x</b>	<b>14,3x</b>	<b>15,4x</b>			
HAGEMEYER NV	10,5x	14,8x	14,2x				
WESCO INTERNATIONAL INC	10,5x		13,8x	12,8x			
SOLAR HOLDING A/S-B SHS		19,3x					
ELECTROCOMPONENTS PLC	15,6x			18,9x			
PREMIER FARNELL PLC	10,6x	13,6x		13,7x			
WW GRAINGER INC			15,0x				
HOUSTON WIRE & CABLE CO							
FASTENAL CO		16,7x					

## Holmes Place Iberia



### Cadena de Gimnasios

Fecha de Inversión Inicial:	Agosto 2005
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Importe de adquisición:	9.070 miles de euros
<b>Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:</b>	<b>20,61%</b>
<b>Valoración a 31 de Diciembre de 2006 (miles de euros):</b>	<b>10.724</b>
(incluye el crédito participativo)	

### Resumen de la Transacción

Con fecha 5 de Agosto de 2005, Dinamia invirtió un importe total entre capital, prima de emisión y préstamo participativo de 9.070 miles de euros en Colegiata Invest, S.A., un vehículo creado con el propósito de adquirir la totalidad del capital de las compañías Holmes Place Holding España S.L. y sus subsidiarias, y Holmes Place Fitness - Gestão e Consultoria em Fitness Lda y sus subsidiarias. Nmás1 PEF ha invertido en las mismas condiciones e importes que Dinamia. De esta forma, el accionariado queda compuesto de la siguiente forma:

- Nmás1 Private Equity Fund 20,6%
- Fondos asesorados por Mercapital 41,2%
- Explorer Investments 6,2%
- Equipo Directivo 11,4%

El precio de compra representa el siguiente múltiplo de adquisición (sobre cifras de 2005):

$$\frac{\text{EBITDA}}{7,1x}$$

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

### Descripción de la compañía

Holmes Place Iberia (en adelante "HPI") es la operadora líder en la Península Ibérica de gimnasios de alta gama. La compañía es propietaria de 15 centros en España y Portugal, 12 bajo la marca "Holmes Place", y 3 bajo la marca "Európolis", que formaban parte de la cadena británica Holmes Place, compañía que cuenta a su vez con más de 80 centros en toda Europa. Holmes Place Health Clubs, funciona en el mercado ibérico desde 1997.

Adicionalmente, opera 2 centros franquiciados de Holmes Place en Portugal. En la actualidad, están bajo construcción 3 centros franquiciados y un centro Holmes Place, que se abrirán en los próximos 18 meses.

## Dirección de la compañía

El equipo gestor de HPI está liderado por Nick Coutts, nombrado Consejero Delegado. El Sr Coutts cuenta con más de 13 años de experiencia en la compañía y ha sido el responsable de "Holmes Place" en España y Portugal desde 1998 hasta la actualidad.

A su vez, el equipo gestor cuenta con Larissa Araujo, Paulo Soares y Josep Viladot como directores regionales de los clubs Holmes Place en España y Portugal y de los clubs Európolis, respectivamente; con Roque Sagniere y Rita Alexandra Mano como Directores Financieros de España y Portugal respectivamente, Julio Pedro Carvalho como Director Comercial y de Marketing, y Andre Groen como Director de Desarrollo, sumando un total de 68 años de experiencia en la industria.

## Cuenta de Pérdidas y Ganancias

\*Cifras en miles de euros

	Real 30.06.2006	Real 31.12.2005	Real 31.12.2006
Ingresos de Explotación	30.566	57.718	<b>59.513</b>
EBITDA	7.860	15.304	<b>15.014</b>
EBIT	5.375	10.065	<b>10.998</b>
BAI	n.d.	n.d.	<b>(1.677)</b>
Beneficio del ejercicio	n.d.	n.d.	<b>(1.677)</b>

Las cuentas no incluyen el Fondo de Comercio ni los gastos derivados de la transacción, así como tampoco los resultados extraordinarios

## Balance de Situación

\*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	Real	Real	<u>PASIVO</u>	Real	Real
	31.12.2006	31.12.2005		31.12.2006	31.12.2005
Inmovilizado	<b>71.421</b>	58.727	Fondos Propios	<b>10.436</b>	6.628
Fondo de Comercio	<b>49.399</b>	53.165	Crédito Participativo	<b>38.383</b>	33.322
Activo Circulante	<b>3.607</b>	5.084	Acreedores a largo plazo	<b>63.973</b>	69.263
Tesorería	<b>3.463</b>	5.523	Deuda a corto plazo	<b>6.603</b>	1.624
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>127.890</b>	122.499	Pasivo Circulante	<b>8.495</b>	11.662
			<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>127.890</b>	122.499

## Descripción del mercado

Según el FNEID (Federación Nacional de Empresarios de Instalaciones Deportivas), España tiene aproximadamente 6.000 centros. Según KPMG la facturación del sector alcanzó aproximadamente 1.722 millones de euros en 2004, habiéndose alcanzado un crecimiento anual acumulado superior al 15% desde el 2000.

De acuerdo con AGAP, Asociación Portuguesa de Gimnasios, hoy Portugal tiene 1.000 centros, lo que supone un crecimiento significativo desde aproximadamente 750 centros en 2002. Si bien no se dispone de estadísticas, asumiendo un gasto medio mensual por socio de 50 euros y un tamaño medio de 515 socios por centro, el tamaño del mercado portugués se estimaría en una facturación de 309 millones de euros.

El sector está en auge, gracias un incremento de participación deportiva por parte de la población con ingresos por encima de la media, una población cada vez más concienciada

con la forma física, y con los problemas que genera la obesidad, así como el incremento del uso de gimnasios como centros sociales.

El mercado ibérico de centros permanece muy fragmentado con un gran número de pequeños operadores, o de clubs independientes, lo que supone una oportunidad para consolidar el sector.

## **Evolución durante el 2006**

Como ya apuntaba en el primer semestre del ejercicio, Holmes Place Iberia ha evolucionado satisfactoriamente en 2006. La compañía se ha mantenido a niveles del ejercicio 2005, impactada no obstante por la alta densidad relativa de los gimnasios Holmes Place Portugal y el estancamiento de la economía portuguesa, la cual sufre un estancamiento desde hace cuatro años.

La ralentización en la captación de nuevos socios se ha compensado con la mejora de la rentabilidad por afiliado, logrando a su vez la progresiva sustitución de los socios "off-peak" por socios completos. A su vez, se ha logrado incrementar los ingresos secundarios, producidos por la venta de productos y, sobre todo, por el desarrollo de la figura del "Entrenador Personal".

No obstante, pese al incremento del 3% en la cifra de negocio de la compañía, el EBITDA se ha resentido del empeoramiento de márgenes, bajando un 2% si lo comparamos con el 2005.

La compañía espera para 2007 un crecimiento derivado de la apertura o adquisición de nuevos centros en grandes ciudades españolas, principalmente en Madrid.

## **Valoración**

Una vez transcurrido más de un año desde su incorporación a la cartera de Dinamia, se mantiene la valoración de la inversión a su coste de adquisición, siguiendo un criterio prudente. Por ello, la valoración de la inversión es de 1.814 miles de euros, a los que hay que añadir el préstamo participativo y su devengo de intereses del período por importe de 8.910 miles de euros, lo que hace un total de **10.724 miles de euros**.

## Aseguramiento Atecsa



### Inspección Técnica de Vehículos

Fecha de Inversión Inicial:	Julio 2005
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Importe de adquisición:	7.125 miles de euros
<b>Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:</b>	<b>50,00%</b>
<b>Valoración a 31 de Diciembre de 2006 (miles de euros):</b>	<b>7.125</b>

### Resumen de la Transacción

Con fecha 5 de julio de 2005, Dinamia adquirió el 100% del capital social de Aseguramiento Técnico de Calidad, S.A. ("Atecsa"). Dicha inversión se materializó mediante la aportación de fondos propios por un importe total entre capital y prima de emisión de 7.125 miles de euros. El accionariado final queda formado a partes iguales por Dinamia y Nmás1 PEF, cada uno con un 50% del capital social.

### Descripción de la compañía

Atecsa es una de las sociedades concesionarias que operan el servicio de Inspección Técnica de Vehículos en la Comunidad Autónoma de Valencia, en concreto el lote número IV que comprende las estaciones de Gandía, Játiva, Alzira, Onteniente, Ondara y Alcoy.

Atecsa es, por número de inspecciones realizadas en el año 2005, el mayor de los concesionarios de esta actividad en la Comunidad Autónoma de Valencia, con más de 275.000 inspecciones en sus 6 estaciones fijas y 2 móviles.

### Dirección de la compañía

El Director General de la compañía es D. Manuel Trigo. El Sr Trigo desarrolla sus funciones desde la entrada de Dinamia en el accionariado. Anteriormente había trabajado en un variado número de industrias.

Adicionalmente al Sr Trigo, y en la misma fecha, se incorporó D. Iván Alegre como Director Financiero de la compañía. No obstante, la operativa de la compañía sigue siendo gestionada por las personas que lo venían haciendo anteriormente.

## Cuenta de Pérdidas y Ganancias

\*Cifras en miles de euros

Ingresos de Explotación  
EBITDA  
EBIT  
BAI

Beneficio del ejercicio

*Cifras ajustadas por gastos extraordinarios, no recurrentes y gastos de transacción*

	Real 30.06.2006	Real 31.12.2005	Real 31.10.06
Ingresos de Explotación	5.568	10.402	<b>11.038</b>
EBITDA	2.982	4.668	<b>5.823</b>
EBIT	2.605	4.012	<b>5.082</b>
BAI	1.498	3.804	<b>2.809</b>
Beneficio del ejercicio	1.385	2.944	<b>2.809</b>

## Balance de Situación

\*Cifras en miles de euros

### ACTIVO

	Real 31.10.06	Real 31.12.2005
Inmovilizado	<b>8.715</b>	8.944
Fondo de Comercio	<b>50.999</b>	-
Activo Circulante	<b>188</b>	626
Tesorería	<b>2.594</b>	1.355
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>62.496</b>	10.924

### PASIVO

	Real 31.10.06	Real 31.12.2005
Fondos Propios	<b>11.220</b>	2.882
Acreedores a largo plazo	<b>47.260</b>	4.983
Deuda a corto plazo	<b>3.146</b>	73
Pasivo Circulante	<b>871</b>	2.987
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>62.497</b>	10.924

## Descripción del mercado

En España, el servicio de Inspección Técnica de Vehículos se desarrolla de manera pública o privada, típicamente mediante concesión administrativa a largo plazo adjudicada por las distintas Comunidades Autónomas a compañías privadas. El sector se caracteriza por un crecimiento sostenido y muy predecible, así como por un perfil de riesgo bajo debido al marco legal en el que opera.

El tamaño total de mercado es de aproximadamente 300 millones de euros, con una infraestructura total de 264 estaciones (fijas) distribuidas en todo el territorio nacional.

Los principales factores de crecimiento son:

- ✓ Progresivo incremento en el número de matriculaciones en España, y por tanto en el número de automóviles.
- ✓ Incremento en el índice de cumplimiento de la inspección por parte de los dueños de vehículos, derivado principalmente de una mayor conciencia respecto a la seguridad, así como de un entorno regulatorio más estricto (carné de puntos). El índice de cumplimiento en España es de aproximadamente un 68%, frente a un 78% en Francia o un 85% en Alemania.
- ✓ Introducción de inspecciones obligatorias adicionales. Ejemplos de lo anterior son sonometría (recientemente introducido en la Comunidad Autónoma de Valencia), electrónica, seguridad...
- ✓ Un probable alineamiento entre la frecuencia de obligación de cumplir con la ITV entre España y la media Europea (3 años después de matriculación versus 4 actuales).

La Comunidad Autónoma de Valencia está compuesta de 7 concesiones que ofrecen el servicio de ITV a través de sus estaciones en todo el territorio autónomo. El tamaño estimado de mercado es de 40 millones de euros (1,4 millones de inspecciones anuales).

### **Evolución durante el 2006**

La evolución de Atecsa finalmente durante el ejercicio 2006 ha sido positiva, siguiendo la línea marcada en el primer semestre y en el ejercicio anterior. El incremento en ventas de entorno al 6% respecto del mismo periodo el año anterior proviene tanto del crecimiento en el número de inspecciones como del aumento de tarifas, si lo comparamos con el año 2005.

Para el ejercicio 2007, se espera obtener mejores resultados en servicios alternativos, como las inspecciones en sonometría y ruidos, las cuales no han seguido la línea marcada por el ejercicio anterior, debido a la menor incidencia de los ciclomotores inspeccionados.

### **Valoración**

Una vez transcurrido un año desde su incorporación a la cartera de Dinamia, se mantiene la valoración de la inversión a su coste de adquisición, siguiendo un criterio de prudencia. Por ello, la valoración de la inversión es de 14.250 miles de euros para el 100% de la inversión, lo que supone valorar la participación de Dinamia en **7.125 miles de euros**.

## émfasis



### Servicios de mailing y billing

Fecha de Inversión Inicial:	Abril 2005
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Importe de adquisición:	8.063 miles de euros
<b>Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:</b>	<b>46,41%</b>
<b>Valoración a 31 de Diciembre de 2006 (miles de euros):</b>	<b>8.779</b>
(incluye el crédito participativo)	

### Resumen de la Transacción

Con fecha 20 de abril de 2005, Dinamia alcanzó un acuerdo para invertir 8.062 miles de euros en la compañía "Émfasis Billing & Marketing Services, S.L.", vehículo utilizado para la adquisición del 100% de las sociedades Nueva Publimail, S.L., Mecapost, S.A. e Informática Proceso y Cálculo, S.L. Dicha inversión consistió en la suscripción de una ampliación de capital por importe de 3.881 miles de euros y un préstamo participativo de 4.181 miles de euros.

Con fecha 27 de abril de 2006, émphasis adquirió, mediante financiación bancaria en su totalidad, el 100% del capital social de la sociedad Securpost, S.L.

El accionariado de émphasis queda formado por Dinamia y Nmás1 PEF, ambos con un 46,41% de la sociedad cada uno y el equipo directivo con el restante 7,2%.

El precio de compra, una vez ajustado por pagos aplazados sujetos a la evolución de los resultados de 2005 y la posterior adquisición de Securpost, S.L. en 2006, representa los siguientes múltiplos de entrada (sobre cifras de 2005):

EBITDA*	EBIT
6,1x	9,6x

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

### Descripción de la compañía

El Grupo émphasis supone la creación de un grupo líder en el fragmentado sector del mailing y el billing. Mediante la adquisición de dos de las principales compañías del sector, se ha creado la compañía referente en la industria, posición que se ha reforzado con la adquisición de Securpost en abril de este mismo año.

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

## Dirección de la compañía

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

Adicionalmente, la cúpula del equipo directivo se ha reforzado en las principales posiciones (Director Financiero, Comercial y de Producción).

## Cuenta de Pérdidas y Ganancias

\*Cifras en miles de euros

	Pro Forma 30.06.2006	Real 31.12.2005	Real 31.12.2006
Ingresos de Explotación	16.557	21.887	<b>29.061</b>
EBITDA	2.736	5.182	<b>5.045</b>
EBIT	1.506	3.226	<b>4.615</b>
BAI	427	1.888	<b>1.532</b>
Beneficio del ejercicio	329	1.066	<b>973</b>

Cifras ajustadas por amortización del Fondo de Comercio de adquisición, gastos de transacción y gastos no recurrentes

## Balance de Situación

\*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	Real	Real	<u>PASIVO</u>	Real	Real
	31.12.2006	31.12.2005		31.12.2006	31.12.2005
Inmovilizado	<b>6.363</b>	4.444	Fondos Propios	<b>5.507</b>	7.804
Fondo de Comercio	<b>27.414</b>	20.963	Crédito Participativo	<b>6.272</b>	8.955
Activo Circulante	<b>17.503</b>	9.663	Acreedores a largo plazo	<b>21.050</b>	14.209
Tesorería	<b>2.874</b>	2.355	Deuda a corto plazo	<b>3.169</b>	601
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>54.155</b>	37.426	Pasivo Circulante	<b>18.157</b>	5.857
			<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>54.155</b>	37.426

## Descripción del mercado

### Sector del Mailing

#### Descripción

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

#### Principales características del sector:

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

### Sector del Billing

#### Descripción

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

*Principales características:*

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

## **Evolución durante el 2006**

Émfasis ha cerrado el ejercicio 2006 por debajo de las expectativas marcadas a principios de año. La compañía muestra un crecimiento en ventas pero, no obstante, no ha alcanzado un cumplimiento pleno del presupuesto marcado para este ejercicio.

El recorte en las ventas respecto a previsiones, fundamentalmente en el negocio de Marketing Services, unido a no haber conseguido aflorar todas las sinergias esperadas en la integración de la última adquisición del grupo (Mecapost) son los principales motivos de la diferencia con respecto a las previsiones iniciales.

El proceso de integración no obstante, ha sido prácticamente concluido, con lo que las previsiones para 2007 son mucho más positivas. La compañía, durante el proceso de optimización de su sistema productivo, ha sido capaz de fidelizar a sus grandes clientes, con lo que ha demostrado una notable capacidad para aclimatar su estructura productiva para afianzar la confianza de sus grandes cuentas, sobre todo en el negocio de Billing, un negocio que ha tenido un comportamiento notablemente positivo en el ejercicio.

La compañía espera una notable mejora de márgenes en el 2007, con el proceso de integración ya finalizado, mientras que el proceso de build-up continúa su curso, esperando que sigan las adquisiciones a lo largo del ejercicio.

## **Valoración**

Una vez transcurrido un año desde su incorporación a la cartera de Dinamia, se mantiene la valoración de la inversión a su coste de adquisición dada la evolución de la compañía, siguiendo un criterio prudente. Por ello, la valoración de la inversión es de 3.881 miles de euros, a los que hay que añadir el crédito participativo y su devengo de intereses del período por importe de 4.897 miles de euros, lo que hace un total de **8.779 miles de euros**.

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

- Según los múltiplos de compra de la compañía, se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 9.984 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 4.634 miles de euros.
- Comparación con múltiplos de otras empresas del sector europeas, aplicándose un descuento del 30% por iliquidez, con la que se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 15.863 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 7.363 miles de euros a los que hay que añadir el crédito

participativo y su devengo de intereses del período por importe de 4.897 miles de euros, lo que hace un total de 12.260 miles de euros.

Dada la dificultad para encontrar comparables, se ha optado por considerar una muestra de compañías de outsourcing de servicios a empresas.

**Émfasis**

*cifras en miles de euros*

	Ventas	EBITDA	EBIT	Bº Neto	C-F	Deuda Neta*
Resultados a 31.12.2006	29.061	5.045	4.615	973	1.402	27.617

\*Incluye crédito participativo

**1) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPRA**

-

	EBITDAx	EBITx	Media	Participación Dinamia
Múltiplos de compra	6,1x	9,6x		46,41%
Valoración	3.260	16.709	9.984	4.634

**2) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES**

	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF	Media	Ajustado por iliquidez	Participación Dinamia	46,41%
Valoración según comparables	20.246	34.257	14.932	21.213	22.662	15.863	7.363	
						Descuento por iliquidez		30%
Medias	9,5x	13,4x	15,3x	15,1x				
ADECCO SA-REG		17,0x						
AGGREKO PLC	8,5x	15,4x						
BUNZL PLC	10,6x	12,4x	16,4x	13,0x				
DAVIS SERVICE GROUP PLC		10,1x	11,4x					
MITIE GROUP PLC		15,8x		17,7x				
RENTOKIL INITIAL PLC	8,6x	14,1x	11,2x					
SECURITAS AB-B SHS								
VEDIOR NV-CVA	9,9x	11,1x	14,3x	12,0x				
PROSEGUR COMP SEGURIDAD-REGD	9,9x	13,0x	19,4x	12,5x				
RANDSTAD HOLDING NV		13,7x	16,3x	20,5x				
GROUP 4 SECURICOR PLC		11,4x	18,4x					

## Bodybell



### Cadena de Perfumerías

Fecha de Inversión Inicial:	Abril 2005
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Importe de adquisición:	19.039 miles de euros
<b>Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:</b>	<b>26,77%</b>
<b>Valoración a 31 de Diciembre de 2006 (miles de euros):</b>	<b>26.625</b>
(incluye el crédito participativo)	

### Resumen de la Transacción:

Con fecha 18 de marzo, Dinamia alcanzó un acuerdo para la inversión de 21.500 miles de euros en la compañía The Beauty Bell Chain, S.L., vehículo utilizado para la adquisición de una participación del 100% en las sociedades Ibérica de Droguería y Perfumería, S.A. y Compañía de Almacenaje, Distribución y Servicios, S.A. (en adelante "Bodybell"). Dicho acuerdo, incluía la suscripción de una ampliación de capital y un préstamo participativo. La participación final en el capital de Dinamia en The Beauty Bell Chain, S.L. fue de 27,64%. La operación fue comunicada al Servicio de Defensa de la Competencia y aprobada por este organismo el 18 de abril de 2005.

Con fecha 29 de diciembre, el Grupo finalizó un proceso de reestructuración societaria y financiera, con la firma de una nueva estructura de deuda financiera con un nuevo grupo de bancos, lo cual ha supuesto la cancelación de su deuda original. Dicha operación ha supuesto para Dinamia, al igual que para el resto de sus accionistas, la recuperación de un 105% de su inversión original. Dicha operación también ha supuesto una leve dilución de la participación de todos los socios, con el fin de dar una mayor participación al equipo directivo. Tras dicha dilución, Dinamia cuenta con una participación del 26,77% en el capital de la sociedad.

El resto del accionariado está compuesto por Nmás1 PEF (con un 26,77%), otros inversores financieros, familias vendedoras y el equipo directivo.

### Descripción de la compañía

A través de más de 120 tiendas en España, Bodybell es una de las principales cadenas del denominado canal de Droguería y Perfumería Moderna en España. Las actividades del grupo incluyen el comercio al por menor de artículos de perfumería selectiva, perfumería de consumo y droguería, así como comercio al por mayor de productos de droguería y perfumería de consumo.

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

### Dirección de la compañía

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

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

## Cuenta de Pérdidas y Ganancias

\*Cifras en miles de euros

	Real 30.06.2006	Real <sup>(1)</sup> 31.12.2005	Real 31.12.2006
Ingresos de Explotación	95.267	182.883	<b>193.006</b>
EBITDA	13.927	25.970	<b>28.427</b>
EBIT	11.548	21.488	<b>23.310</b>
BAI	5.668	13.717	<b>11.266</b>
Beneficio del ejercicio	5.668	9.829	<b>7.468</b>

Cifras ajustadas por amortización del fondo de comercio de adquisición,

gastos de transacción y gastos no recurrentes

## Balance de Situación

\*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	Real 31.12.2006	Real 31.12.2005	<u>PASIVO</u>	Real 31.12.2006	Real 31.12.2005
Inmovilizado	<b>31.752</b>	22.296	Fondos Propios	<b>-75.561</b>	18.604
Fondo de Comercio	<b>125.217</b>	132.105	Crédito Participativo	<b>185.085</b>	59.339
Activo Circulante	<b>64.779</b>	55.137	Deuda largo plazo	<b>94.515</b>	113.018
Tesorería	<b>33.577</b>	7.996	Deuda corto plazo	<b>15.171</b>	1.088
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>255.324</b>	217.534	Pasivo Circulante	<b>36.115</b>	25.484
			<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>255.324</b>	217.534

## Descripción del mercado

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

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

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

## Evolución durante el 2006

Como ya demostró en el primer semestre, Bodybell ha mantenido en el cierre del ejercicio un crecimiento por encima de mercado en el principal segmento de la compañía (la distribución al por menor en tiendas especializadas). El fuerte crecimiento en ventas y EBITDA con respecto a 2005, se deben en gran medida a la agresiva política que el grupo viene realizando en términos de apertura de puntos de venta, lo cual ha generado un notable esfuerzo comercial y su consiguiente crecimiento orgánico.

La compañía ha cerrado el 2006 con 119 puntos de venta operativos, siendo capaz de compaginar dicha política de aperturas con el proceso de reestructuración financiera y societaria, con la culminación de la refinanciación total de su deuda financiera, llevada a cabo en diciembre de 2006. Ello ha supuesto la cancelación de su estructura de deuda original, en prácticamente un año de vida, con la entrada de un nuevo sindicato de bancos.

Dicho proceso de reestructuración ha supuesto para Dinamia la recuperación del 105% de su inversión inicial, manteniendo prácticamente la misma participación e interés económico en la compañía, el cual, tras una leve dilución para dar una mayor participación a los ejecutivos de la compañía, asciende para Dinamia a un 26,77% del capital del Grupo Bodybell.

## Valoración

Se ha realizado una valoración del Grupo Bodybell teniendo en cuenta el siguiente criterio:

- Comparación con múltiplos de otras empresas del sector europeas, aplicándose un descuento del 30% por iliquidez, con la que se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 28.092 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 7.520 miles de euros a los que hay que añadir el préstamo participativo y su devengo de intereses del período por importe de 19.105 miles de euros, lo que hace un total de 26.625 miles de euros.

Como consecuencia de la operación de refinanciación de la compañía, la valoración de la participación de Dinamia en Bodybell se ha realizado teniendo únicamente en cuenta múltiplos de mercado, se fija el valor de la compañía en 28.092 miles de euros, con lo que la participación de Dinamia asciende a 7.520 miles de euros, a los que hay que añadir el préstamo participativo y su devengo de intereses del período por importe de 19.105 miles de euros, por lo que **la participación de Dinamia queda valorada en 26.625 miles de euros.**

Bodybell

cifras en miles de euros

	Ventas	EBITDA	EBIT	Bº Neto	C-F	Deuda Neta*
Resultados a 31.12.2006	193.006	28.427	23.310	7.468	12.586	261.193

\*Incluye crédito participativo

2) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES

Valoración según comparables	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF	Media	Ajustado por iliquidez	Participación Dinamia
					40.132	28.092	26,77%
	(8.563)	(32.122)	85.825	115.387			7.520

Descuento por iliquidez

30%

	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF
<b>Medias</b>	<b>8,9x</b>	<b>9,8x</b>	<b>11,5x</b>	<b>9,2x</b>
BARNES & NOBLE INC		10,3x		8,1x
BED BATH & BEYOND INC	9,9x	11,2x		
GUITAR CENTER INC				
HMV GROUP PLC	4,6x	6,6x	9,3x	5,6x
MICHAEL HILL INTL LTD	10,9x	14,1x		11,9x
OFFICE DEPOT INC				
PARIS MIKI INC		7,5x	13,7x	
WH SMITH PLC		9,3x		11,1x
STAPLES INC	10,1x			

## Grupo Segur Ibérica



### Servicios de Seguridad

Fecha de Inversión Inicial:	Marzo 2004
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Importe de adquisición:	9.724 miles de euros
<b>Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:</b>	<b>17,86%</b>
<b>Valoración a 31 de Diciembre de 2006 (miles de euros):</b>	<b>9.724</b>

### Resumen de la Transacción:

El 23 de Marzo de 2004, Dinamia completó una inversión de 9.500 miles de euros en la compañía Coranzuli S.L., vehículo creado para la adquisición del 100% de la sociedad holding del Grupo Segur Ibérica (en adelante Segur Ibérica). Dicha inversión, materializada mediante la suscripción de una ampliación de capital de acciones ordinarias por los importes señalados, le reportó una participación final en el capital de Segur Ibérica del 18,1%. Posteriormente y tras la entrada de los directivos en el accionariado, el porcentaje de Dinamia en el capital social de Segur Ibérica pasó al 17,86%.

A finales de 2004, finalizó el proceso de fusión por el que Segur Ibérica, S.A. pasa a ser la sociedad holding del Grupo absorbiendo Coranzuli S.L. Segur Ibérica S.A. tiene ahora dos filiales: Segur Control, S.A. y Consorcio de Servicios S.A.

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

#### **Accionariado:**

Dinamia	17,8%
Nmás1 PEF LP	17,8%
Corpfin Capital	35,6%
MCH Private Equity	13,1%
Espiga Capital	11,3%
Management	4,4%
<b>Total</b>	<b>100,0%</b>

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

EBITDA*	EBIT
7,1x	7,8x

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

## Descripción de la compañía

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

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

## Dirección de la compañía

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

En octubre de 2004 se procedió a la contratación de D. José Luis Novales, antiguo Director General de Vinsa (empresa de vigilancia del Grupo ONCE), para hacerse cargo de la Dirección General de Segur Ibérica. Junto al Sr Novales también se incorporan D. Ángel Ruiz, como Director Comercial y D. Eduardo Gutiérrez como Director Técnico. Ambos trabajaron con el Sr Novales anteriormente en Vinsa y tienen una amplia experiencia en seguridad privada.

## Cuenta de Pérdidas y Ganancias

\*Cifras en miles de euros

	Real 30.06.2006	Real 31.12.2005	Real 31.12.2006
Ingresos de Explotación	94.071	186.140	<b>199.117</b>
EBITDA	6.581	17.303	<b>11.507</b>
EBIT	5.914	15.614	<b>10.245</b>
BAI <sup>(1)</sup>	4.225	13.746	<b>6.897</b>
Beneficio del ejercicio <sup>(1)</sup>	2.747	10.273	<b>5.575</b>

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

## Balance de Situación

\*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	Real	Pro Forma	<u>PASIVO</u>	Real	Pro Forma
	31.12.2006	31.12.2005		31.12.2006	31.12.2005
Inmovilizado	<b>9.593</b>	12.403	Fondos Propios	<b>60.677</b>	60.432
Fondo de Comercio	<b>82.884</b>	85.277	Acreedores a largo plazo	<b>44.343</b>	51.938
Activo Circulante	<b>66.907</b>	65.510	Prov. Riesgos y Gastos	<b>2.053</b>	2.467
Tesorería	<b>3.452</b>	1.243	Deuda a corto plazo	<b>16.743</b>	9.315
TOTAL ACTIVO	<b>162.835</b>	164.433	Pasivo Circulante	<b>39.020</b>	40.281
			TOTAL PASIVO	<b>162.835</b>	164.433

## Descripción del mercado

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

Servicios de vigilancia:

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

Instalación y gestión de alarmas:

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

Instalación de sistemas de seguridad:

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

## Evolución durante el 2006

El grupo Secur Ibérica ha cerrado el ejercicio 2006 con un crecimiento del 7% en ventas con respecto al ejercicio anterior, siendo el área de vigilancia el principal motor de crecimiento del Grupo. Las ventas totales del grupo ascienden entorno a los 200 millones de euros, de las cuales prácticamente un 80% correspondió al área de vigilancia.

Como ya se vio en el primer semestre del ejercicio, el segmento de grandes obras de sistemas de seguridad ha sido el que más ha lastrado el resultado y el EBITDA, debido a que en este ejercicio ha repercutido la finalización de las obras de la Ciudad Financiera del Banco Santander y en Marruecos. Dicho bajón en ventas, unido al empeoramiento de márgenes han repercutido directamente en el EBITDA de este ejercicio.

Para el próximo ejercicio, el Grupo Secur Ibérica espera un fortalecimiento de su Core Business a la vez que una mayor actividad comercial en el resto de líneas de negocio, como el segmento de control y detección de incendios, la cual tras la adquisición de una sociedad en el ejercicio precedente, ha mostrado un buen comportamiento.

Por otro lado, los accionistas del Grupo Secur Ibérica, entre ellos Dinamia Capital Privado, adquirieron el Grupo EAS a finales del ejercicio 2006, con el objeto de fortalecer las líneas de negocio menos desarrolladas: alarmas y sistemas de seguridad.

Los accionistas han realizado la operación a través del vehículo de inversión Hortus Mundi S.L., vehículo en el que participan en la misma proporción que en el Grupo Secur Ibérica. Dicha adquisición será fusionada con el Grupo Secur a lo largo del ejercicio 2007.

## Valoración

Dada la evolución de la compañía, se mantiene la valoración de la inversión a su coste de adquisición, siguiendo un criterio de prudencia. La valoración por tanto de la participación de Dinamia en Secur Ibérica es de **9.724 miles de euros**.

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

- Según los múltiplos de compra de la compañía, se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 23.179 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 4.140 miles de euros.

- Comparación con múltiplos de otras empresas del sector europeas, aplicándose un descuento del 30% por iliquidez, con la que se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 54.432 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 9.721 miles de euros.

**Grupo Segur Ibérica**

*cifras en miles de euros*

	Ventas	EBITDA	EBIT	Bº Neto	C-F	Deuda Neta*
Resultados a 31.12.2006	199.117	11.507	10.245	5.575	6.837	57.634

**1) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPRA**

	EBITDAx	EBITx	Media	Participación Dinamia
Múltiplos de compra	7,1x	7,8x		17,86%
Valoración	24.374	21.985	23.179	4.140

**2) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES**

	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF	Media	Ajustado por iliquidez	Participación Dinamia
Valoración según comparables	57.654	74.512	107.223	71.651	77.760	54.432	9.721
						Descuento por iliquidez	30%
<b>Medias</b>	<b>10,0x</b>	<b>12,9x</b>	<b>19,2x</b>	<b>10,5x</b>			
ADECCO SA-REG	12,8x	15,1x					
AGGREKO PLC	7,0x	13,7x	18,0x	7,3x			
BUNZL PLC	9,1x	10,2x		10,5x			
DAVIS SERVICE GROUP PLC							
MITIE GROUP PLC	10,0x	12,0x	17,0x	13,1x			
RENTOKIL INITIAL PLC	7,6x	12,3x					
SECURITAS AB-B SHS	10,0x	14,8x	17,2x	10,1x			
PROSEGUR COMP SEGURIDAD-REGD	9,4x	12,6x	18,2x	11,5x			
RANDSTAD HOLDING NV	15,9x		21,3x				
GROUP 4 SECURICOR PLC	8,3x	12,5x	23,6x	10,3x			

## General de Alquiler de Maquinaria (GAM)



### Alquiler de Maquinaria

Fecha de Inversión:	Julio 2003/ Julio 2004
Cantidad invertida:	2.957 miles de euros
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
<b>Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:</b>	<b>10,38%</b>
<b>Valoración a 31 de Diciembre de 2006 (miles de euros):</b>	<b>42.876</b>

### Resumen de la Transacción:

En julio de 2003 Dinamia inició este proyecto de build-up en el sector de alquiler de maquinaria. El proyecto consistió en la adquisición de tres compañías líderes en el sector de alquiler de maquinaria y grúas que sirvieron como plataforma para la consolidación del sector. La transacción incluyó la adquisición del 100% de Alquioviedo (Asturias) y Cabrera (Andalucía) y del 100%, en dos fases, de Aldaiturriaga (País Vasco, Madrid y Levante). Posteriormente se han adquirido varias compañías adicionales.

### Descripción de la compañía

GAM nace como consecuencia de la integración de tres compañías relevantes en un sector extremadamente fragmentado (Alquioviedo, Aldaiturriaga y Cabrera). Con posterioridad, se adquirieron TC Renta Más (50% que no era de su propiedad) y SAFE 2000 (2004) y J. Crespo (2005). El objetivo inicial fue crear una plataforma inicial de tamaño suficiente que dotase al grupo original con una cobertura geográfica completa en la Península Ibérica, con bases operativas en todas las grandes áreas y una gama de productos extensa y profunda que permita a la compañía ofrecer a sus clientes un servicio completo.

Desde el punto de vista de clientes, además de seguir prestando servicio a los constructores locales, como venían haciendo las compañías adquiridas, GAM se ha convertido en un referente de servicio homogéneo para las grandes constructoras nacionales en todo el territorio español.

### Dirección de la compañía

D. Pedro Luis Fernández lidera este proyecto. El Sr. Fernández cuenta con gran experiencia en el sector, al que lleva ligado unos 20 años, habiendo dirigido en el pasado su propia compañía en el sector (Caprisa).

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

## **Evolución durante el 2006**

Con respecto a la evolución de la compañía en el ejercicio 2006, nos remitimos a la información pública periódica de la entidad, publicada a su vez por el organismo regulador (CNMV).

## **Valoración**

Como consecuencia de su salida a Bolsa, la participación de Dinamia en GAM se valora a su cotización de mercado. De acuerdo con el número de acciones y su cotización, y teniendo en cuenta gastos de operación pendientes de pago, la **participación de Dinamia queda valorada en 42.876 miles de euros.**

## High Tech Hoteles



### Gestión de una cadena de hoteles

Fecha de Inversión:	Enero 2003 / Enero 2004/ Octubre 2005
Cantidad invertida:	13.000 miles de euros
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
<b>Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:</b>	<b>45,11%</b>
<b>Valoración a 31 de Diciembre de 2006 (miles de euros):</b>	<b>31.149</b>

### Resumen de la Transacción:

En enero de 2003, Dinamia invirtió 9.500 miles de euros en la cadena hotelera High Tech, en una operación mixta de adquisición de acciones y suscripción de una ampliación de capital. El capital de la compañía se estructuró con acciones ordinarias y preferentes. En febrero de 2004 y en Octubre 2005, Dinamia invirtió 1.750 y 750 miles de euros, respectivamente, adicionales a la inversión inicial, como parte del compromiso de inversión adquirido con el equipo directivo en el momento de la inversión inicial.

Nmás1 Private Equity Fund LP, ha invertido la misma cantidad y en las mismas condiciones que Dinamia. Adicionalmente, el equipo directivo ostenta una participación del 10,92%.

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

Con fecha 27 de enero de 2006, la Junta General Universal de la sociedad High Tech Hotels & Resorts, S.A. acordó realizar una ampliación de capital de 2.000 miles de euros mediante la emisión de acciones preferentes. En dicha ampliación, Dinamia suscribió y desembolsó 1.000 miles de euros.

Tras esta operación, Dinamia acumula una inversión total de 13.000 miles de euros en la compañía y ostenta el 45% del capital social de High Tech Hotels & Resorts, S.A.

### Descripción de la compañía

High Tech Hotels & Resorts SA, es una cadena hotelera centrada en el segmento de tres estrellas y tres plus, enfocada a clientes de negocios y turísticos de ciudad. En este momento tiene 29 hoteles contratados, ubicados principalmente en Madrid (19 de ellos) y en las principales capitales de provincia. Veinte de estos hoteles se encuentran operativos y el resto se irán abriendo una vez vayan concluyéndose las reformas en los mismos. En el momento

<sup>3</sup> Para el caso del equipo directivo, su aportación incluye tanto aportaciones dinerarias (1,9 millones de euros), como una estimación de aportaciones no dinerarias (1,2 millones de euros)

de adquisición de la compañía, High Tech contaba con 10 hoteles contratados, de los cuales 4 estaban operativos<sup>4</sup>.

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

## Dirección de la compañía

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

## Cuenta de Pérdidas y Ganancias

*\*Cifras en miles de euros*

	Real 30.06.2006	Real 31.12.2005	Real 31.12.2006	Pro Forma <sup>1</sup> 31.12.2006
Ventas	21.278	26.525	45.400	<b>57.883</b>
EBITDA	6.085	6.805	12.616	<b>16.129</b>
EBIT	539	(1.655)	1.803	<b>N.D.</b>
BAI	(40)	(2.422)	(1.175)	<b>N.D.</b>
Beneficio	(40)	(2.422)	(1.331)	<b>N.D.</b>

(1) Pro Forma 2006 calculado por Deloitte suponiendo que todos los hoteles operativos han estado abiertos al público desde el primer día del ejercicio

## Balance de Situación

*\*Cifras en miles de euros*

<u>ACTIVO</u>	Real 31.12.2006	Real 31.12.2005	<u>PASIVO</u>	Real 31.12.2006	Real 31.12.2005
Inmovilizado	<b>70.589</b>	53.873	Fondos Propios	<b>15.660</b>	15.039
Activo Circulante	<b>10.213</b>	11.302	Provisiones	<b>737</b>	405
Tesorería	<b>1.070</b>	794	Acreedores largo plazo	<b>24.605</b>	14.320
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>81.871</b>	65.969	Pasivo Circulante	<b>40.870</b>	36.204
			<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>81.871</b>	65.969

## Descripción del mercado

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

- Forma la columna vertebral de la industria hotelera en España, siendo más del 33% de la totalidad de establecimientos y con más del 45% de la capacidad de camas
- Desde 1987 la ocupación en los hoteles de tres estrellas ha sido la más alta de la industria

<sup>4</sup> Número de hoteles neto de aquellos que no encajaban en la estrategia de la cadena y fueron cerrados en un plazo de tiempo corto desde la adquisición

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

## **Evolución durante el 2006**

High Tech Hotels ha cerrado el ejercicio 2006 con un notable crecimiento en ventas y EBITDA, empujado principalmente por la apertura de cinco hoteles en la primera mitad del año y por los significativos niveles de eficiencia operativa de los hoteles ya en marcha, los cuales han alcanzado a lo largo del ejercicio 2006, unos niveles de ocupación hotelera de entorno a un 80%, muy por encima de la media del sector hotelero.

Durante el primer semestre de 2006 se abrieron 5 nuevos hoteles, 4 en Madrid (Jorge Juan, Tres Cruces, Plaza del Carmen y Alcalá Torre) y uno en Sevilla (Santa Cruz), alcanzando 23 hoteles operativos, y una cartera de hoteles totales de 29, en línea con el plan de negocio inicial.

La compañía ha cerrado el ejercicio por encima de presupuesto y con un crecimiento del EBITDA por encima del 80%, con respecto al ejercicio 2005, gracias a la buena evolución de los hoteles. Para el ejercicio 2007 se espera que la compañía acelere la apertura de nuevos hoteles, cumpliéndose así el objetivo de apertura de entorno a cinco hoteles anuales.

## **Valoración**

Se ha realizado una valoración del Grupo High Tech teniendo en cuenta el siguiente criterio:

- Comparación con múltiplos de otras empresas del sector europeas y americanas, aplicándose un descuento del 30% por iliquidez, con la que se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 86.120 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 31.149 miles de euros.

Como consecuencia de la buena evolución de la compañía, se ha decidido revalorizar la participación de Dinamia en High Tech. Así, y de acuerdo con los múltiplos de mercado, se fija el valor de la compañía en 86.120 miles de euros, con lo que la **participación de Dinamia queda valorada en 31.149 miles de euros.**

**Grupo High Tech**

*cifras en miles de euros*

	<u>Ventas</u>	<u>EBITDA</u>	<u>Deuda Neta*</u>
Resultados a 31.12.2006	57.883	16.129	79.768

\*Incluye proveedores de inmovilizado

<b>VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES</b>				
	<u>EV/EBITDA</u>	<u>Ajustado</u>		<u>Participación</u>
		<u>Media</u>	<u>por iliquidez</u>	<u>Dinamia</u> 36,17%
Valoración según comparables	123.029	123.029	<b>86.120</b>	<b>31.149</b>
			Descuento por iliquidez	30%
	<u>EV/EBITDA</u>			
<b>Medias</b>	<b>12,6x</b>			
ACCOR SA	10,5x			
SOL MELIA SA	12,7x			
NH HOTELES SA	14,9x			
WHITBREAD PLC	12,1x			
HILTON HOTELS CORP	12,1x			
STARWOOD HOTELS & RESORTS	13,2x			
FELCOR LODGING TRUST INC	12,5x			

## Ydilo Advanced Voice Solutions, S.A.



### Servicios Avanzados de Voz

Fecha de Inversión Inicial:	Abril 2001/Junio 2001
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Importe de adquisición:	1.470 miles de euros
<b>Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:</b>	<b>7,06%</b>
<b>Valoración a 31 de Diciembre de 2006 (miles de euros):</b>	<b>1.470</b>

### Resumen de la Transacción:

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

En enero de 2003, Dinamia, junto al resto de inversores financieros y de acuerdo con los pactos entre accionistas, adquirió acciones de Ydilo por un importe de 27 miles de euros, provenientes de la participación de uno de los fundadores de la compañía, que abandonó la misma. Debido a esto, Dinamia elevó su participación hasta el 6,52%, desde el 5,98%. En febrero de 2005, Dinamia invirtió otros 50 miles de euros en el capital social de Ydilo, aumentando su participación desde el 6,52% al 7,06%. El resto del accionariado queda de la siguiente forma:

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

### Descripción de la compañía

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

Sobre la base de estas tecnologías, Ydilo ofrece Servicios Avanzados de Voz en formatos ASP, soluciones verticales y aplicaciones de ticketing.

En el área de Ticketing, Ydilo ha implantado los primeros servicios en Europa de venta automática de entradas de espectáculos mediante aplicaciones basadas en lenguaje natural. También en el ámbito de los eventos deportivos, Ydilo ha sido pionero en la venta de entradas de fútbol para clientes como el Real Madrid o la Federación Española de Fútbol. En cuanto a servicios ASP, la compañía ofrece soluciones de automatización parcial o completa de centros de atención telefónica asistidos por operadores. En esta área, la compañía opera alguno de los mayores call centers automatizados existentes en Europa, con varias decenas de millones de llamadas atendidas al año en muchos casos acompañadas de servicios

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

Desde mediados de 2005, Ydilo viene desarrollando de forma pionera en el mundo una nueva plataforma tecnológica que persigue la integración de las tecnologías de voz con formatos de audio y vídeo. La culminación de esta plataforma ha permitido comercializar para un cliente teleco la primera aplicación multimedia para telefonía móvil en donde se combina en un mismo servicio de atención al cliente la voz y la imagen. Ya en 2006 la compañía ha iniciado la adaptación de esta plataforma multimedia a Internet. El objetivo es ampliar la base potencial de clientes de Ydilo a un medio como Internet donde se están produciendo fuertes crecimientos de los servicios de telefonía (voz sobre IP).

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

## Dirección de la compañía

La compañía está liderada por D. Javier Álvarez Vara (Presidente) y D. Domingo López Montesdeoca (Director General).

## Cuenta de Pérdidas y Ganancias

\*Cifras en miles de euros

	Real 30.06.2006	Real 31.12.2005	Real 31.12.2006
Ingresos de Explotación	4.777	9.481	<b>9.936</b>
EBITDA	971	2.515	<b>2.043</b>
EBIT	515	1.620	<b>1.370</b>
BAI	475	1.536	<b>1.299</b>
Beneficio del ejercicio	475	1.536	<b>1.299</b>

## Balance de Situación

\*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	Real	Auditoría	<u>PASIVO</u>	Real	Auditoría
	31.12.2006	31.12.2005		31.12.2006	31.12.2005
Inmovilizado	<b>3.219</b>	3.512	Fondos Propios	<b>5.831</b>	4.468
Activo Circulante	<b>5.185</b>	4.290	Deuda largo plazo	<b>559</b>	1.653
Tesorería	<b>1.076</b>	1.289	Deuda corto plazo	<b>1.951</b>	1.758
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>9.481</b>	9.090	Pasivo Circulante	<b>1.139</b>	1.211
			<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>9.481</b>	9.090

## Descripción del mercado

La utilización de las tecnologías de reconocimiento de fonemas, síntesis de voz y modelos acústicos han tenido un fuerte desarrollo en los últimos años. Este desarrollo se prevé imparable en la próxima década, ya que la voz es el interfaz de comunicación por excelencia. De este modo, los principales proveedores de estas tecnologías base como Scansoft/Nuance, Microsoft, IBM, etc. vienen desarrollando nuevos sistemas de reconocimiento, basados en modelos estadísticos que permiten ofrecer soluciones de diálogos más abiertos, intuitivos, flexibles y directos que los actuales. Además los motores de estas tecnologías se están adaptando a nuevos idiomas lo que permite ampliar el potencial de desarrollo de aplicaciones y servicios finales.

Ydilo desarrolla su actividad según un modelo de sustitución. El modelo de negocio consiste fundamentalmente en sustituir una actividad muy intensiva en mano de obra (operadores de los Centros de Atención Telefónica –CAT) por otra intensiva en tecnología, que permite la automatización parcial o total de las transacciones orales entre los usuarios y el CAT. La automatización y la incorporación de estas tecnologías permiten además aumentar el rango de servicios y escalar el número de usuarios de las aplicaciones. Adicionalmente, Ydilo ofrece a sus clientes todo tipo de información estadística analítica y de data mining sobre sobre el uso de sus aplicaciones.

La compañía sigue aventajando a la competencia en su mercado natural, tanto por la calidad probada de la plataforma tecnológica, como por la especialización y complejidad de las aplicaciones de voz. No obstante, la creciente demanda de aplicaciones basadas en estas tecnologías –prácticamente todos los nuevos concursos de servicios de CRM basados en call-centers incorporan la necesidad de automatizar parte de los servicios- está atrayendo a las grandes multinacionales especializadas en outsourcing. En general el último ciclo en el mercado de las telecomunicaciones y la tecnología se ha caracterizado por un mayor dinamismo y una mayor voluntad de inversión en tecnología por parte de las empresas que operan en España grandes centros de atención telefónica a clientes.

## Evolución durante el 2006

La escasa incidencia de la telefonía de tercera generación ha influido en el escaso incremento de la cifra de negocio de Ydilo a cierre del ejercicio 2006, que finaliza el año con un leve incremento del 1% con respecto al ejercicio 2005. Las aplicaciones de voz son las que principalmente han tenido un peor comportamiento, desde un punto de vista comercial.

En el ejercicio 2006, ha realizado inversiones en puertos de telefonía y servicios multimedia, como respuesta a la demanda de las empresas españolas de cara fundamentalmente al ejercicio 2007, con el objeto de mejorar en términos de competitividad y productividad.

Para el próximo ejercicio, se prevé un mayor despliegue de terminales y redes de la nueva tecnología 3G, que permitan a Ydilo desarrollar su tecnología y prestar servicio a todos los operadores nacionales, incluso pasando por un mayor desarrollo de su actividad internacional.

## Valoración

A pesar de que a finales del ejercicio 2005 la compañía ha abandonado su carácter de inversión “early-stage”, por motivos de prudencia, se mantiene su valoración a coste de adquisición, esto es, **1.470 miles de euros**.

## Grupo Undesa



### Desarrollo, producción y comercialización de productos oleoquímicos

Fecha de Inversión:	Julio 2000
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Importe de adquisición:	9.567 miles de euros
<b>Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.<sup>5</sup>:</b>	<b>49,09%</b>
<b>Valoración a 31 de Diciembre de 2006 (miles de euros):</b>	<b>10.965</b>

#### Resumen de la Transacción:

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

Dinamia mantiene una participación en el capital del 49,09% (no diluida y ajustada por autocartera). El resto del accionariado se reparte de la forma siguiente:

- Fondos gestionados por Corpfín 28,88%
- Fondos gestionados por Espiga 18,77%
- Equipo directivo 3,26%

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

EBITDA*	EBIT
4,2x	6,3x

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

#### Descripción de la compañía

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

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

<sup>5</sup> Ajustado por autocartera

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

## Dirección de la compañía

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

## Cuenta de Pérdidas y Ganancias

\*Cifras en miles de euros

	Real 30.06.2006	Auditoría 31.12.2005	Real 31.12.2006
Ingresos de Explotación	40.687	78.426	<b>80.642</b>
EBITDA	1.949	5.283	<b>3.521</b>
EBIT	-163	1.448	<b>-202</b>
BAI <sup>(1)</sup>	-262	1.129	<b>-497</b>
Beneficio del ejercicio <sup>(1)</sup>	-301	728	<b>-497</b>

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

## Balance de Situación

\*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	Real 31.12.2006	Auditoría 31.12.2005	<u>PASIVO</u>	Real 31.12.2006	Auditoría 31.12.2005
Acciones Propias	<b>1.625</b>	1.485	Fondos Propios	<b>23.353</b>	25.186
Inmovilizado	<b>20.033</b>	21.502	Fondo de Pensiones	<b>1.263</b>	1.295
Activo Circulante	<b>31.191</b>	27.578	Acreedores a largo plazo	<b>174</b>	246
Tesorería	<b>148</b>	338	Deuda a corto plazo	<b>4.230</b>	4.832
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>52.997</b>	50.902	Pasivo Circulante	<b>23.978</b>	19.344
			<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>52.997</b>	50.902

## Descripción del mercado

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

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

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

## Evolución durante el 2006

Unión Deriván ha cerrado el ejercicio con un leve incremento en la facturación del año, incremento que ha ascendido entorno al 2,8%. No obstante, las condiciones de mercado siguen siendo muy complicadas, particularmente en Undesa Italia, con una demanda que continúa en recesión. La compañía no ha logrado minimizar el efecto de la subida de los carburantes y otros costes variables, lo cual ha incidido en una nueva bajada de márgenes, que no han podido ser repercutidos al cliente final.

Las perspectivas para el 2007 siguen siendo complicadas, dada la inestabilidad de los costes de las materias primas y la demanda. No obstante, la implementación de medidas de choque, como la racionalización de los recursos de la compañía, pueden tener un efecto positivo, a repercutir en el ejercicio 2007.

## Valoración

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

- Según los múltiplos de compra de la compañía, se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 10.502 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 5.147 miles de euros.
- Comparación con múltiplos de otras empresas del sector europeas, aplicándose un descuento del 30% por iliquidez, con la que se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 25.477 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 11.965 miles de euros.

Dado lo ajustado del precio de coste, siguiendo un criterio prudente, y dada la valoración según los anteriores criterios, finalmente **la participación de Dinamia queda valorada en 10.917 miles de euros**, una vez aplicado el efecto de valoración de las acciones preferentes a 31 de diciembre de 2006.

### Grupo Undesa

cifras en miles de euros

	Ventas	EBITDA	EBIT	B° Neto	C-F	Deuda Neta
Resultados a 31.12.2006	80.642	3.521	(202)	(497)	3.226	4.255

#### 1) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPRA

	EBITDAx	Media	Participación Dinamia
Múltiplos de compra	4,2x		49,01%
Valoración	10.502	10.502	5.147

#### 2) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES

	EV/EBITDA	P/CF	Ajustado		Participación	
			Media	por iliquidez	Dinamia	46,97%
Valoración según comparables	27.583	45.208	36.395	25.477	11.965	
			Descuento por iliquidez			30%
<b>Medias</b>	<b>9,0x</b>	<b>14,0x</b>				
RHODIA SA	9,7x	7,8x				
CIBA SPECIALTY CHEMICALS-REG	8,5x	17,7x				
CLARIANT AG-REG	6,2x	22,1x				
CRODA INTERNATIONAL PLC	13,6x	25,7x				
SOLVAY SA	8,4x	7,8x				
EMS-CHEMIE HOLDING AG-REG	10,3x	9,5x				
KONINKLIJKE DSM NV	6,6x	7,5x				

## Net TV



### Televisión digital terrestre en abierto

Fecha de Inversión:	Junio 2000
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Importe de adquisición:	280 miles de euros
<b>Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:</b>	<b>2,29%</b>
<b>Valoración a 31 de Diciembre de 2006 (miles de euros):</b>	<b>280</b>

### Resumen de la Transacción:

En junio de 2000, Dinamia tomó una participación del 1,5% en el consorcio Net TV. Tras la salida de TF-1 del accionariado, en julio de 2002, Dinamia amplió ligeramente su participación hasta el 1,64%. En Julio de 2004, Dinamia acudió a la ampliación de capital realizada por Dinamia Telemática, S.L. desembolsando 110 miles de euros. Estos fondos se utilizaron para acudir a la ampliación de capital que tuvo lugar en Net TV en diciembre 2004, pasando el porcentaje de participación del 1,64% al 1,71%. En diciembre 2005, Dinamia adquirió la totalidad de la participación que Dinamia Telemática ostentaba en Net TV, dentro del proceso de liquidación de Dinamia Telemática, pasando de esta forma a ser titular de una participación directa en el capital social de Net TV del 2,29% con un coste de adquisición 140 miles de euros. Posteriormente, se han realizado las aportaciones necesarias para el funcionamiento de la compañía, llegando hasta un coste total de 280 miles de euros.

El resto del accionariado ha quedado configurado de la siguiente forma:

➤ Pantalla Digital <sup>6</sup>	60,44%
➤ Europroducciones	9,84%
➤ Otros	27,43%

### Descripción de la compañía

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

### Valoración

Dado su carácter de start-up y el no haber comenzado apenas aún sus operaciones, y siguiendo las directrices de la EVCA, se mantiene su valoración a coste, esto es, una **valoración de la participación de Dinamia de 280 miles de euros.**

<sup>6</sup> Participado mayoritariamente por el Grupo Vocento

## Grupo Nicolás Correa Anayak



### Diseño, fabricación y comercialización de máquinas-herramienta

Fecha de Inversión:	Septiembre 1999
Cantidad invertida:	6.045 miles de euros
Fecha cierre de contabilidad:	31 de Diciembre
<b>Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:</b>	<b>15,35%</b>
<b>Valoración a 31 de Diciembre de 2006 (miles de euros):</b>	<b>7.199</b>

### Resumen de la Transacción:

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

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

### Descripción de la compañía

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

### Evolución durante el 2006

Con respecto a la evolución de la compañía en el ejercicio 2006, nos remitimos a la información pública periódica de la entidad, publicada a su vez por el organismo regulador (CNMV).

## Valoración

Tras la fusión de Anayak y Nicolás Correa, Dinamia posee a 31 de diciembre de 2006 un total de 1.926 miles de acciones, representando un 15,35% del capital total. Siguiendo las directrices de la EVCA, este valor debe reducirse a su vez en un 20% por motivos de restricción a la liquidez derivados del pacto de *lock-up* asumido por Dinamia. Con todo ello, la **participación de Dinamia queda valorada en 7.199 miles de euros.**

Cotización NEA a 31.12.06	4,67 €
Nº acciones de Dinamia en NEA (miles)	1.926
Valoración de acciones en cartera (miles €)	8.999
Descuento por iliquidez	20%
Valoración de mercado de acciones de Dinamia (miles de €)	7.199

## Arco Bodegas Unidas



### Bodegas de vino

Fecha de Inversión:	Marzo 1999
Cantidad invertida:	17.051 miles de euros
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
<b>Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:</b>	<b>8,36%</b>
<b>Valoración a 31 de Diciembre de 2006 (miles de euros):</b>	<b>18.040</b>

### Resumen de la Transacción:

En marzo de 1999, Arco Bodegas Unidas (antiguo Grupo Berberana) reorganizó su accionariado con la compra a NH Hoteles (antigua Cofir) del 56% de su capital por parte de diversos socios, entre los que se encontraba Dinamia. En marzo de 2000, se acometió una ampliación de 30 millones de euros, de los que Dinamia suscribió 12 millones, con lo que su participación en el capital de la compañía se elevó hasta el 8,00%. Una vez ajustado por autocartera, el porcentaje ostentado por Dinamia en el capital de Arco se eleva a 8,36%. El resto del accionariado, sin ajustar por autocartera, se reparte como sigue:

➤ Corporación Financiera Arco	58,78%
➤ Otros	28,95%
➤ Autocartera	4,27%

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

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

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

### Descripción de la compañía

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

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

## Dirección de la compañía

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

## Cuenta de Pérdidas y Ganancias

\*Cifras en miles de euros

	Auditoría 31.12.2004	Auditoría 31.12.2005	Real 31.12.2006
Ingresos de Explotación	189.250	175.590	<b>219.390</b>
EBITDA	22.558	21.137	<b>16.208</b>
EBIT	18.590	16.882	<b>11.599</b>
Beneficio antes de impuestos	17.963	16.297	<b>14.023</b>
Beneficio del ejercicio	13.384	13.539	<b>12.001</b>

## Balance de Situación

\*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	Real 31.12.2006	Auditoría 31.12.2005	<u>PASIVO</u>	Real 31.12.2006	Auditoría 31.12.2005
Inmovilizado	<b>90.643</b>	83.223	F. Propios	<b>121.634</b>	107.969
Fondo de comercio	<b>1.436</b>	1.436	Socios Externos	<b>1.156</b>	510
Activo Circulante	<b>120.966</b>	98.670	Deuda a largo plazo	<b>29.795</b>	38.195
Tesorería	<b>6.184</b>	2.963	Deuda a corto plazo	<b>20.794</b>	9.406
TOTAL ACTIVO	<b>219.230</b>	186.292	Pasivo Circulante	<b>45.852</b>	30.214
			TOTAL PASIVO	<b>219.230</b>	186.292

## Evolución durante el 2006

La evolución de la actividad de Arco en año 2006 ha sido positiva, dado que el notable esfuerzo comercial de la compañía se ha visto reflejado con un incremento de entorno al 25% en la cifra de facturación. La compañía ha logrado consolidar su sistema comercial, compaginando una creciente demanda nacional con el desarrollo del negocio internacional. No obstante, dicho proceso acarrea que la compañía haya reducido sus márgenes operativos, pese al esfuerzo en comercializar las ventas de las marcas de mayor valor añadido.

Para el ejercicio 2007, la compañía plantea una gestión encaminada a la mejora de los márgenes, a través de la racionalización del gasto y a la flexibilización del sistema productivo para dar respuesta a la demanda interna y el negocio internacional.

## Valoración

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

- Según los múltiplos de compra de la compañía, se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 161.652 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 13.516 miles de euros.
- Comparación con múltiplos de otras empresas del sector europeas, aplicándose un descuento del 30% por iliquidez, con la que se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 234.624 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 19.617 miles de euros.

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

**Arco Bodegas Unidas, S.A.**

*cifras en miles de euros*

	Ventas	EBITDA	EBIT	Bº Neto	C-F	Deuda Neta*
Resultados a 31.12.2006	219.390	16.208	11.599	12.001	16.611	44.404

\*Deuda Neta a Diciembre 2006

**1) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPRA**

	EBITDAx	EBITx	P/E	P/CF	Media	Participación* Dinamia
Múltiplos de compra	10,9x	12,3x	16,0x	13,5x		8,36%
Valoración	131.863	98.645	192.147	223.955	161.652	13.516

\*Ajustada por autocartera

**2) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES**

	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF	Media	Ajustado por iliquidez	Participación* Dinamia %
Valoración según comparables	368.023	339.612	333.705	299.370	335.178	234.624	19.617
						Descuento por iliquidez	30%

\*Ajustada por autocartera

	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF
<b>Medias</b>	<b>25,4x</b>	<b>33,1x</b>	<b>27,8x</b>	<b>18,0x</b>
BARON DE LEY		13,1x	16,2x	11,4x
BELVEDERE SA	59,2x	91,6x		
BROWN-FORMAN CORP-CLASS A	14,7x	15,8x	24,9x	22,0x
BODEGAS RIOJANAS SA	21,2x	31,4x	42,4x	21,9x
VINA CONCHA Y TORO S.A.	16,2x	22,2x	26,2x	17,3x
CIA VINICOLA DEL NORTE DE ES	15,9x	24,5x	29,3x	17,5x
FEDERICO PATERNINA SA				

## Capital Safety Group Limited



CAPITAL SAFETY GROUP LIMITED

### Fabricación de equipos de seguridad para el trabajo

Fecha de Inversión Inicial:	Enero 1999
Fecha de Reinversión:	Octubre 2005
Cantidad invertida:	2.457 miles de euros
Fecha cierre de contabilidad:	31 Marzo
<b>Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:</b>	<b>8,16%</b>
<b>Valoración a 31 de Diciembre de 2006 (miles de euros):</b>	<b>2.457</b>

#### Resumen de la Transacción:

En enero de 1999, Dinamia materializó, junto a fondos gestionados por Electra, el MBO de Capital Safety Group. El valor total de la transacción fue de 96,7 millones de libras (unos 140 millones de euros).

En octubre de 2005, Dinamia procedió a la venta a Glowtrail Limited de la totalidad de la inversión en su participada Capital Safety Group Limited ("CSG"), por un importe total de 11.478 miles de euros. La inversión inicial de Dinamia ascendió a 5.837 miles de euros, por lo que la plusvalía total obtenida en la vida de la inversión es de 5.960 miles de euros, incluyendo los ingresos percibidos desde la participada.

Simultáneamente, Dinamia suscribió, al igual que la mayoría del resto de inversores en CSG, una ampliación de capital de la compradora Glowtrail Limited por un importe 2.457 miles de euros en forma de acciones ordinarias y preferentes denominadas en dólares americanos, pasando a ser titular del 8,16% del capital de la misma. El resto del accionariado se reparte de la forma siguiente:

- Fondos gestionados por Electra y otros 91,40%
- Directivos 0,44%

El precio de la transacción supone los siguientes múltiplos de compra (sobre cifras de 2005):

EBITDA*	EBIT
8,11x	8,73x

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

#### Descripción de la compañía

CSG es líder mundial en la fabricación y venta de equipos de seguridad para evitar los accidentes laborales. CSG comercializa una amplia gama de productos orientados a la seguridad personal del trabajador: arneses, cinturones, acoladores, mallas, y otros diseños que incluyen sistemas de seguridad a medida. Dentro de su estrategia está el desarrollo de

nuevos productos mediante iniciativa propia o mediante la adquisición de compañías del sector, sobre todo en países europeos (Suecia, Alemania, Suiza).

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

## Dirección de la compañía

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

## Cuenta de Pérdidas y Ganancias

\*Cifras en miles de euros

	3 meses Real 30.06.2005	3 meses Real 30.06.2006	9 meses Real 31.12.06	12 meses Auditoría 31.03.2006	12 meses Forecast 31.03.2007
Ingresos de Explotación	27.974	35.325	<b>103.194</b>	113.371	137.186
EBITDA	6.027	8.503	<b>26.052</b>	23.923	32.380
EBIT	5.621	8.073	<b>24.767</b>	22.257	30.499
BAI	4.185	5.130	<b>10.210</b>	15.406	14.503
Beneficio del ejercicio	2.265	3.546	<b>5.238</b>	11.340	8.800

Las cuentas no incluyen fondo de comercio ni gastos de reestructuración no recurrentes

## Balance de Situación

\*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	Real 31.12.06	Auditoría 31.03.2006	<u>PASIVO</u>	Real 31.12.06	Auditoría 31.03.2006
Inmovilizado	<b>14.923</b>	26.510	Fondos Propios	<b>31.200</b>	25.606
F. de Comercio	<b>115.689</b>	108.888	Acreedores a largo plazo	<b>130.560</b>	131.085
Activo Circulante	<b>43.515</b>	42.547	Deuda a corto plazo	<b>0</b>	0
Tesorería	<b>13.457</b>	3.427	Pasivo Circulante	<b>25.824</b>	24.682
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>187.584</b>	181.373	<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>187.584</b>	181.373

## Descripción del mercado

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

## Evolución durante el 2006

Tras el proceso de reestructuración acometida en ejercicios precedentes, que supuso el cierre de dos plantas productivas y el rediseño de la estructura comercial en EEUU, Capital Safety Group ha mostrado a finales del 2006 que la compañía comienza a ver unas posibilidades de crecimiento muy significativas en el medio plazo.

Las expectativas de cerrar el ejercicio, en marzo de 2007, con una cifra de facturación cercana a los 180 millones de euros, supone un significativo crecimiento de ventas y beneficio operativo, mostrando el éxito de dicha reestructuración de ejercicios anteriores.

Para el ejercicio 2007, la compañía espera estabilizar ese crecimiento y hacerlo recurrente para los ejercicios venideros, a través de un control de los márgenes, una política de gestión de costes exhaustiva y un muy significativo esfuerzo comercial, del que ya en este año se ven los frutos.

## Valoración

Se ha realizado una valoración de Capital Safety Group siguiendo los siguientes criterios:

- Según los múltiplos de compra de la compañía, se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 121.875 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 9.945 miles de euros.
- Comparación con múltiplos de otras empresas del sector europeas, aplicándose un descuento del 30% por iliquidez, con la que se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 141.336 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia en capital de 11.533 miles de euros.

Una vez transcurrido un año desde su incorporación a la cartera de Dinamia, se mantiene la valoración de la inversión en Capital Safety Group a su coste de adquisición, siguiendo un criterio de prudencia, esto es, una **valoración de la participación de Dinamia de 2.457 miles de euros**.

### Capital Safety Group

cifras en miles de euros

	Ventas	EBITDA	EBIT	Bº Neto	C-F	Deuda Neta
Resultados estimados a 31.03.2007	131.087	30.169	27.937	12.632	14.864	129.186

#### 1) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPRA

	EBITDAx	EBITx	Media	Participación Dinamia
Múltiplos de compra	8,3x	9,0x		8,16%
Valoración	121.699	122.050	121.875	9.945

#### 2) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES

	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF	Media	Ajustado por iliquidez	Participación Dinamia	8,16%
Valoración según comparables	212.033	253.209	178.444	163.950	201.909	141.336	11.533	
						Descuento por iliquidez		30%
Medias	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF				
	11,3x	13,7x	14,1x	11,0x				
WMH WALTER MEIER AG-REG A			12,0x	8,0x				
CARDO AB			16,6x	11,9x				
UPONOR OYJ	13,8x	17,5x		16,2x				
SIG PLC	8,7x	10,3x	10,3x	8,5x				
LATCHWAYS PLC	13,8x	15,0x						
BACOU DALLOZ	8,9x	11,9x	17,6x	10,5x				

## Deutsche Woolworth



### Cadena de grandes almacenes en Alemania y Austria

#### Deutsche Woolworth:

Fecha de Inversión:	Diciembre 1998
Cantidad invertida:	4.309 miles de euros
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
<b>Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:</b>	<b>6,61%</b>
➤ DWW Deutsche Woolworth Holdings GmbH	6,52%
➤ DWW Beteiligungs GMBH	7,35%
<b>Valoración a 31 de Diciembre de 2006 (miles de euros):</b>	<b>-</b>

#### Forthpanel Limited:

Fecha de Inversión:	Mayo 2003
Cantidad invertida:	1.000 miles de euros
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
<b>Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:</b>	<b>5,00%</b>
<b>Valoración a 31 de Diciembre de 2006 (miles de euros):</b>	<b>1.000</b>

#### **Resumen de la Transacción:**

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

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

El precio total de compra ascendió a 562 millones de euros y supuso los siguientes múltiplos de adquisición (sobre cifras de 1998):

EBITDA*	EBIT
7,41x	12,20x

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

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

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

### Descripción de la compañía

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

El grupo tiene un importante patrimonio inmobiliario ya que, en el momento de la adquisición, 118 de los 357 establecimientos eran propiedad del grupo, y estaban valorados en 614 millones de euros. Dicho patrimonio ha servido de soporte para el apalancamiento al que se ha sometido el grupo en la adquisición.

### Dirección de la compañía

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

### Cuenta de Pérdidas y Ganancias

*\*Cifras en miles de euros*

	Real 30.06.2006	Auditoría 31.12.2005	Real 31.12.2006
Ingresos de Explotación	372.822	837.017	<b>824.392</b>
EBITDA	(11.769)	(2.210)	<b>(3.488)</b>
EBIT	(26.486)	(34.427)	<b>(33.679)</b>
BAI	(36.498)	(54.933)	<b>(52.662)</b>
Beneficio del ejercicio	(36.504)	(34.937)	<b>(47.222)</b>

## Balance de Situación

\*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	Real*	Real*	<u>PASIVO</u>	Real*	Real*
	31.12.2006	31.12.2005		31.12.2006	31.12.2005
Inmovilizado	<b>37.509</b>	430.531	Fondos Propios	<b>42.798</b>	89.898
Activo Circulante	<b>406.388</b>	135.596	Fondo de Pensiones	<b>206.798</b>	206.871
Tesorería	<b>60.936</b>	52.293	Deuda bancaria	<b>161.433</b>	197.327
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>504.832</b>	618.421	<b>Pasivo Circulante</b>	<b>93.803</b>	124.325
			<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>504.832</b>	618.421

\* Cifras bajo IFRS

## Evolución durante el 2006

Woolworth sigue sufriendo los efectos de la recesión del mercado del retail en Alemania, el cual sigue sin recuperarse de la recesión en que vive desde hace varios ejercicios. La demanda sigue estancada, incluso hacia la baja, lo cual ha repercutido en el descenso de más de un 1% en la facturación de la compañía.

Durante el 2006, el plan de choque implementado por la compañía se ha centrado en la venta del Centro de Distribución, propiedad de la compañía, a un operador logístico. Tras la enajenación de la nave, el operador logístico ha firmado con Woolworth un contrato de servicios para poder seguir utilizando las instalaciones. Con el efectivo recibido, la compañía ha reducido notablemente el apalancamiento, como paso previo para el saneamiento de la entidad.

## Valoración

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

## Anexo

### Revisión de la valoración realizada por el gestor

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

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

29 de marzo de 2007

Estimados Sres.:

De acuerdo con su solicitud de fecha 20 de marzo de 2007, que se adjunta como Anexo I, hemos revisado las valoraciones de la cartera de participaciones y préstamos participativos de Dinamia Capital Privado, S.C.R., S.A. (en adelante, "Dinamia") al 31 de diciembre de 2006, elaboradas por los Administradores de Nmás1 Capital Privado S.G.E.C.R., S.A. (en adelante, la "Sociedad Gestora"), en virtud de lo establecido en el punto 5.2 del contrato de gestión firmado entre ambas sociedades con fecha 29 de junio de 2000. Dichas valoraciones se incluyen en el Anexo I.

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

Nuestro trabajo ha consistido en comprobar que las valoraciones realizadas por la Sociedad Gestora de las participaciones y créditos que constituyen la cartera de inversión de Dinamia al 31 de diciembre de 2006, se han realizado según los criterios que han sido proporcionados por los Administradores de la Sociedad Gestora, aplicados tal y como se detalla en el párrafo anterior, bajo su responsabilidad. Adicionalmente, hemos revisado los cálculos matemáticos realizados, así como la periodificación de los intereses devengados y pendientes de cobro de los préstamos participativos concedidos a las sociedades participadas.

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

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

Esta revisión tiene un alcance específico y reducido, y menor que el de una auditoría, por lo que no expresamos una opinión de auditoría sobre la valoración, ni sobre los estados financieros de Dinamia y de las sociedades participadas, ni sobre otra información financiera utilizada en la realización de la valoración, ni sobre la suficiencia o veracidad de la misma. Nuestra opinión no incluye la predicción de sucesos futuros ni constituye una garantía sobre la viabilidad futura de las sociedades participadas o sobre la recuperabilidad de los préstamos participativos, 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 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 descritos anteriormente, no se han puesto de manifiesto aspectos dignos de mención que supongan la necesidad de modificar las valoraciones de la cartera de participaciones y préstamos participativos de Dinamia incluidas en el Anexo I.

Germán de la Fuente

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

A la atención de D. Germán de la Fuente

Madrid, 20 de marzo de 2007

Muy señores míos:

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

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

- Valoración según múltiplos de compañías cotizadas consideradas comparables, aplicando descuentos por iliquidez y, en la medida en que se disponga de datos fiables, se utilizarán también múltiplos de operaciones de compra de compañías consideradas comparables<sup>1</sup>.
- Valoración aplicando los múltiplos de adquisición originales por parte de Dinamia a los últimos resultados de las compañías.

<sup>1</sup> A los efectos de calcular los múltiplos de las compañías participadas, se han utilizado siempre los últimos estados financieros disponibles. Los múltiplos de las compañías cotizadas se han calculado tomando como fecha de corte el día 13 de marzo. En determinados casos, los datos financieros se han ajustado para adaptarlos a un período completo de actividad.

sociedad gestora de



Padilla, 17  
28006 Madrid

Teléfono 91 745 84 48  
Fax 91 431 64 60

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

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

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

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

De acuerdo con estos criterios, NMÁS1 CAPITAL PRIVADO valora las participaciones y créditos participativos y otros créditos concedidos a las sociedades participadas que integran su activo a 31 de diciembre de 2006 de acuerdo con el siguiente cuadro:



a) Acciones

Miles de euros

<b>Sociedad Participada</b>	<b>Participación de Dinamía</b>	<b>Valor de la Participación de Dinamía</b>
Deutsche Woolworth (2)	6,61%	-
Forthpanel Limited	5,00%	1.000
Arco Bodegas Unidas, S.A.	8,00%	18.040
Soc. Gest. de Televisión NetTV, S.A.	2,29%	280
Unión Deriván S.A. (Grupo Undesa)	45,53%	10.917
Ydilo Advanced Solutions, S.A. (4)	7,06%	1.470
High Tech Hotels & Resorts, S.A.	45,11%	31.149
Grupo Segur Ibérica	17,86%	9.724
Bodybell (5)	26,77%	7.520
Énfasis (6)	46,41%	3.881
Atecsa (7)	50,00%	7.125
Holmes Place (8)	20,61%	1.814
Grupo Cristher (9)	45,62%	7.470
Capital Safety Group Limited (10)	8,16%	2.457
Serventa (11)	46,66%	2.095
Laude (12)	45,07%	2.251
<b>TOTAL ACCIONES NO COTIZADAS</b>		<b>107.192</b>
Grupo Nicolás Correa Anayak (11)	15,35%	7.199
General de Alquiler de Maquinaria, S.A. (12)	10,38%	42.876
<b>TOTAL ACCIONES COTIZADAS</b>		<b>50.075</b>
<b>TOTAL ACCIONES</b>		<b>157.267</b>

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

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

(3) Valoración resultante de aplicar un 20% de descuento al valor de mercado a 31.12.2006 de la participación de Dinamía

en la sociedad cotizada Nicolás Correa, S.A.

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

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

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

(7) Dinamía participa en Atecsa a través del vehículo Aseguramiento Atecsa, S.L.

(8) Dinamía participa en Holmes Place a través del vehículo Colegiata Invest, S.L.

(9) Dinamía participa en el Grupo Cristher a través del vehículo Deimoral Inversiones 2005, S.L.

(10) Dinamía participa en Capital Safety Group a través del vehículo Glowtrail Limited

(11) Dinamía participa en Serventa a través del vehículo Saint Germain Grupo de Inversiones, S.L.

(12) Dinamía participa en Laude a través del vehículo Colegios Laude, S.L.

## b) Créditos Participativos y otros Créditos a Participadas

Los créditos participativos concedidos a compañías participadas se han valorado a su valor nominal más los intereses devengados hasta la fecha. El detalle es el siguiente:

<i>Miles de euros</i>			
<b>Sociedad Participada</b>	<b>Nominal</b>	<b>Intereses devengados</b>	<b>TOTAL</b>
Bodybell	19.019	86	19.105
Énfasis	4.181	716	4.897
Holmes Place	7.256	1.654	8.910
Grupo Cristher	7.816	1.024	8.840
Serventa	5.093	541	5.634
Laude	6.753	405	7.158
<b>TOTAL CRÉDITOS A PARTICIPADAS</b>	<b>50.118</b>	<b>4.427</b>	<b>54.545</b>

Atentamente,

Jorge Mataix  
Consejero Delegado  
Nmás1 Capital Privado SGEGR, S.A. Unipersonal