

---

## Informe de Valoración



31 de diciembre de 2011

**NAV por acción** 7,62 €

**NAV por acción ajustado<sup>1</sup>** 7,33 €

---

Elaborado por  
**N+1**  
Private Equity

<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 N+1 Capital Privado")

## Índice

	<u>Página</u>
Introducción y principios de valoración.....	3
Net Asset Value a 31 de diciembre de 2011 .....	4
Resumen de la valoración de la cartera de inversiones.....	5
Evolución del sector de Capital Privado en el segundo semestre de 2011.....	6
Evolución de la actividad durante el segundo semestre de 2011.....	7
Hechos posteriores a 31 de diciembre de 2011.....	8
Comisión de éxito de la Sociedad Gestora Nmás1 Capital Privado .....	9
Evolución del Net Asset Value.....	10
Información agregada del valor de la cartera.....	11
<b>Compañías integrantes de la cartera de inversiones:</b>	
EYSA.....	13
Rymsa/Teltronic.....	14
Mivisa .....	15
MBA .....	16
Electra Partners Club 2007 LP.....	17
Xanit.....	18
ZIV.....	19
Alcad.....	20
Laude.....	21
Cristher.....	22
Holmes Place Iberia.....	23
Bodybell.....	25
High Tech Hoteles.....	26
Arco Bodegas Unidas.....	27
Nicolás Correa.....	28
<b>Anexo:</b>	
Revisión de la valoración realizada por el gestor (Informe de Deloitte).....	29

## Introducción y principios de valoración

El presente informe tiene como objeto realizar una aproximación a la valoración del patrimonio de Dinamia Capital Privado S.C.R.L., S.A. a 31 de diciembre de 2011, realizado por la entidad gestora Nmás1 Capital Privado, S.G.E.C.R., S.A.

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

- **Compañías no cotizadas**

Las inversiones recientemente adquiridas, así como aquellas que desde la adquisición no han alcanzado la madurez suficiente como para que la aplicación de otro método de valoración resulte más adecuada, se valoran por su coste de adquisición menos, en su caso, las correcciones oportunas. Asimismo, para las inversiones en las que se ha realizado una oferta de compra en firme, se utilizará ésta como mejor referencia de valor.

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

- Valoración aplicando múltiplos de compañías cotizadas comparables<sup>2</sup> sobre estimaciones de diciembre de 2011 para el cálculo de EBITDA y Deuda Financiera Neta.
- Valoración aplicando múltiplos a los que Dinamia adquirió las compañías a las estimaciones de diciembre de 2011 para el cálculo de EBITDA y Deuda Financiera Neta.

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

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

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

- **Compañías cotizadas**

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

- **Fondos de Capital Riesgo**

Las inversiones en fondos de capital riesgo se han valorado aplicando el último valor liquidativo calculado (a 30 de septiembre de 2011) y utilizando el tipo de cambio del euro contra la libra esterlina de 31 de diciembre de 2011.

<sup>2</sup> Fuente de los múltiplos utilizados: Bloomberg. Datos a 31 de diciembre de 2011

**Net Asset Value a 31 de diciembre de 2011**

Con lo antes expuesto, el resultado obtenido es un **Net Asset Value por Acción de 7,62 €.**

**Net Asset Value por acción al 31 de diciembre de 2011**

	NAV a 31.12.2007	NAV a 31.12.2008	NAV a 31.12.2009	NAV a 31.12.2010	NAV a 30.06.2011	NAV a 30.09.2011	NAV a 31.12.11
<i>*Datos en miles de euros, excepto por acción</i>							
Acciones	124.120	93.383	69.647	68.938	42.812	34.761	33.800
Créditos a participadas	106.553	80.312	61.883	40.234	39.983	39.868	45.750
<b>Total Cartera no cotizada y créditos a participadas</b>	<b>230.673</b>	<b>173.695</b>	<b>130.830</b>	<b>109.172</b>	<b>82.795</b>	<b>74.629</b>	<b>79.550</b>
Cartera cotizada (GNC)	7.785	4.913	3.806	2.319	3.243	2.021	1.621
Fondos Capital Riesgo	0	2.350	1060	1.147	3.769	564	5.680
Tesorería y asimilados	91.509	44.547	80.802	57.635	43.045	40.931	33.933
Otros Activos	1.581	2.064	3.780	2.575	3.643	8.296	4.876
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>331.548</b>	<b>227.569</b>	<b>220.278</b>	<b>172.848</b>	<b>136.496</b>	<b>131.491</b>	<b>125.661</b>
Otros Pasivos	(610)	(3.527)	(2.076)	(1.393)	(1.695)	(3.617)	(1.660)
<b>TOTAL ACTIVOS NETOS</b>	<b>330.938</b>	<b>224.043</b>	<b>218.202</b>	<b>171.455</b>	<b>134.801</b>	<b>127.873</b>	<b>124.001</b>
Ajuste por dividendos julio 2008	(8.379)						
Ajuste por dividendos julio 2009	(8.379)	(8.379)					
Ajuste por dividendos julio 2010	(11.172)	(11.172)	(11.172)				
Ajuste por dividendos julio 2011	(1.598)	(1.598)	(1.598)	(1.598)	(1.598)		
<b>TOTAL ACTIVOS NETOS ajustados</b>	<b>301.412</b>	<b>202.896</b>	<b>205.434</b>	<b>169.857</b>	<b>133.205</b>	<b>127.873</b>	<b>124.001</b>
<b>Nº de acciones</b>	<b>11970.000</b>	<b>11970.000</b>	<b>15960.000</b>	<b>15960.000</b>	<b>15960.000</b>	<b>15960.000</b>	<b>16.279.200</b>
NAV por acción	27,65€	16,72€	12,87€	10,74€	8,45€	8,01€	7,62€
NAV por acción ajustado por dividendos	25,9€	16,95€	12,87€	10,54€	8,35€	8,01€	7,62€
NAV por acción ajustado por dividendos y ampliación de capital liberada de 3.9200 acciones	25,9€	16,95€	12,87€	10,54€	8,35€	7,86€	7,62€
Variación de valor del NAV por acción ajustado por dividendos y ampliación de capital liberada de 3.9200 acciones	0,0%	(32,7%)	(24,2%)	(18,9%)	(21,6%)	(4,6%)	(3,0%)
Cotización del Ibx35	15.982,3	9.195,8	11.940,0	9.859,1	10.350,8	8.546,6	8.566,3
Crecimiento del Ibx35	7,3%	(39,4%)	29,8%	(17,4%)	5,0%	(17,4%)	0,2%
Cotización del Ibx Small Caps	14.601,8	6.231,4	7.327,6	5.985,5	6.447,1	4.949,1	4.483,0
Crecimiento del Ibx Small Caps	(5,4%)	(57,3%)	17,6%	(18,3%)	7,7%	(23,2%)	(9,4%)
Cotización Dinamia	210	92	101	88	71	46	4,0
Crecimiento de Dinamia	(10,7%)	(56,1%)	9,8%	(13,1%)	(18,8%)	(18,8%)	(14,1%)
Descuento (Premium) sobre NAV ajustado	16,7%	45,7%	21,5%	17,5%	14,6%	14,6%	48,1%
Descuento (Premium) sobre NAV ajustado sin la tesorería	24,0%	58,6%	35,5%	26,5%	21,5%	21,5%	64,9%

Resumen de la valoración de la cartera de inversiones

Valoración de la cartera al 31.12.2011											
	%Dinamia	Coste de adquisición (actual)	Inversión neta hasta la fecha	VALORACION			TOTAL VALORACION N. CARTERA				
				Equity	Préstamos Participativos						
		31.12.11	31.12.11	31.12.11	31.12.11	31.12.2011 <sup>(1)</sup>	31.12.2011 <sup>(1)</sup>	31.12.2011 <sup>(1)</sup>	31.12.2011 <sup>(1)</sup>	31.12.2011 <sup>(1)</sup>	
Arco Bodegas Unidas <sup>(46)</sup>	8,00%	17.451	15.458	4.061	-	4.061	4.068	4.068	8.232	8.031	
High Tech Hotels & Resorts <sup>(13)</sup>	26,00%	15.452	9.656	6.251	-	6.256	6.256	6.256	8.885	-	
Bodyball <sup>(1)</sup>	14,35%	28.483	3.908	-	-	-	-	-	-	-	
Holmes Place <sup>(5)</sup>	21,33%	9.070	9.070	-	-	-	-	-	4.757	6.676	
Grupo Crisler <sup>(4)</sup>	47,00%	12.025	12.025	-	2.473	-	-	-	6.140	7.095	
Leadig <sup>(1)</sup>	49,27%	18.542	18.542	-	-	-	-	-	-	-	
Alcad	37,68%	9.847	9.847	-	-	-	-	-	-	-	
ZIV	37,25%	11.734	11.734	-	-	-	-	-	-	-	
Xentl	33,77%	25.353	25.353	-	5.964	-	-	-	-	-	
MBA <sup>(12)</sup>	36,95%	31.066	31.066	-	-	-	-	-	-	-	
Mivisa <sup>(8)</sup>	2,85%	8.388	8.388	3.042	22.775	-	35.483	35.483	51.899	44.352	
Rymas/Tallonic <sup>(15)</sup>	25,00%	9.960	9.960	2.799	8.604	-	8.388	8.388	9.960	-	
EYSA <sup>(16)</sup>	35,50%	13.451	13.451	7.717	5.734	-	9.960	9.960	-	-	
<b>TOTAL ACCIONES NO COTIZADAS</b>		<b>208.422</b>	<b>178.458</b>	<b>33.799</b>	<b>46.950</b>		<b>69.003</b>	<b>59.043</b>	<b>79.793</b>	<b>92.733</b>	
Grupo Nicolas Correa Anyak <sup>(2)(13)</sup>	12,57%	4.915	2.599	1.621	-	1.621	2.021	3.243	2.319	3.806	
<b>TOTAL ACCIONES COTIZADAS</b>		<b>4.915</b>	<b>2.599</b>	<b>1.621</b>	<b>-</b>		<b>2.021</b>	<b>3.243</b>	<b>2.319</b>	<b>3.806</b>	
<b>TOTAL PARTICIP. FONDOS CAPITAL RIESGO</b>	11,76%	8.286	8.286	5.680	-	5.680	5.614	3.769	1.147	1.060	
<b>TOTAL CARTERA</b>		<b>221.623</b>	<b>189.343</b>	<b>41.101</b>	<b>45.750</b>		<b>76.638</b>	<b>66.056</b>	<b>83.250</b>	<b>97.599</b>	

(1) Fondo de capital riesgo domiciliado en el Reino Unido  
 (2) Valoración resultante de aplicar el precio de mercado a 31.12.2011 a la participación de Dinamia  
 (3) Dinamia participa en Bodyball a través del vehículo The Beauty & Bill Chain, S.r.l.  
 (4) Proforma Valoración 30 de septiembre de 2011 para todas las inversiones vivas a 31.12.2011. No se incluyen aquí las inversiones realizadas durante el último trimestre de 2011  
 (5) Dinamia participa en Holmes Place a través del vehículo HP Health Clubs Iberia, S.A.  
 (6) Dinamia participa en el Grupo Crisler a través del vehículo Grupo Gestión Integral Novulux Internacional, S.A.  
 (7) Dinamia participa en Leadig a través del vehículo Cologis Landis, S.L. y Cologis Landis II, S.L.  
 (8) Dinamia participa en Mivisa a través del vehículo Lela Lux Holding Parent, S.r.l.  
 (9) Proforma Valoración 30 de junio de 2011 para todas las inversiones vivas a 31.12.2011. No se incluyen aquí las inversiones realizadas durante el segundo semestre del ejercicio 2011  
 (10) Proforma Valoración 31 de diciembre de 2010 para todas las inversiones vivas a 31.12.2011. No se incluyen aquí las inversiones realizadas durante el ejercicio 2011.  
 (11) Proforma Valoración 31 de diciembre de 2009 para todas las inversiones vivas a 31.12.2011. No se incluyen aquí las inversiones realizadas durante el tercer trimestre de 2010 y 2011  
 (12) Porcentaje referido únicamente a acciones ordinarias. Excluido el resto de la estructura.  
 (13) Incluye inversión en Hotelers Tecnológicos, S.A. por 885 mil euros.  
 (14) Coste de adquisición de la participación en inversión bruta (suma de importes aportados). Vid. Ficha Arco y Nicolas Correa en el Informe de Valoración 31 de diciembre de 2011.  
 (15) Dinamia participa en Tallonic a través del vehículo Nuevo Tecnológico y Comunicación, S.L.  
 (16) Dinamia participa en EYSA a través del vehículo Tama Spain, S.L. (perímetro acordado).

## Evolución del sector de Capital Privado en el segundo semestre de 2011

### Inversión

De acuerdo a los datos preliminares recopilados por [webcapitalriesgo.com](http://webcapitalriesgo.com) en colaboración con ASCRI, el volumen de inversión en 2011 se situó en 3.249 millones de euros, produciéndose una caída del 7% con respecto al año anterior; aunque esta cifra supuso más del doble que en 2009. La inversión registrada en el segundo semestre representó, aproximadamente, el 40% del total del año.

Los grandes fondos internacionales han continuado teniendo un protagonismo importante en el sector, representando el 60% del capital invertido. Las operaciones apalancadas (LBO) representaron el 67% del volumen invertido en el año, mientras que las de capital expansión representaron el 26% y un 3,5% fue a parar a empresas en etapas de desarrollo semilla.

El número total de operaciones cerradas en 2011 se ha situado en 987, un 3% más que en 2010. Del total de operaciones cerradas en el año 606 correspondían a nuevas operaciones (crecimiento del 13%) y 341 ampliaciones en antiguas empresas participadas (registrando una caída del 10,5%).

Con respecto a las operaciones de sector medio del mercado, donde primordialmente opera Dinamia, se contabilizaron 39 operaciones entre los 10 y los 100 millones de euros de capital invertido<sup>3</sup>, siete más que las registradas en el conjunto de 2010 y situándose en niveles de 2009. Entre estas operaciones, se incluye la compra por Dinamia, junto con los fondos de N+1 Private Equity Fund II, del 100% de EYSA en el segundo semestre del año.

Se contabilizaron 5 inversiones en el segmento alto del mercado (por encima de los 100 millones de euros), entre las que destaca la compra de Mivisa por Dinamia/N+1 Private Equity Fund II y Blackstone en el primer semestre del año.

De la clasificación sectorial puede extraerse que las categorías que recibieron un mayor volumen de inversión fueron Servicios (27%), Medicina/Salud (15%) y Productos y Servicios industriales (14%).

### Desinversión

El volumen de las desinversiones, a precio de coste, se estima en el conjunto de 2011 en 1.557 millones de euros, lo que supone un nivel similar al del año precedente (1.546 millones de euros).

Según el mecanismo de desinversión utilizado, el 20% del volumen desinvertido en 2011 fue a través de ventas a terceros, un 20% mediante la venta a otra entidad de Capital Riesgo y el 27% en otras situaciones, como consecuencia principalmente de reestructuraciones financieras.

### Nuevos recursos captados

Los nuevos recursos captados en el conjunto de 2011 alcanzaron los 2.358 millones de euros, lo que supone una caída del 26% respecto al mismo periodo del año anterior. Es importante señalar que el 83% de estos nuevos fondos se debe a la aplicación de fondos internacionales a operaciones concretas de inversión. El restante 17% han sido captados por entidades nacionales, algunas de ellas relacionadas con el sector público. La captación de nuevos fondos sigue siendo uno de los mayores retos de la industria para los próximos años.

### Perspectivas

Las perspectivas de actividad para 2012 son moderadamente positivas, especialmente en el segmento de tamaño medio, tras consolidar en 2011 la recuperación iniciada en 2010 en términos de número de operaciones y volumen de inversión.

Parece que asistimos a una ligera recuperación en la compra y venta de empresas en un entorno más ajustado de precios de cierre de las transacciones. No obstante, el sector sigue encontrando dificultades para cerrar la financiación bancaria en operaciones de apalancamiento (LBO) en el segmento medio, exigiendo las entidades financieras un mayor grado de compromiso y desembolso de *equity* por parte de los fondos y en condiciones crediticias más exigentes. Por el contrario, están cobrando cada vez mayor peso las operaciones de adquisición de compañías con deuda en el balance y/o que necesiten capital para crecimiento o expansión, sobre todo a nivel internacional. Igualmente, los grupos industriales tienen que centrarse en sus negocios principales y deshacerse de activos no estratégicos, lo que genera oportunidades de inversión para el private equity.

<sup>3</sup> Estos datos recogen tanto posiciones mayoritarias como minoritarias

## Evolución de la actividad durante el segundo semestre de 2011

### Inversión

Con fecha 22 de julio Dinamia, junto con las entidades de capital riesgo de Nmás1 Private Equity Fund II, han ejecutado el acuerdo adquirido en el mes de junio, para la compra del 100% del capital social de Radiación y Microondas, S.A.U. ("Ryma") y del 100% del capital de Teltronic, S.A.U. ("Teltronic") a Corporación IBV. El desembolso de Dinamia ha ascendido a 9.960 miles de euros por un 25% del capital social de ambas compañías. El resto del capital de la sociedad hasta el 100% del capital ha sido suscrito por otras entidades de capital riesgo gestionadas por Nmás1 Capital Privado S.G.E.C.R., S.A. El grupo tecnológico está compuesto por dos compañías líderes y complementarias (Ryma y Teltronic) que operan en el sector de equipos y componentes electrónicos (en los nichos de radiocomunicación profesional y fabricación de antenas y componentes de telecomunicaciones) y con una clara vocación exportadora.

El día 26 de septiembre se realizó una aportación al fondo de capital riesgo Electra Partners Club por importe de 1.843 miles de euros para la adquisición de una participación en la compañía Davies Group, proveedor líder de gestión de reclamaciones y otros servicios para el sector seguros en el Reino Unido, a LDC.

Con fecha 22 de noviembre de 2011 se realizó una aportación de fondos de 711 miles de euros a Xanil Health Care Management, S.L.

El 29 de diciembre de 2011, Dinamia, junto con otras entidades de capital riesgo gestionadas por Nmás1 Capital Privado S.G.E.C.R., S.A., han ejecutado el acuerdo alcanzado en el mes de julio para la compra del 100% del capital social de Estacionamientos y Servicios S.A ("EYSA"). Dinamia ha invertido en total 13.451 miles de euros, incluyendo una aportación de 5.735 miles de euros realizada en julio, por un 25% del capital social. Dinamia participa en EYSA a través del vehículo Tamsi Spain, S.L. EYSA, integrada hasta la fecha dentro de FCC Versia, filial que integra varias divisiones de servicios del grupo FCC, opera en el sector de aparcamientos, y gestiona más de 120.000 plazas de estacionamiento regulado en superficie (80% de las ventas) y aparcamientos subterráneos, servicios municipales de grúa y depósito de vehículos de varias localidades.

### Desinversión

Con fecha 21 de Julio de 2011, Dinamia junto al fondo Nmás1 Private Equity Fund LP con el que coinvertía, ha vendido la participación del 48,86% que ostentaba en Servicio de Venta Automática S.A. (Serventa) al Grupo Autobar, compañía de vending para empresas líder en Europa y principal competidor de Serventa en España. El importe neto de la venta de dicha participación de Dinamia ha ascendido finalmente a 5.510 miles de euros.

Con fecha 29 de julio de 2011, Dinamia adquirió un compromiso de venta de la participación del 17,86% que ostentaba en las sociedades Segur Ibérica S.A. y Hortus Mundi S.L. a los inversores financieros MCH Private Equity y Corpin Capital, también accionistas de ambas compañías, y a la propia sociedad Segur Ibérica S.A. La ejecución del acuerdo se realizó el día 7 de septiembre tras la aprobación de la operación por las autoridades españolas de defensa de la competencia.

Dinamia Capital Privado S.C.R, S.A. invirtió en la compañía en marzo de 2004 junto con el fondo Nmás1 Private Equity Fund LP, el cual ha vendido su participación en las mismas condiciones que Dinamia Capital Privado S.C.R, S.A. El importe de la venta para Dinamia ha ascendido a 12.405 miles de euros. Adicionalmente, Dinamia mantiene un préstamo en Grupo Segur que asciende a 559 miles de euros.

Con fecha 25 de octubre de 2011, Dinamia ha vendido la participación del 44,90% que ostentaba en Émfasis Billing & Marketing, S.L. (Émfasis) al Grupo Servinform, compañía de servicios tecnológicos y *outsourcing*. Émfasis se dedicada a ofrecer servicios de billing y marketing directo a grandes empresas por toda la geografía nacional. El importe de la venta ha ascendido a 5,7 millones de euros.

### Otros hechos relevantes del segundo semestre de 2011

Con fecha 15 de julio de 2011 se procedió al desembolso del dividendo acordado en la Junta General de Accionistas celebrada el 7 de junio de 2011 por un importe de 0,10 euros por acción.

El inicio de la contratación ordinaria de las 319.200 nuevas acciones puestas en circulación mediante ampliación de capital liberada tuvo lugar el día 7 de noviembre.

Con fecha 21 de diciembre el Consejo de Administración de Dinamia acordó, al amparo de la autorización concedida por la Junta General de Accionistas, autorizar la adquisición de acciones de la Sociedad hasta un máximo de 625.000 acciones, representativas de aproximadamente un 3,84% del capital social, en función de las condiciones de mercado existentes en cada momento. Esta autorización incluye asimismo la facultad de disposición de las acciones propias adquiridas.

### Perspectivas

Dinamia ha tenido un 2011 muy activo tanto por el lado inversor como por el lado desinversor. Por tanto, una vez cerradas las inversiones de Mivisa, Ryma y Teltronic y Eysa, junto a las desinversiones de Serventa, Grupo Segur y Emfasis, Dinamia dispone de una tesorería de 33,9 millones de euros a cierre de 31 de diciembre para continuar con el ciclo inversor iniciado en 2011. Adicionalmente, la estrategia de rotación de activos permitirá la generación de caja disponible.

---

### Hechos posteriores a 31 de diciembre de 2011

Con fecha 4 de enero de 2012, Dinamia ha vendido la participación del 21,3% que ostentaba en la sociedad HP Health Clubs Iberia, S.A, compañía dedicada a la operación de gimnasios de gama alta en la Península Ibérica, a las sociedades gestoras de la marca Holmes Place en varios países de Europa.

### Comisión de éxito de la Sociedad Gestora Nmás1 Capital Privado

La comisión de éxito de la Sociedad Gestora depende únicamente de las plusvalías efectivamente conseguidas en la venta de las sociedades de la cartera. En cada operación de venta, Nmás1 Capital Privado devenga una comisión de éxito igual al 20% de la plusvalía obtenida, que sólo se hace efectiva una vez que se haya cubierto el coste de adquisición de todas las sociedades adquiridas en el mismo año que la 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 2011 a un precio igual al de las valoraciones realizadas por Nmás1 Capital Privado y que se detallan en el presente informe:

#### Cálculo de la comisión de éxito teórica al 31.12.2011

NAV a 31.12.2011	124.001
Comisión de éxito teórica	(2.328)
Valor liquidativo a 31.12.2011	121.673
<b>NAV por acción ajustado</b>	<b>7,33</b>

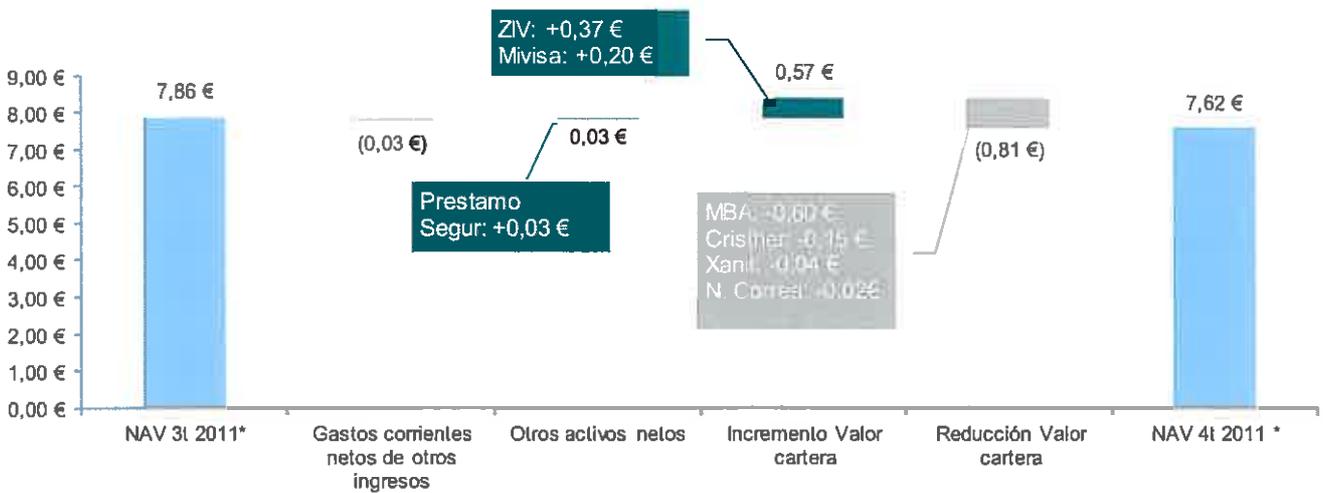
**Evolución del Net Asset Value**

**Evolución NAV total por acción de Dinamia 2004-2011**



\*Ajustado con ampliación de capital liberada de 2005  
 \*Ajustado con ampliación de capital liberada de 2011

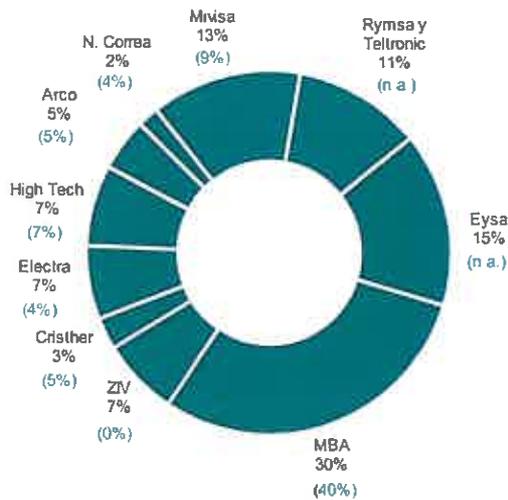
**Análisis evolución NAV total por acción de Dinamia durante el 4t 2011**



\*El NAV por acción está ajustado por la ampliación liberada de 319.200 acciones

**Información agregada del valor de la cartera**

**Composición de la cartera por compañías\***

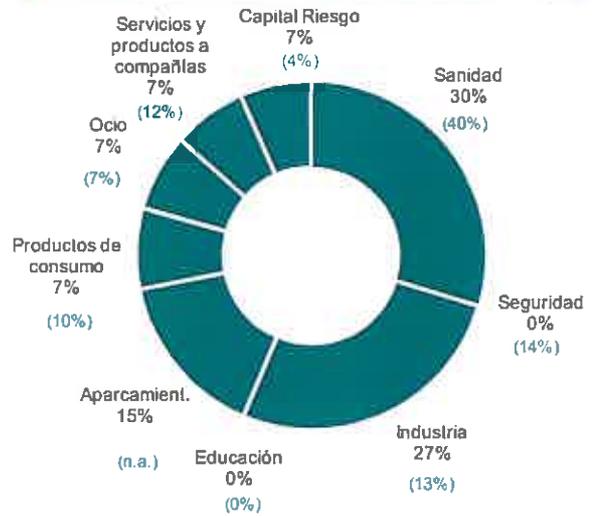


Compañías con NAV a cero a 31.12.11: Laude, Xami, Bodybell, HP y Alcad  
 Compañías vendidas durante 2011: Serventa, Emfásis y Segur Ibénca (26% NAV agregado a 30.06.2011)

(X%) a 31.12.2011  
 (X%) a 30.06.2011

\* NAV cartera a 31-12-11: 86,852 millones de euros

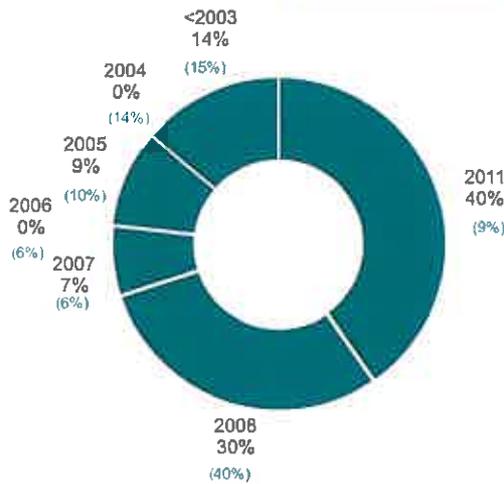
**Composición de la cartera por sectores\***



(X%) a 31.12.2011  
 (X%) a 30.06.2011

\* NAV cartera a 31-12-11: 86,852 millones de euros

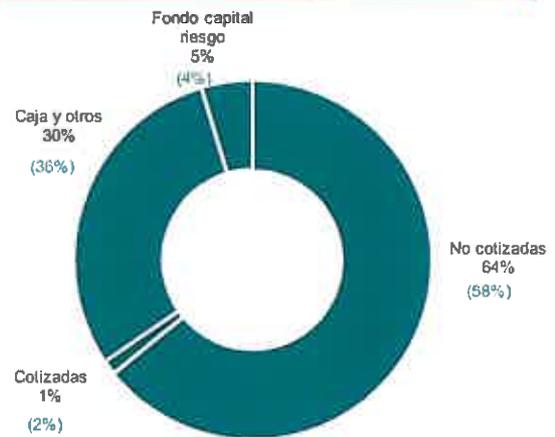
**Diversificación de la cartera por añadas de inversión\***



(X%) a 31.12.2011  
 (X%) a 30.06.2011

\* NAV cartera a 31-12-11: 86,852 millones de euros

**Desglose del NAV\***



(X%) a 31.12.2011  
 (X%) a 30.06.2011

\* NAV total a 31-12-11: 124,001 millones de euros

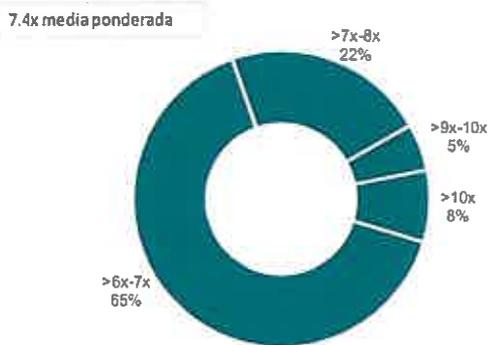
información agregada del valor de la cartera (2)

Desglose de la cartera por método de valoración\*



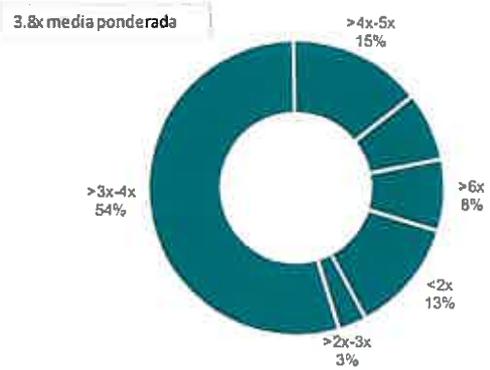
\* Para las compañías valoradas por el método de "Resultados", se emplea el menor del múltiplo de compra o el de cotizadas comparables sobre el Ebitda de 2011 (est.) y la Deuda Neta (est.) de diciembre de 2011

Desglose de la cartera por múltiplo de valoración\*



\* EV/EBITDA 2011e, para las compañías con valor positivo y no cotizadas

Desglose de la cartera por múltiplo de deuda\*



\* DFN 2011e y EBITDA 2011e para las compañías con valor positivo y no cotizadas

# EYSA



## DATOS DE LA INVERSION

Miles de euros

Sector	Aparcamientos
Tipo de inversión	LBO
Fecha de adquisición	Diciembre 2011
Inversión bruta hasta la fecha <sup>1</sup>	13.451
Valoración a 30 de septiembre de 2011	n.a.
Valoración a 31 de diciembre de 2011	13.451
Método de valoración	Coste de adquisición

<sup>(1)</sup> Incluye préstamo participativo

## ACCIONISTAS DE LA COMPAÑIA

Dinamia Capital Privado	25,0%
Nmas1 Private Equity Fund II	75,0%

## INFORMACION FINANCIERA

Datos en miles de Euros <sup>(1)</sup>	Previsto <sup>(2)</sup>	Auditoría	Auditoría
	31.12.2011	31.12.2010	31.12.2009
<b>Pérdidas y Ganancias</b>			
Ingresos de Explotación	61.361	61.958	59.915
Plazas Gestionadas (ORA)	122.879	124.785	126.067
<b>Balance de Situación</b>			
Activos Totales	165.953	129.539	138.194
Fondos Propios <sup>(3)(4)</sup>	53.804	58.523	48.162
Deuda Financiera Neta <sup>(4)</sup>	59.211	21.652	39.074

<sup>(1)</sup> Datos correspondientes sólo al perímetro adquirido (en 2010 se vendió una parte del negocio a Mutua Madrileña)

<sup>(2)</sup> Cierre estimado obtenido de las cuentas de gestión de la compañía

<sup>(3)</sup> Incluye préstamo participativo

<sup>(4)</sup> Para 2011, datos post-adquisición (29 diciembre)

### Descripción de la compañía

EYSA, adquirida en 2011 al grupo FCC, es una de las compañías líderes en el sector de aparcamientos en España. Con una facturación superior a los 60 millones de euros, EYSA gestiona actualmente más de 120.000 plazas en más de 60 ciudades.

Su principal actividad es la gestión, explotación y mantenimiento de estacionamientos regulados en superficie ("on-street"/ORA), actividad que representa más del 80% de su volumen de negocio. Adicionalmente la compañía gestiona aparcamientos en estructura

("off-street"), servicios municipales de grúa y depósito de vehículos, así como otras soluciones de movilidad en las ciudades.

EYSA, con una cuota del mercado de c.25%, es el operador líder en el segmento de la ORA junto con Empark.

### Descripción del mercado

El mercado español de aparcamientos, cuya facturación agregada ascendió a 855 millones de Euros en 2010, se subdivide en dos segmentos con características diferenciadas: (i) aparcamientos en estructura (de rotación, abonados y residentes) y (ii) estacionamiento regulado en superficie.

Según la consultora DBK, el mercado español de aparcamientos ha experimentado un crecimiento sostenido a lo largo de los últimos cinco años del 5,5%, impulsado principalmente por el segmento de la ORA (TACC 10% en el periodo).

Los cinco principales operadores dentro del mercado "on-street" cuentan con una cuota de mercado agregada del 80,5%. El resto del mercado está configurado por pequeños operadores de carácter local.

### Fundamentos de la inversión

- Sector defensivo con buena visibilidad de los ingresos y perspectivas de crecimiento para los próximos años.
- Posicionamiento de referencia en el segmento de estacionamientos regulados en superficie, siendo uno de los dos únicos operadores con presencia nacional.
- Posibilidades de crecimiento orgánico e inorgánico en los segmentos de ORA, de aparcamientos en estructura y de otros servicios relacionados con la movilidad en las ciudades, en España e internamente.

### Evolución reciente y perspectivas para 2012

EYSA ha cerrado 2011 con una facturación de 61,4 millones de Euros. A lo largo del año el negocio se ha visto afectado por la revisión de tarifas acordada con el Ayuntamiento de Madrid en 2010. No obstante lo anterior, la compañía ha evolucionado durante el ejercicio en línea con el plan de negocio previsto.

Durante el año 2011 la compañía ha resultado adjudicataria de importantes contratos de la ORA como los de San Sebastián o Cuenca. Adicionalmente, ha finalizado la construcción y puesta en funcionamiento de dos aparcamientos subterráneos (Santander, Amposta). Estos contratos contribuirán al crecimiento de la compañía a lo largo de 2012.

En 2012 EYSA continuará presentándose a las licitaciones de aquellos contratos que salgan a concurso. Adicionalmente, desarrollará su presencia en el segmento "off-street" mediante una política de adquisiciones selectivas y el desarrollo de contratos bajo gestión de aparcamientos de terceros (aeropuertos, hospitales, etc.).

En paralelo, el equipo directivo continuará con el proceso iniciado en 2011 de separación del Grupo FCC. Para ello, trasladará la sede a unas nuevas oficinas corporativas y se implantarán nuevos sistemas de gestión.

### Valoración a 31 de diciembre de 2011

EYSA se valora a coste de adquisición al haber sido adquirida hace menos de un año.

# RYMSA / TELTRONIC




## DATOS DE LA INVERSION

	Miles de euros
Sector	Equipamiento Electrónico
Tipo de Inversión	Buy Out
Fecha de adquisición	Julio 2011
Inversión hasta la fecha	9.960
Valoración a 30 de septiembre de 2011	9.960
Valoración a 31 de diciembre de 2011	9.960
Método de valoración	Coste adquisición

## ACCIONISTAS DE LA COMPAÑIA

Dinamia Capital Privado	25,0%
Nmas1 Private Equity Fund II	75,0%

## INFORMACION FINANCIERA

Datos en miles de Euros	Estimado 31.12.2011	Real 31.12.2010
<b>Pérdidas y Ganancias (1)</b>		
Ingresos de Explotación	65.040	54.808
EBITDA	9.907	7.208

### Balance de Situación (2)

Aclivos Totales	92.043	97.428
Fondos Propios	40.924	41.628
Deuda Financiera Neta	17.801	23.033

(1) PF incluyendo líneas de negocio comparables 2010 y 2011

(2) No comparable por desinversión de línea de negocio Telecom

## Descripción del proyecto

El proyecto está basado en la adquisición a corporación IBV de 2 compañías dedicadas al sector de los componentes y equipamiento electrónico con el objetivo final de integrar en una única compañía (el Grupo) 3 líneas de negocio y conseguir un Grupo dedicado al diseño, fabricación de sistemas y componentes electrónicos, con un alto componente de tecnología, con posiciones de liderazgo global en mercados profesionales, globales, de nicho y en crecimiento.

Las compañías adquiridas son:

Teltronic (Radiocomunicaciones): se dedica a la fabricación de equipos y sistemas electrónicos para sistemas de radio profesional, como por ejemplo bomberos y policía.

Rymsa (antenas y componentes para telecomunicaciones): diseña, fabrica y distribuye antenas para la industria de telecomunicaciones. Tiene a su vez 2 líneas de negocio:

- Broadcast-Defensa & Radar: fabricación de sistemas radiantes y equipos pasivos para la difusión de señales de radio y TV (Broadcasting), así como antenas de radar de control de tráfico aéreo y otros sistemas (Defensa&Radar)

- Equipamiento para satélites: diseña, fabrica y suministra antenas de alta tecnología y componentes pasivos embarcados en satélites

## Descripción del mercado

El Grupo opera en 3 mercados diferentes:

- 1) Mercado de radiocomunicaciones, con un tamaño de mercado de de 700 € Mn bajo el estándar TETRA y 600 € Mn adicionales bajo el standard americano APCO P-25
- 2) Broadcast-Defensa & Radar,

2.1) Broadcasting: Mercado global, de un tamaño de alrededor de € 250 M, con una demanda estable, pero diferente en cada país.

2.2) Defense & Radar: El principal mercado es el de radares y pedestales para navegación

- 3) Equipamiento para satélites, el mercado europeo de satélites se estima entre 900 -1000 € Mn y el mercado global asciende a 5.300 € Mn

## Fundamentos de la inversión

- Fuerte presencia internacional. En 2011, las ventas fuera de España ascienden al c.84% del total
- Excelente equipo directivo. Responsable de la internacionalización de la compañía y en la compañía desde más de 15 años.
- Tecnología diferenciadora y flexibilidad en el proceso de la producción que permite la "customización" del producto y genera altas barreras de entrada
- Reconocida imagen de marca. Fundamental para los clientes debido a la primacía de la fiabilidad sobre el precio
- Clientes con tamaño relevante y fuerte componente institucional
- Compañía líder en sus nichos de actividad a nivel mundial
- Posibilidad de desarrollo de un proyecto de crecimiento tanto orgánico como inorgánico

## Evolución reciente y perspectivas para 2012

Desde el mes de Julio de 2011 que se adquirió la compañía, el Grupo ha estado trabajando en la (i) integración de ambas compañías en un solo Grupo, para lo cual se ha incorporado un Consejero Delegado que dirija ambas compañías y (ii) proceder a la desinversión de una línea de negocio no estratégica. la cual se ha realizado ya, con un resultado más positivo de lo previsto.

A nivel operativo, la compañía ha cumplido el presupuesto del año, el cual implicaba un crecimiento en ventas del 19% y un crecimiento en EBITDA de 37%, situándose el porcentaje de ventas al extranjero en el 84%. Asimismo, 2011 ha sido el año en que se han conseguido importantes hitos, como por ejemplo, la entrada en el mercado norteamericano para alguna de las divisiones, lo cual, refuerza la presencia internacional del Grupo todavía más.

Para el año 2012, se prevé que (i) tanto las ventas como el EBITDA crezcan principalmente por el posicionamiento internacional del Grupo y (ii) se finalice la integración del Grupo.

## Valoración a 31 de diciembre de 2011

El Grupo se valora a coste de adquisición al haber sido adquirido hace menos de un año.

MIVISA

www.mivisa.com



## DATOS DE LA INVERSIÓN

	Miles de euros
Sector	Envases de alimentación
Tipo de inversión	MBO
Fecha de adquisición	Abril 2011 <sup>(3)</sup>
Inversión hasta la fecha <sup>1</sup>	8.388
Valoración a 30 de septiembre de 2011	8.388
Valoración a 31 de diciembre de 2011	11.603
Método de valoración	Múltiplo de compra
<sup>(1)</sup> Incluye préstamo participativo	
<sup>(2)</sup> El múltiplo de compra fue 7,2 veces EV/EBITDA	
<sup>(3)</sup> El acuerdo de compra se firmó en diciembre de 2010	

## ACCIONISTAS DE LA COMPAÑÍA

Dinamia Capital Privado	2,8%
Nmas1 Private Equity Fund II	8,6%
Otros	88,6%

## INFORMACION FINANCIERA

Datos en millones de Euros	Estimado 31.12.2011	Auditado 31.12.2010
<b>Pérdidas y Ganancias</b>		
Ingresos de Explotación	562,8	512,5
EBITDA <sup>(1)</sup>	137,4	121,8
<b>Balance de Situación</b>		
Activos Totales	1.070,3	786,1
Fondos Propios <sup>(2)</sup>	337,5	239,1
Deuda Financiera Neta <sup>(3)</sup>	580,7	333,1

(1) Ajustado de acuerdo a International Accounting Standards

(2) Incluye préstamo participativo

(3) Las cifras auditadas del 2010 no incluyen la deuda financiera de €151,7 m correspondiente a su matriz accionista

## Descripción de la compañía

Mivisa es el fabricante de envases de hojalata para comida líder del mercado español y el tercero a nivel europeo. La compañía tiene presencia en más de 70 países, cuenta con un plantilla de más de 2.000 personas y dispone de 9 fábricas repartidas entre España, Holanda, Hungría y Marruecos.

## Descripción del mercado

El sector manufacturero de envases para alimentación en los países que opera Mivisa representó aproximadamente €2.300 millones en 2009 y ha demostrado ser muy resistente a la crisis económica al crecer un 2,9% al año entre 2005 y 2009. Se estima que el mercado crezca un 2,6% al año entre 2009 y 2012, impulsado por la producción de alimentos saludables enlatados y el constante aumento de los precios.

Los principales impulsores del consumo de comida envasada – tamaño de los hogares y los hábitos nutricionales – prácticamente no tienen correlación con los ciclos económicos, por lo cual la demanda de envases para comida es muy estable.

El mercado de Mivisa presenta unas barreras de entrada elevadas debido a la necesidad de importantes inversiones en las plantas de fabricación, las economías de escala y la importancia de la relación con los productores de comida envasada.

Por último el mercado manufacturero global de envases de hojalata está dominado por tres grandes empresas (Crown, Impress y Mivisa), quienes están liderando el proceso de consolidación.

## Fundamentos de la Inversión

- **Extraordinario equipo directivo:** Ha liderado Mivisa durante 27 años y constantemente ha conseguido un impresionante crecimiento orgánico de ventas y unos márgenes operativos muy superiores a la competencia.
- **Mercado resistente a cambios de ciclo:** El mercado final de Mivisa (mercado de alimentos envasados) no se correlaciona con los ciclos del PIB y ha demostrado ser resistente al entorno de crisis económica actual.
- **Modelo de fabricación:** El modelo de fabricación *hub-and-spoke* (fabricación centralizada / ensamblaje local) que Mivisa ha desarrollado orgánicamente durante las últimas décadas reduce los gastos de logística y le confiere importantes economías de escala.
- **Generación de caja:** La eficiencia operativa de la compañía y las bajas necesidades de *Capex* hacen que Mivisa tenga una gran conversión de EBITDA en caja.
- **Oportunidades de crecimiento:** Se han identificado múltiples oportunidades de crecimiento en nuevos mercados a través de la exportación desde fábricas ya existentes y la apertura de pequeñas plantas de ensamble (modelo ya probado en Marruecos, Hungría y Holanda).

## Evolución reciente y perspectivas para 2012

Durante 2011 Mivisa ha continuado demostrando su capacidad de crecer en un entorno económico muy complicado y de diversificar sus ingresos en distintos mercados. Si bien el mercado doméstico ha sufrido una cierta ralentización, las ventas fuera de España han mostrado un fuerte crecimiento y ya suponen un 60% de los ingresos totales del grupo.

La ralentización sufrida en el mercado doméstico se ha debido, en parte a la difícil situación económica, pero sobretudo al peor comportamiento puntual de algunas campañas de productos. En el mercado exterior, Mivisa ha continuado consolidando su posición como proveedor de referencia, especialmente en los mercados francés, holandés y húngaro.

Las perspectivas para 2012 continúan siendo positivas, tanto a nivel doméstico como a nivel internacional. No obstante la coyuntura económica hace que el equipo directivo sea cauto en sus previsiones.

La compañía, a nivel doméstico, espera que no se repitan las situaciones alílicas que se produjeron en las campañas de determinados productos en 2011, y que se aceleren las tasas de crecimiento. A nivel internacional, las inversiones realizadas para aumentar la capacidad productiva así como los esfuerzos comerciales realizados deberían tener un efecto positivo.

## Valoración a 31 de diciembre de 2011

Aplicando el menor de los métodos de valoración de i) múltiplo de compra y ii) múltiplos comparables sectoriales sobre el EBITDA de 2011 de la compañía se obtiene una valoración de 11.603 miles de Euros.

MBA

www.mba.eu



## DATOS DE LA INVERSION

Miles de euros

Sector	Distribución de prótesis
Tipo de Inversión	MBO
Fecha de adquisición	Julio 2008
Inversión total hasta la fecha <sup>1</sup>	31.066
Valoración a 30 de septiembre de 2011	35.483
Valoración a 31 de diciembre de 2011	25.788
Método de valoración	Múltiplo de compra <sup>2</sup>

<sup>(1)</sup> Incluye préstamo participativo<sup>(2)</sup> El múltiplo de compra fue 7,0 veces EV/EBITDA

## ACCIONISTAS DE LA COMPAÑÍA

Dinamia Capital Privado	36,9%
Nmas1 Private Equity Fund II	36,9%
Equipo Directivo	23,50%
Otros	2,7%

## INFORMACION FINANCIERA

Datos en miles de Euros	Pro-Forma <sup>(1),(2)</sup> 31.12.2011	Pro-Forma <sup>(2)</sup> 31.12.2010	Pro-Forma <sup>(2)</sup> 31.12.2009
<b>Pérdidas y Ganancias</b>			
Ingresos de Exploración	80.724	96.937	82.915
EBITDA	21.979	31.841	26.781
<b>Balance de Situación</b>			
Activos Totales	217.266	219.813	179.507
Fondos Propios <sup>(3)</sup>	111.153	114.151	85.912
Deuda Financiera Neta	81.155	81.369	70.936

<sup>(1)</sup> Cierre estimado obtenido de las cuentas de gestión de la compañía<sup>(2)</sup> Datos de ventas y EBITDA Pro-Forma incluyendo (i) el impacto anualizado de la adquisición de Comed en Bélgica en 2010 y (ii) otros conceptos de naturaleza extraordinaria<sup>(3)</sup> Incluye préstamo participativo

## Descripción de la compañía

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

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

## Descripción del mercado

En 2011, el mercado español de cirugía ortopédica y de traumatología se ha visto afectado por una ralentización generalizada en el ámbito sanitario con el consecuente incremento de las listas de espera.

El mercado donde opera MBA está liderado por multinacionales fabricantes con presencia comercial como Stryker, Zimmer, Depuy (J&J) y Biomet con una cuota agregada del 68%.

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

## Fundamentos de la inversión

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

## Evolución reciente y perspectivas para 2012

Durante el segundo semestre de 2010 y el año 2011 se ha producido una disminución del número de cirugías en el mercado doméstico en el contexto de ralentización de la economía, produciéndose un incremento en las listas de espera.

Adicionalmente, durante el mismo periodo la compañía ha sufrido el retraso en la sustitución de uno de sus productos. Dadas las condiciones técnicas del nuevo producto, el equipo directivo de MBA espera recuperar el nivel de actividad en los próximos meses.

Ante la caída de las ventas, el equipo directivo ha diseñado y está implementando un plan de incremento de la eficiencia operativa, cuyos efectos no tendrán impacto hasta 2012.

Adicionalmente, tras la adquisición de Comed en 2010, la compañía continúa analizando nuevas oportunidades en mercados internacionales con el objetivo de trasladar a esos países las ventajas competitivas de la compañía (modelo de negocio, catálogo de productos, relación con proveedores internacionales, *know-how* tecnológico, etc.).

Los primeros meses de 2012 mostrarán la tendencia del mercado teniendo mayor visibilidad sobre aquellas medidas que pudiera llegar a adoptar la Administración Pública. No obstante, los operadores de referencia del mercado saldrán reforzados una vez se normalice el contexto económico actual, incrementando cuota de mercado a medida que los competidores de menor tamaño no puedan continuar soportando periodos medios de cobro tan elevados.

## Valoración a 31 de diciembre de 2011

Aplicando el menor de los métodos de valoración de i) múltiplo de compra (7 veces) y ii) múltiplos comparables sectoriales (7,7 veces) sobre los niveles de rentabilidad (EBITDA) estimados en 2011 de la compañía se obtiene una valoración de 25.788 miles de Euros. Se estima que existe posibilidad de revalorización futura de esta inversión en la medida en que se recuperen los niveles normalizados de actividad del sector.

# ELECTRA PARTNERS CLUB 2007 LP

www.electrapartners.com

## DATOS DE LA INVERSION

Miles de euros

Sector	Fondo de capital riesgo
Tipo de Inversión	Generalista
Fecha de adquisición	Junio 2008
Inversión hasta la fecha	8.286
Valoración a 30 de septiembre de 2011	5.614
Valoración a 31 de diciembre de 2011	5.680
Método de valoración	Valor liquidativo <sup>1</sup>
<sup>1</sup> a 30 de septiembre de 2011	

## ACCIONISTAS DE LA COMPAÑÍA

Dinamia Capital Privado	11,8%
Otros	88,2%

### Descripción

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

A finales de 2007 se decidió continuar con esta política de una forma más diversificada y estructurada, participando en un 10% en un fondo de capital riesgo denominado "Electra Partners Club 2007" de 100 millones de libras que se cerró en Abril de 2008 y, por tanto, con un compromiso de inversión de hasta 10 millones de libras con un horizonte temporal de 5 años.

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

- **Objetivo geográfico:** Reino Unido: Las inversiones están basadas en empresas domésticas e Internacionales con sede o con presencia significativa en el Reino Unido. Se ha realizado un acercamiento en busca de oportunidades en otras partes de Europa Occidental.
- **Mid-market:** Las empresas objetivo de inversión tienen un valor empresa objetivo de entre 70-250 millones de libras, si bien el límite superior puede aumentar si las circunstancias así lo aconsejan.
- **Inversiones de control:** Electra Partners Club 2007 invertirá en participaciones de control junto a Electra Private Equity Plc para asegurar así la consecución de una estrategia para la cartera de la compañía.
- **Flexible sobre el horizonte de la salida:** La estrategia de negocio debería conducir a los proyectos de salida de los inversores para optimizar el valor.

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

El 15 de marzo de 2011 se produjo un impago de un inversor con lo que el tamaño del fondo se redujo a 85 millones y la participación de Dinamia en el fondo aumentó del 10% al 11,76%.

### Evolución reciente y perspectivas para 2012

Hasta la fecha, Dinamia ha desembolsado 6.777 miles de libras equivalentes a 8.286 miles de euros para la adquisición de cinco inversiones y los gastos propios del fondo. El fondo está desembolsado al 68% y el periodo de Inversión puede llegar hasta Abril de 2013.

Las inversiones en cartera actualmente son:

- **Davies Group (oct.11)**, proveedor que aporta soluciones y servicios a las reclamaciones de las mayores aseguradoras en Reino Unido para ser más eficientes en los procesos y en los pagos en los casos de siniestros. Es un sector con ciclicidad limitada y con margen de incremento de clientes y de nuevos servicios, pero afectada por la volatilidad del clima en el último trimestre.
- **Daler-Rowney (mar. 11)**, el tercer mayor proveedor mundial de materiales de bellas artes (acuarelas, pinturas, etc.). El racional de la inversión consiste en desarrollar una estrategia de crecimiento orgánico (USA y Europa incluido Reino Unido) e inorgánico (Reino Unido y República Dominicana). Las ventas y Ebitda han crecido en los últimos 12 meses a 30 de septiembre.
- **Sentinel Performance Solutions Limited (feb. 11)**, el proveedor líder europeo de productos para el tratamiento y mejora del comportamiento y la eficiencia de los sistemas de agua caliente y la calefacción residencial. Sentinel tiene una marca establecida con márgenes altos y el atractivo de la inversión pasa por el desarrollo de nuevos productos fuera del Reino Unido (Alemania y USA) y a través de adquisiciones selectivas. El segundo trimestre fue malo y se ha estabilizado en los meses de verano esperando acabar el año ligeramente por debajo en niveles de Ebitda.
- **Nuaire (dic. 07)**, uno de los fabricantes y distribuidores de referencia de sistemas de ventilación para oficinas e inmuebles residenciales en el Reino Unido. La compañía se ha concentrado en la distribución directa a los consumidores evitando a los distribuidores tanto del sector de calefacción, ventilación y aire acondicionado como del sector eléctrico. El racional de la inversión se basa en el incremento de la demanda y del valor de los productos de ventilación así como en los cambios en la normativa que regula la construcción de edificios y las preocupaciones medioambientales.

El comportamiento durante los primeros tres trimestres del año ha sido positivo, en un contexto difícil de mercado y con incertidumbres aún sobre los niveles de actividad del sector construcción y los recortes de gasto público, con subidas del 9% en ventas.

### Valoración a 31 de diciembre de 2011

La valoración de la participación de Dinamia en Electra Partners Club 2007 se realiza por su valor liquidativo a 30 de septiembre de 2011 – último dato disponible-, cuyo importe total ascendió a 5.680 miles de euros.

**XANIT**

www.xanit.net



**Xanit**  
Healthcare Management

**DATOS DE LA INVERSION**Miles de euros<sup>2</sup>

Sector	Hospitales
Tipo de Inversión	MBI-Build up
Fecha de adquisición	Diciembre 2007
Inversión hasta la fecha <sup>1</sup>	25.353
Valoración a 30 de septiembre de 2011	0
Valoración a 31 de diciembre de 2011	0
Método de valoración	Múltiplo de transacciones comparables <sup>2</sup>

<sup>(1)</sup> Incluye préstamo participativo y préstamo ordinario<sup>(2)</sup> El múltiplo asciende a 9,9 veces EV/EBITDA. Las transacciones más representativas son las de Teknon, Capio y Adeslas**ACCIONISTAS DE LA COMPAÑÍA**

Dinamia Capital Privado	33,7%
Nmas1 Private Equity Fund II	33,7%
Otros	32,6%

**INFORMACION FINANCIERA**

Datos en miles de Euros	Reporting 31.12.2011	Auditado 31.12.2010	Auditado <sup>(1)</sup> 31.12.2009
<b>Pérdidas y Ganancias</b>			
Ingresos de Explotación	36.410	29.443	40.369
EBITDA <sup>(2)</sup>	3.024	1.688	3.623
<b>Balance de Situación</b>			
Activos Totales	78.083	74.902	91.472
Fondos Propios <sup>(3)</sup>	43.753	42.008	53.479
Deuda Financiera Neta	18.421	19.169	21.135

<sup>(1)</sup> Cuentas auditadas de Grupo Xanit y sociedades dependientes, incluido Gabinete Médico Velázquez, desinvertido en 2010<sup>(2)</sup> EBITDA ajustado por gastos no recurrentes<sup>(3)</sup> Incluye préstamo participativo**Descripción de la compañía**

Xanit Hospital Internacional, que comenzó su actividad en enero de 2006, está ubicado en el centro geográfico de la Costa del Sol y es uno de los hospitales de referencia del sur de España. Recientemente ha recibido el premio Mejor Hospital 2011 concedido por la prestigiosa publicación International Travel Insurance Journal durante la ITIC celebrada en Lisboa.

Xanit desarrolla su actividad en un edificio de 13.000 m<sup>2</sup>, distribuidos en cinco plantas con 108 habitaciones individuales y dispone de un centro médico periférico situado en Fuengirola.

Xanit es un hospital privado que cuenta con un equipo humano formado por más de 650 profesionales, de los cuales 250 son médicos expertos en los últimos avances diagnósticos y terapéuticos, de reconocido prestigio nacional e internacional.

El hospital realiza una fuerte apuesta por la innovación, la ciencia y la tecnología, y se caracteriza por tener excelentes equipos médicos

que trabajan de forma multidisciplinar y dan una asistencia integral y de calidad; y por disponer de la tecnología más avanzada en el campo de la salud.

La capacidad tecnológica de Xanit Hospital internacional y el alto nivel de cualificación de sus profesionales le permite realizar técnicas de alta complejidad, siendo su mercado objetivo toda la Comunidad Andaluza y puntualmente el resto del territorio nacional en determinadas especialidades o técnicas. Destaca el Instituto Oncológico Xanit (IOX) que es capaz de reunir a todas las estructuras relacionadas con el tratamiento y diagnóstico, disponiendo de todas las herramientas contra el cáncer (radiología, medicina nuclear, anatomía patológica, cirugía y oncología médica y radioterápica).

**Fundamentos de la Inversión**

- Sector fragmentado con perspectivas de consolidación.
- Resistencia a cambios de ciclo y fuertes crecimientos.

**Evolución reciente y perspectivas para 2012**

Hospital Xanit Internacional ha conseguido en 2011 un fuerte crecimiento en ventas y en EBITDA, consolidando el cambio de modelo que se inició en el año 2010 y a pesar de la presión en precios por parte de las compañías aseguradoras nacionales.

Las ventas al cierre han ascendido a 36,4M€, un 24% por encima de las de 2010, con incrementos en todas las tipologías de pacientes. Es destacable el incremento de la facturación de compañías aseguradoras nacionales (+19% vs. 2010) y sobre todo de pacientes extranjeros (+34% vs. 2010). Este último grupo supone un 28% de la facturación total del Hospital en comparación con el 25% del año 2010.

El cambio de modelo implantado por el equipo directivo, basado en la excelencia de los equipos médicos en las distintas especialidades, la atención personalizada, la colaboración con médicos externos enfocados en el paciente privado y extranjero y la ampliación de los acuerdos con compañías aseguradoras nacionales se ha mostrado exitosa en 2011 y constituye la base sobre la que se asienta el crecimiento de los próximos años.

En términos de rentabilidad, el EBITDA de 2011 ha alcanzado los 3M€, aumentado en casi 3 p.p. el margen de 2010. Esta mejora no sólo es consecuencia del apalancamiento operativo derivado de una mayor facturación, sino también de los esfuerzos para mejorar la eficiencia.

Las perspectivas para el año 2012 son optimistas, dado el flujo recurrente de pacientes que ha adquirido el Hospital, las nuevas acciones planeadas para el nuevo año y los niveles de ocupación del Hospital, que aún se encuentran lejos de la capacidad máxima. Únicamente anualizando las nuevas vías de ingreso que se aportaron al Hospital durante 2011, entre las que destacan la concertación de nuevas aseguradoras y la apertura de nuevos servicios, se espera un crecimiento significativo para 2012.

**Valoración a 31 de diciembre de 2011**

Las cifras del Hospital en 2011 habrían motivado un aumento de la valoración a cierre de 2011 pero por motivos de prudencia se ha decidido mantener la valoración en cero. No obstante, los objetivos fijados en el Presupuesto de 2012 y la evolución de la actividad más reciente anticipan un potencial incremento de la valoración en el corto plazo, en caso de que la mejora de resultados esperada por el equipo gestor se consolide.

Xanit continúa siendo el mejor activo en su mercado de referencia, con una cartera de clientes cada vez más sólida y diversificada, con amplia capacidad de crecimiento en sus instalaciones y con uno de los mejores equipos gestores del sector. Ha obtenido unos resultados positivos en 2011 y las perspectivas de crecimiento a corto y medio plazo son favorables.

ZIV

www.ziv.es



## DATOS DE LA INVERSIÓN

Miles de euros

Sector	Serv. y prod. eléctricos
Tipo de inversión	MBO-capital sustitución
Fecha de adquisición	Abril 2007
Inversión total hasta la fecha <sup>1</sup>	11.734
Valoración a 30 de septiembre de 2011	0
Valoración a 31 de diciembre de 2011	5.964
Método de valoración	Múltiplo de compra

<sup>(1)</sup> Incluye préstamo participativo

## ACCIONISTAS DE LA COMPAÑÍA

Dinamia Capital Privado	37,3%
Nmas1 Private Equity Fund I	37,3%
Equipo Directivo	25,0%
Otros	0,4%

## INFORMACIÓN FINANCIERA

Datos en miles de Euros	Estimado	Real	Real
	31.12.11	31.12.2010	31.12.2009
<b>Pérdidas y Ganancias</b>			
Ingresos de Explotación	58.051	33.973	35.809
EBITDA <sup>(1)</sup>	5.806	1.492	2.128
<b>Balanza de Situación</b>			
Activos Totales	95.828	91.069	89.141
Fondos Propios <sup>(2)</sup>	47.196	45.722	46.235
Deuda Financiera Neta	30.434	26.128	21.317

<sup>(1)</sup> El EBITDA excluye gastos no recurrentes incurridos en los ejercicios<sup>(2)</sup> Incluye préstamo participativo

## Descripción de la compañía

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

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

## Descripción del mercado

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

El consumo eléctrico en España se disparó entre 1998 y 2008, subiendo un 56% hasta situarse en 271 000 gigavatios-hora (GWh). En 2009 descendió por primera vez con respecto al ejercicio anterior lo que, unido a los movimientos corporativos en el mercado eléctrico y las disputas entre gobierno y eléctricas por el déficit de tarifa, se tradujo en una menor inversión en la red de distribución durante 2009.

En el año 2010 el consumo de electricidad volvió a crecer, alrededor de un 3% con respecto al año anterior, si bien los últimos ajustes tras los movimientos corporativos continuaron afectando las inversiones de las eléctricas.

Aunque en 2011 el consumo de electricidad ha vuelto a caer (1,2%) con respecto al año anterior, las compañías eléctricas, una vez normalizada su situación interna, han comenzado a lanzar planes de modernización de la red eléctrica.

## Fundamentos de la Inversión

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

## Evolución reciente y perspectivas para 2012

ZIV, tras dos ejercicios excelentes (2007-2008), sufrió una caída en resultados durante 2009 y 2010. Las razones son los mencionados retrasos en el ritmo de inversión de compañías eléctricas tras los movimientos corporativos producidos en el sector y la negociación entre eléctricas y Gobierno en relación con el déficit de tarifa. Estos retrasos, junto con la incertidumbre en el marco regulatorio de energías renovables y las negociaciones con el Gobierno en relación con las subidas de tarifas al cliente final, se tradujeron en una reducción en la contratación de proveedores como ZIV.

Ante esta difícil situación, ZIV se centró en reforzar la estrategia de expansión internacional, adaptar su estructura de costes a la situación de negocio y continuar invirtiendo en el desarrollo de productos y soluciones punteros. Estas medidas le han permitido situarse en una posición privilegiada para aprovechar la recuperación del mercado, una vez normalizada su situación.

Durante 2011, ZIV ha crecido significativamente en el mercado doméstico, gracias en parte a un excelente posicionamiento en el plan de sustitución de contadores residenciales, y en el mercado internacional, apoyándose en los esfuerzos comerciales y técnicos realizados en los últimos dos años, los cuales han dado sus frutos especialmente en el área de protección y control en mercados tales como México, Brasil y Rusia. Además la *joint venture* en la India sigue progresando y ha comenzado a generar ingresos.

Las perspectivas para ZIV en 2012 son muy positivas y se basan en continuar consolidando la estrategia que ZIV ha seguido en 2011 y que se espera genere mejores resultados: 1) participación en el plan de renovación de contadores a nivel doméstico; 2) crecimiento internacional y recuperación a nivel doméstico del área de protección y control; 3) maduración de la *joint venture* en la India. Estas bases llenan una gran visibilidad, dado que la compañía ha comenzado el ejercicio con una cifra record de cartera, además de una gran sostenibilidad, lo que nos hace esperar crecimientos positivos y estables en el medio-largo plazo.

## Valoración a 31 de diciembre de 2011

Hemos considerado necesario replantear la utilización del múltiplo de compañías colizadas comparables puesto que estas compañías se mueven en segmentos geográficos y de volumen diferente al de ZIV. Por este motivo, hemos analizado las últimas transacciones, comprobando que el mercado está reconociendo un gran valor en las compañías comparables a ZIV. El resultado es que las transacciones que se han realizado en el segmento de ZIV se sitúan en torno a un múltiplo de 11x EBITDA. No obstante para la valoración hemos aplicado el método más conservador, entre transacciones comparables y múltiplo de compra, llegando a una valoración de 5.964 miles de euros.

ALCAD

www.alcad.net



## DATOS DE LA INVERSION

Miles de euros

Sector	Telecomunicaciones
Tipo de inversión	MBO
Fecha de adquisición	Marzo 2007
Inversión hasta la fecha	9.847
Valoración a 30 de septiembre de 2011	0
Valoración a 31 de diciembre de 2011	0
Método de valoración	Múltiplo de compra <sup>(1)</sup>

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

## ACCIONISTAS DE LA COMPAÑIA

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

## INFORMACION FINANCIERA

Datos en miles de Euros	Estimado 31.12.2011	Real 31.12.2010	Real 31.12.2009
<b>Pérdidas y Ganancias</b>			
Ingresos de Explotación	22.311	26.917	26.229
EBITDA	615	2.814	2.536
<b>Balance de Situación</b>			
Activos Totales	47.192	52.663	57.658
Fondos Propios	15.160	16.627	20.476
Deuda Financiera Neta	22.912	20.505	24.045

## Descripción de la compañía

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

La compañía tiene un importante departamento de I+D, el cual realiza un desarrollo continuo de nuevos productos (comunicación, domótica, etc.). En este sentido, en el año 2008, se incorporó una línea de negocio relacionada con el sector sanitario y hotelero (llamada "Soluciones"), dando muestras del continuo avance de la compañía en términos de I+D.

## Descripción del mercado

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

- Por un lado, el apagón analógico y la transición al modelo de televisión digital ha finalizado, generando menor negocio de lo esperado.
- Por otro lado, se ha visto reducido el negocio asociado al mercado residencial como consecuencia de la crisis inmobiliaria. Se prevé que el año 2011 muestre niveles cercanos al mínimo de actividad.

En cuanto a la evolución del mercado internacional, durante los años 2010 y 2011 ha recuperado la senda de crecimiento que había tenido durante los últimos ejercicios y que se vio interrumpida por la crisis en 2009.

En el futuro está previsto un crecimiento del mercado motivado por el proceso de reasignación de frecuencias en la que en la actualidad operan operadores de televisión hacia operadores de telefonía ("dividendo digital"). La fecha tope para que se realice el cambio de frecuencias es el año 2015.

## Fundamentos de la Inversión

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

## Evolución reciente y perspectivas para 2012

Durante el año 2011, la desfavorable situación del mercado nacional ha sido debida a (i) la finalización del apagón analógico en 2010 y la consecuente sustitución de todo el parque residencial y (ii) la desfavorable evolución del mercado residencial de obra nueva. Todo lo anterior, ha llevado a la compañía a realizar su cifra más baja de ventas de los últimos años en el mercado doméstico. Conforme se acerque el momento de la reasignación de frecuencias se espera que los niveles de actividad se incrementen.

El negocio internacional se ha manteniendo en niveles similares a los del año 2010, año en que volvió a la senda del crecimiento una vez superada el impacto inicial de la crisis internacional en 2009.

Ante este entorno de mercado, la compañía mantiene centrados sus esfuerzos en (i) mantener las ventas nacionales e internacionales en Alta Frecuencia y Control de Accesos, (ii) incrementar las ventas de la línea de negocio Soluciones y (iii) mejorar la eficiencia operativa para permitir la sostenibilidad de resultados ante la desfavorable evolución de las ventas nacionales y la limitada visibilidad de las mismas para los próximos meses.

Debido a la situación actual y previsible de mercado, la Compañía se encuentra en un proceso de refinanciación de la estructura financiera para adecuarlo al nivel de actividad.

## Valoración a 31 de diciembre de 2011

Teniendo en cuenta la evolución del negocio durante el último periodo y la limitada visibilidad sobre la evolución del negocio en los próximos meses, se ha decidido mantener la valoración de Alcad sin cambios.

LAUDE

www.colegioslaude.com

LAUDE

## DATOS DE LA INVERSIÓN

	Miles de euros
Sector	Educación Privada
Tipo de Inversión	MBI-Build up
Fecha de adquisición	Junio 2006
Inversión hasta la fecha <sup>1</sup>	18.542
Valoración a 30 de septiembre de 2011	0
Valoración a 31 de diciembre de 2011	0
Método de valoración	Múltiplo de cotizadas comparables <sup>2</sup>

<sup>(1)</sup> Incluye préstamo participativo<sup>(2)</sup> Comparables cotizadas más representativas: Education Management, Devry, Navitas, Apollo Group, Strayer Education. Múltiplo empleado en la valoración: 7,5 veces EV/EBITDA

## ACCIONISTAS DE LA COMPAÑÍA

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

## INFORMACION FINANCIERA

Datos en miles de Euros	Auditado 31.08.2011	Auditado 31.08.2010	Auditado 31.08.2009
<b>Pérdidas y Ganancias</b>			
Ingresos de Explotación	39.245	38.330	39.523
EBITDA	3.753	3.506	3.708
<b>Balanza de Situación</b>			
Aclivos Totales	70.551	69.437	68.180
Equity <sup>(1)</sup>	25.557	25.215	24.101
Deuda Financiera Neta <sup>(2)</sup>	26.816	28.475	30.325

<sup>(1)</sup> Incluye Préstamo participativo<sup>(2)</sup> Incluye la deuda con vendedores

## Descripción de la compañía

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

## Descripción del mercado

El sector educativo pre-universitario reglado en España contó en 2010 con 7,7 millones de alumnos matriculados, cifra récord histórica.

La coyuntura reciente ha hecho que el trasvase de alumnos experimentado de los centros públicos a los concertados y a su vez de los concertados a los privados invierta su tendencia de forma transitoria. Adicionalmente, se constata un paulatino desgaste del

modelo de colegios concertados debido a la necesidad de aportaciones voluntarias de los padres para la financiación de los centros y la supeditación a la Administración Pública. En términos generales, se espera que el ritmo de matriculaciones en los centros privados se recupere una vez se establezca la economía española.

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

## Fundamentos de la inversión

- Exceso de demanda sobre oferta. Existe una creciente demanda de centros privados debido a:
  - La creciente preocupación por la educación, que está llevando a las familias con rentas medias-altas a buscar una educación de mayor calidad para sus hijos.
  - La saturación de los centros públicos y concertados en los cursos infantiles.
- Oportunidad de consolidación del sector. Se trata de un sector muy poco desarrollado, con un grado de profesionalización bajo y altamente fragmentado.
- Sector en crecimiento. El número de alumnos pre-universitarios creció un 1,5% en 2010, sobre todo en Educación Infantil (+2,8%), donde los colegios privados están ganando cuota de mercado a los concertados y públicos.

## Evolución reciente y perspectivas para 2012

La intensidad de la crisis económica impactó durante el ejercicio 09/10 en un sector considerado tradicionalmente inmune al ciclo, llevando a algunos padres a tener que cambiar a sus hijos de colegios privados a colegios concertados por motivos económicos.

Ante la previsión de que la dura situación económica se alargaría aún varios años más, el equipo directivo se centró en mejorar la calidad del servicio ofrecido y en adecuar la estructura de costes al nivel de actividad.

En el ejercicio 2010/11, la estrategia comenzó a dar sus frutos y la compañía volvió a crecer en número de alumnos e ingresos, manteniendo estable la estructura de costes. El gran apalancamiento operativo del negocio permitió un crecimiento en EBITDA del 7%. Asimismo la compañía redujo, por segundo año consecutivo, el endeudamiento neto en casi dos millones de euros y goza de una saludable posición de tesorería.

En el curso 2011/12, la cadena ha comenzado con un 3,4% más de alumnos que el curso anterior, lo que la sitúa en niveles de número de alumnos previos a la crisis (cerca de los 5.300) y con un nivel de ocupación del 69%. El buen comportamiento del negocio, unido una vez más al control de los niveles de costes, permite esperar una evolución positiva para el ejercicio.

## Valoración a 31 de diciembre de 2011

Aplicando el método de cotizadas comparables, obtenemos que la valoración de la inversión de DINAMIA podría ser ligeramente positiva. No obstante, aplicando un criterio de prudencia, consideramos apropiado esperar a confirmar que la buena tendencia del negocio se consolida en el curso 2011/12 y que las perspectivas para el 2012/13 continúan siendo positivas.

En la medida en que confiamos que esta tendencia se confirme y en que la ocupación de los colegios sigue siendo moderada, se prevé una revalorización en el corto-medio plazo del valor de la compañía.

# GRUPO CRISTHER

www.gruponovolux.com

**Cristher**  
 Iluminación exterior

## DATOS DE LA INVERSIÓN

Miles de euros

Sector	Iluminación exterior
Tipo de Inversión	MBI
Fecha de adquisición	Septiembre 2005
Inversión hasta la fecha <sup>1</sup>	12.025
Valoración a 30 de septiembre de 2011	4.858
Valoración a 31 de diciembre de 2011	2.473
Método de valoración	Múltiplo de compra <sup>2</sup>

<sup>(1)</sup> Incluye préstamo participativo<sup>(2)</sup> El múltiplo de compra aplicado en la valoración es 6.5 veces EV/EBITDA

## ACCIONISTAS DE LA COMPAÑÍA

Dinamla Capital Privado	47,0%
Nmas1 Private Equity Fund I	44,5%
Otros	8,5%

## INFORMACION FINANCIERA

Datos en miles de Euros	Reporting 31.12.2011	Auditado 31.12.2010	Auditado 31.12.2009
<b>Pérdidas y Ganancias</b>			
Ingresos de Explotación	13,068	15,852	17,905
EBITDA	1,891	2,188	3,060
<b>Balance de Situación</b>			
Activos Totales	44,542	48,947	51,526
Fondos Propios <sup>(1)</sup>	30,731	32,261	32,378
Deuda Financiera Neta <sup>(2)</sup>	5,440	3,825	5,818

<sup>(1)</sup> Incluye préstamo participativo<sup>(2)</sup> La DFN de 2011 no incluye contingencia fiscal estimada en c.1ME

### Descripción de la compañía

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

El grupo cuenta con dos marcas sólidas (Cristher y Dopo) que son la referencia para instaladores, electricistas y almacenes de material eléctrico, canales de referencia de la compañía.

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

### Descripción del mercado

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

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

### Fundamentos de la Inversión

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

### Evolución reciente y perspectivas para 2012

Novolux ha concluido el 2011 con un descenso de ventas del 17%, continuando con el descenso iniciado ya en 2008. La crisis en la que sigue inmerso el sector de obra nueva en España y los bajos niveles de consumo continúan impactando la actividad de la compañía.

El segmento tradicional, compuesto por los productos de iluminación exterior para el sector residencial, ha mostrado en 2011 un comportamiento negativo, en línea con el mercado, y a pesar de las medidas comerciales ofrecidas por la compañía.

Este descenso de actividad se ha compensado parcialmente con el incremento de las ventas de producto de iluminación interior (marca Venezina, cuyas ventas en 2011 alcanzaron los 1,3M€) y las exportaciones (superiores a 500k€), localizadas fundamentalmente en Suramérica y países europeos.

Otra de las medidas implementadas para incentivar el consumo ha sido la apertura de una tienda *outlet* online donde se han puesto a la venta productos de menor rotación.

En términos de rentabilidad, la compañía ha realizado una gestión activa para mantener los márgenes, habiendo llevado a cabo una reestructuración de la plantilla en noviembre de 2011 (ahorro anual estimado de 750k€) y una revisión generalizada de todos los costes.

Adicionalmente y gracias a la sólida posición de tesorería que goza, la compañía ha afrontado en 2011 una amortización voluntaria de la deuda por valor de 3M€. El incremento de la deuda financiera neta en 2011 se ha motivado por los gastos extraordinarios derivados de la reestructuración de la plantilla y un incremento de las compras para afrontar la mayor demanda de producto de iluminación interior.

En relación a las perspectivas para el 2012 y dada la complicada situación por la que atraviesa el mercado nacional, la compañía ha optado por un cambio de modelo que apuesta por la exportación, el reposicionamiento de los catálogos de exterior residencial Cristher y Dopo hacia un segmento de precio más competitivo, la incorporación de nuevas gamas (bombillas LED) y la apertura de nuevos canales de venta. Del mismo modo, se ha iniciado un proceso de reestructuración de la red comercial, sustituyendo vendedores propios por agentes comerciales y readecuando la propia red al reposicionamiento de los catálogos de exterior.

Estas medidas contribuirán a diversificar la actividad de la compañía, tanto desde el punto de vista geográfico como de producto y complementar la oferta tradicional enfocada hasta ahora en un nicho muy específico.

### Valoración a 31 de diciembre de 2011

Debido a la caída de actividad que ha sufrido la compañía en 2011, se ha optado por reducir la valoración hasta los 2.473k€. El EBITDA de cierre utilizado para la valoración asciende, de forma conservadora, a 1.791k€ por la consideración como gasto recurrente de algunas partidas extraordinarias según *reporting* de la compañía.

# HOLMES PLACE

www.holmesplace.es



DATOS DE LA INVERSION	Miles de euros
Sector	Gimnasios
Tipo de inversión	MBO
Fecha de adquisición	Agosto 2005
Inversión hasta la fecha <sup>1</sup>	9.070
Valoración a 30 de septiembre de 2011	0
Valoración a 31 de diciembre de 2011	0
Método de valoración	Desinversión

<sup>(1)</sup> Incluye préstamo participativo

## ACCIONISTAS DE LA COMPAÑIA

Dinamia Capital Privado	21,3%
Nmas1 Private Equity Fund I	21,3%
Equipo Directivo	8,3%
Otros	49,1%

### Descripción de la compañía

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

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

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

### Evolución reciente

Con fecha 4 de enero de 2012, Dinamia ha vendido la participación del 21,3% que ostentaba en la sociedad HP Health Clubs Iberia, S.A, compañía dedicada a la operación de gimnasios de gama alta en la Península Ibérica. A lo largo del presente ejercicio, la compañía se ha visto afectada por el débil comportamiento del consumo en los países donde opera. Esta situación se ha visto agravada de forma relevante por el incremento del IVA para las actividades de health & fitness en el mercado portugués, y la imposibilidad de repercutir dicha subida a los usuarios sin erosionar la base de clientes. Estos hechos han llevado a la compañía a una delicada situación financiera, especialmente agravada en los últimos 6 meses dada la evolución del negocio. Con el objetivo de garantizar la viabilidad de la compañía y dentro de las condiciones impuestas por el sindicato bancario en el contexto de la refinanciación que ha venido negociando la compañía en los últimos meses, la totalidad de los accionistas han procedido a la venta de las acciones y de los derechos de crédito que ostentaban a las sociedades gestoras de la marca Holmes Place en varios países de Europa.

A lo largo del primer semestre de 2011, Dinamia procedió a efectuar las oportunas correcciones por deterioro, provisionando el valor total de la inversión a 30 de junio. Este acuerdo nos parece positivo ya que (i) asegura la viabilidad financiera del negocio en el corto y medio plazo, (ii) se produce de común acuerdo con las entidades financiadoras; (iii) permite garantizar una salida ordenada en un negocio claramente afectado por la crisis consumo en Portugal y España, y con muy poca visibilidad a corto plazo.

### Valoración a 31 de diciembre de 2011

El método de valoración empleado ha sido el del Importe efectivo de la desinversión

# BODYBELL

www.bodybell.com



## DATOS DE LA INVERSIÓN

	Miles de euros
Sector	Cadena de perfumerías
Tipo de Inversión	BIMBO
Fecha de adquisición	Abril 2005
Inversión bruta hasta la fecha <sup>1</sup>	26.483
Inversión neta hasta la fecha <sup>2</sup>	3.908
Valoración a 30 de septiembre de 2011	0
Valoración a 31 de diciembre de 2011	0
Método de valoración	Múltiplo de compra <sup>3</sup>

<sup>(1)</sup> Incluye préstamo participativo.

<sup>(2)</sup> Recap en diciembre de 2006 en el que se recuperaron 22.575 miles de euros invertidos

<sup>(3)</sup> Múltiplo empleado en la valoración: 7,5 veces EV/EBITDA.

## ACCIONISTAS DE LA COMPAÑÍA

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

## INFORMACION FINANCIERA

Datos en miles de Euros	Estimado*	Auditado	Auditado
	31.12.2011	31.12.2010	31.12.2009
<b>Pérdidas y Ganancias</b>			
Ingresos de Explotación	231.894	226.519	244.738
EBITDA <sup>(1)</sup>	17.052	8.655	19.552
<b>Balance de Situación</b>			
Activos Totales	308.312	318.216	357.493
Fondos Propios <sup>(2)</sup>	114.200	121.405	157.448
Deuda Financiera Neta	136.898	141.524	141.913

\* Cuentas de gestión de la Compañía

(1) EBITDA ajustado por conceptos no recurrentes del negocio

(2) Incluye préstamos participativos

## Descripción de la compañía

Bodybell es, con sus más de 260 tiendas en el territorio nacional (bajo las enseñas Bodybell y Juleco), una de las principales cadenas del denominado canal de Droguería y Perfumería Moderna en España. Las actividades del grupo incluyen el comercio al por menor de artículos de perfumería, cosmética y droguería, así como el comercio al por mayor de productos de droguería y perfumería de consumo.

## Descripción del mercado

El mercado de droguería y perfumería, al igual que el resto del mercado del comercio al por menor, se está viendo afectado por el deterioro de la situación macroeconómica y la disminución del consumo.

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

## Fundamentos de la Inversión

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

## Evolución reciente y perspectivas para 2012

Bodybell es mayoritariamente un negocio de distribución detallista, cuya evolución está muy vinculada al consumo. Por consiguiente, la actual crisis económica inevitablemente ha afectado al volumen de ventas del Grupo.

Durante los últimos meses, el Grupo ha seguido su política de mejora y reformas de tiendas, que siguen siendo una base sólida y rentable, incluso en un entorno tan duro como el actual, y que permitirán al Grupo recuperar su nivel de ventas y rentabilidad operativa histórico una vez que se haya superado la actual coyuntura de crisis a nivel macroeconómico. Adicionalmente, el Grupo ha incrementado su base de tiendas aprovechando las oportunidades que han aflorado en el mercado durante los últimos meses.

Los últimos meses de 2011 parecen mostrar algún indicio de estabilización en el nivel de actividad. Sin embargo, habrá que esperar la evolución de los primeros meses de 2012 para ver el impacto del entorno macro en el mercado de referencia y en el nivel de actividad del Grupo en particular. El Grupo espera seguir incrementando su cuota dentro del canal moderno de libre-servicio, y confirmar la recuperación de la senda del crecimiento histórico de ventas iniciada en 2011 (+2,4%), una vez se haya superado la actual coyuntura de crisis.

## Valoración a 31 de diciembre de 2011

Se mantiene la valoración a cero, consecuencia de aplicar el múltiplo de compra a resultados operativos por debajo de sus niveles históricos, especialmente influenciados por la coyuntura actual económica. No obstante lo anterior, en la medida en que Bodybell sea capaz de mantener el nivel de recuperación de actividad mostrado en 2011, se podría esperar una potencial revalorización del valor de la inversión de Dinamia en la misma.

# HIGH TECH

www.hthoteles.com



## DATOS DE LA INVERSION

Miles de euros

Sector	Hoteles
Tipo de inversión	Expansión
Fecha de adquisición	Enero 2003
Inversión bruta hasta la fecha	15.452
Inversión neta hasta la fecha <sup>1</sup>	9.656
Valoración a 30 de septiembre de 2011	6.256
Valoración a 31 de diciembre de 2011	6.251

Método de valoración Múltiplo de compra<sup>2</sup>

<sup>1</sup> En la ampliación de capital de diciembre de 2007, se recuperaron 5.796 miles de euros en la amortización de participaciones preferentes

<sup>2</sup> El múltiplo de compra aplicado en la valoración es 10,9 veces EV/EBITDA

## ACCIONISTAS DE LA COMPAÑIA

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

## INFORMACION FINANCIERA

Datos en miles de Euros	Previsto <sup>(1)</sup> 31.12.2011	Real 31.12.2010	Real 31.12.2009
<b>Pérdidas y Ganancias</b>			
Ingresos de Explotación	55.249	52.553	49.514
EBITDA <sup>(2)</sup>	10.491	9.169	4.274
<b>Balance de Situación</b>			
Activos Totales	114.297	124.275	134.088
Fondos Propios	9.760	15.248	20.325
Deuda Financiera Neta <sup>(2)</sup>	74.734	70.845	63.497

<sup>(1)</sup> Cierre estimado obtenido de las cuentas de gestión de la compañía. Incluye el efecto extraordinario derivado de la Jornada Mundial de la Juventud celebrada en Madrid a lo largo del mes de agosto y bonificaciones fiscales obtenidas en el año. Ambos efectos han sido ajustados a efectos de valoración por su condición de no recurrente.

<sup>(2)</sup> EBITDA y Deuda neta calculados según el Plan General Contable de 1990 para corregir el ajuste de la linealización de alquileres introducida por el nuevo plan (sin impacto en tesorería)

### Descripción de la compañía

High Tech Hotels & Resorts, S.A. es una cadena hotelera centrada en el segmento de tres y cuatro estrellas, enfocada a clientes de negocios y turísticos de ciudad. A lo largo de 2011, la compañía ha abierto dos hoteles nuevos ubicados en Madrid bajo el proyecto HT-2. En la actualidad, cuenta con treinta y tres operativos, ubicados principalmente en Madrid (veintiún de ellos) y en las principales capitales de provincia. En el momento de adquisición de la compañía, High Tech contaba únicamente con cuatro hoteles operativos.

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

### Descripción del mercado

Los segmentos de tres y cuatro estrellas suponen la columna vertebral de la industria hotelera en España con más del 78% de la capacidad de camas instaladas. Desde 1987 este segmento ha tenido una ocupación superior a la media de la industria.

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

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

El segmento urbano de 3 y 4 estrellas, que puede subdividirse en turístico y de negocios, es el que muestra un mejor comportamiento en un entorno de decremento del consumo como el actual. Además, los hoteles urbanos tienen un comportamiento más estable a lo largo del año debido a su menor estacionalidad.

### Fundamentos de la inversión

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

### Evolución reciente y perspectivas para 2012

Las ventas y EBITDA estimados para el ejercicio 2011 han ascendido, respectivamente, a 55,2 y 10,5 millones de Euros. Con respecto a 2010, la compañía ha experimentado una mejora en las cifras de ocupación y RevPAR (67,0€ en 2011 vs. 65€ en 2010) derivadas de la mejora en la política comercial de la compañía.

En 2011 el negocio de la compañía se ha visto positivamente beneficiado por la celebración de la Jornada Mundial de la Juventud en Madrid a lo largo del mes de agosto.

A nivel operativo, la compañía continúa implementando medidas de control de costes que ha permitan mejorar la rentabilidad operativa del negocio.

A lo largo de 2012, la compañía continuará trabajando en recuperar los niveles históricos de precios y ocupación, afectados por el actual entorno económico. Se estima recuperar progresivamente dichos niveles en los próximos dos o tres años. En paralelo, se están desarrollando fórmulas alternativas que permitan continuar con el proceso de expansión del grupo mediante la apertura selectiva de nuevos hoteles.

### Valoración a 31 de diciembre de 2011

Aplicando el menor de los métodos de valoración de i) múltiplo de compra y ii) múltiplos comparables sectoriales (de 11,2 veces en media) sobre los niveles de rentabilidad (EBITDA) estimados de la compañía para el ejercicio 2011 (ajustados por los ingresos y ahorros no recurrentes), junto con la inversión en el proyecto HT-2 de 885 miles de Euros valorada a coste, se obtiene una valoración de la participación de Dinamia de 6.251 miles de Euros.

ARCO

www.arcobu.com



DATOS DE LA INVERSIÓN	Miles de euros
Sector	Bodegas de vino
Tipo de inversión	MBO
Fecha de adquisición	Marzo 1999
Inversión bruta hasta la fecha	17.480
Inversión neta hasta la fecha <sup>1</sup>	15.458
Valoración a 31 de septiembre de 2011	4.069
Valoración a 31 de diciembre de 2011	4.069
Método de valoración	Múltiplo de colizadas comparables <sup>2</sup>

<sup>1</sup> Durante los años de participación en la compañía, se han recuperado 2.022 miles de euros en concepto de dividendos.

<sup>2</sup> Comparables colizadas más representativas: Barón de Ley, Viña Concha y Toro. Múltiplo empleado en la valoración: 10,7 veces EV/EBITDA

#### ACCIONISTAS DE LA COMPAÑÍA

Dinamia Capital Privado	8,0%
Corporación Financiera Arco	73,5%
Otros	18,5%

#### Descripción de la compañía

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

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

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

#### Descripción del mercado

Según el último informe "Evolución de las tendencias y consumos del vino español" elaborado por el Observatorio Español del Mercado del Vino, en 2010 se constata un estancamiento del consumo mundial del vino así como el decrecimiento del mercado español, el cual lleva más de 20 años sufriendo descensos continuados.

Concretamente, en España durante el año 2010 el consumo ha caído un 0,4% en volumen y un 1,1% en valor, con especial incidencia en el canal Horeca (-9,2% volumen y -7,7% en valor).

Lo anterior consolida el modelo de desarrollo de la industria vinícola española de las dos últimas décadas, consistente en compensar la continuada caída del consumo interior con un crecimiento peso de las exportaciones. En el año 2010, las exportaciones han crecido un 10,6% en volumen aunque sólo un 1,2% en valor (las exportaciones de la industria española se centran en graneles de vino y embotellados muy baratos).

Los principales países hacia los que España exporta sus mercancías los podemos dividir en 2: (i) "nuevos consumidores" como China y Reino Unido que ya superan las cifras de consumo de España y (ii) "consumidores tradicionales" en los que destacan Italia, Francia o Alemania.

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

#### Fundamentos de la Inversión

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

#### Evolución reciente y perspectivas para 2011

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

Dicho Plan Estratégico, ya produjo sus primeros resultados positivos en 2010, manteniendo la senda de crecimiento en el año 2011, con un crecimiento en ventas del 3% respecto al año anterior.

El resultado operativo (Ebitda) de cierre a 31 de septiembre ha sido un 5% superior al de 2010 hasta alcanzar los 10,4 millones de euros. Por otro lado, a cierre de ejercicio, la sociedad ha reducido su deuda neta 7,9 millones de euros, ascendiendo la deuda financiera neta a 40,4 millones de euros.

Para el año 2012 se continuará con la implementación del plan estratégico, cuyos objetivos seguirán siendo el (i) incremento de las ventas así como (ii) la mejora en la rentabilidad de la compañía.

ARCO es la compañía con mayor antigüedad en la cartera de compañías participadas de Dinamia, ya que su inversión inicial data de 1999, y en la que Dinamia tiene una posición minoritaria. El accionariado está compuesto por una diversidad accionarial con intereses dispersos entre los que no se había negociado un acuerdo entre accionistas y esto dificulta el proceso de desinversión.

#### Valoración a 31 de diciembre de 2011

El incremento de la rentabilidad y la reducción de la deuda neta en ARCO en 2011 habrían motivado un aumento de la valoración a cierre de 2011, pero por motivos de prudencia y por la evolución en el mercado doméstico en 2012, se ha decidido mantener la valoración anterior. No obstante, en la medida en que consolide el comportamiento global de 2011, podría producirse una revalorización futura de la inversión

# NICOLAS CORREA

www.correaanayak.es



## DATOS DE LA INVERSIÓN

Miles de euros

Sector	Fabricación maquinaria
Tipo de Inversión	MBO
Fecha de adquisición	Septiembre 1999
Inversión bruta hasta la fecha	7.033
Inversión neta hasta la fecha <sup>1</sup>	2.599
Valoración a 30 de septiembre de 2011	2.021
Valoración a 31 de diciembre de 2011	1.621
Método de valoración	Precio de cotización

<sup>1</sup> Dinamia ha recuperado 4.434 miles de euros en esta inversión vía dividendos o amortizaciones de capital y desinversiones en Bolsa

## ACCIONISTAS DE LA COMPAÑÍA

Dinamia Capital Privado	12,6%
Otros	87,4%

### Descripción de la compañía

Grupo Nicolás Correa se dedica a la concepción, diseño, fabricación y comercialización de fresadoras y ha llegado a ser uno de los grupos industriales de referencia en Europa, tanto por tamaño como por innovación.

Con una plantilla de 278 empleados y con una facturación de más de 38 millones de euros a 30 de septiembre de 2011, se constituye como un líder en el sector y ofrece soluciones perfectamente adaptadas a los entornos productivos más exigentes, como el de la fabricación de matrices y grandes moldes, elementos monolíticos aeroespaciales, sectores ferroviario, energético y de mecánica general. Actualmente Nicolás Correa exporta el 82% de su producción a los principales países industriales, como Alemania, China, Francia, Gran Bretaña, EE.UU., Canadá,...etc.

Asimismo Nicolás Correa desarrolla una intensa actividad de I+D+i, que además de proyectos de ejecución propia incluye la participación en varios proyectos nacionales y europeos de vanguardia.

### Descripción del mercado

La industria española de máquina-herramienta es la tercera mayor en términos de producción de Unión Europea con una notable exposición a los mercados internacionales (la exportación representa el 80% de la producción).

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

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

### Fundamentos de la Inversión

- Diversificación de clientes y mercados, la compañía exporta el 82% de su producción a los principales países industriales, como Alemania, China, Francia, Gran Bretaña, EE.UU., Canadá,...etc., y cuenta con una amplia red de distribuidores y filiales comerciales que posibilitan un contacto directo y personalizado con el cliente.
- Equipo directivo de alto nivel y con un elevado grado de motivación.
- Las múltiples posibilidades de alianzas con otro fabricante de máquina-herramienta del sector, originan sinergias comerciales, productivas, de SAT y, eventualmente, de I+D.

### Evolución reciente y perspectivas para 2012

Con respecto a la evolución reciente de la compañía y sus principales datos financieros, nos remitimos a la información pública periódica de la entidad, publicada por el organismo regulador (Comisión Nacional del Mercado de Valores) y disponible también en la web de la Sociedad.

### Valoración a 31 de diciembre de 2011

El NAV de la inversión de Dinamia en Nicolás Correa a 31 de diciembre de 2011 asciende a 1.621 miles de euros.

## **Anexo**

Revisión de la valoración realizada por el gestor

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

20 de febrero de 2011

Estimados Sres.:

De acuerdo con su solicitud, hemos revisado la valoración de la cartera de participaciones y préstamos participativos de Dinamia Capital Privado, S.C.R., S.A. (en adelante, "Dinamia") al 31 de diciembre de 2011, elaborada por los Administradores de Nmás1 Capital Privado S.G.E.C.R., S.A. (en adelante, la "Sociedad Gestora") bajo su exclusiva responsabilidad, en virtud de lo establecido en el punto 5.2 del contrato de gestión firmado entre ambas sociedades con fecha 29 de junio de 2000. Dicha solicitud junto con la tabla resumen de los valores se adjunta en el Anexo I.

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

Nuestro trabajo ha consistido en comprobar que en la valoración realizada por la Sociedad Gestora de las participaciones y créditos que constituyen la cartera de inversión de Dinamia al 31 de diciembre de 2011 se han aplicado los criterios que han sido definidos por los Administradores de la Sociedad Gestora, aplicados tal y como se detalla en el Anexo I adjunto. Por tanto, nuestro trabajo no ha tenido por objeto el realizar una valoración independiente ni incluye un análisis de la idoneidad del método de valoración elegido por los Administradores para valorar cada participación o crédito ni de las asunciones o adaptaciones realizadas al respecto. Adicionalmente, hemos realizado las siguientes comprobaciones sobre la información cuantitativa utilizada para el cálculo de cada valor:

- Cotejo de la información financiera de sociedades participadas con los últimos estados financieros disponibles, que corresponden al 31 de diciembre de 2011, según se indica en el informe preparado por los Administradores.
- Cotejo de las operaciones de ampliación de capital contra la correspondiente documentación soporte desde 30 de junio de 2011 a 31 de diciembre de 2011.
- Comprobación de que el precio considerado en las ofertas recibidas se corresponde con el valor atribuido a la participación.
- Comprobación de que los múltiplos empleados en la valoración coinciden con la información suministrada por las bases de datos empleadas a dicha fecha.
- Revisión del cálculo de los intereses devengados y pendientes de cobro al 31 de diciembre de 2011 de los préstamos concedidos a las sociedades participadas.
- Revisión de los cálculos matemáticos realizados en la valoración.

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

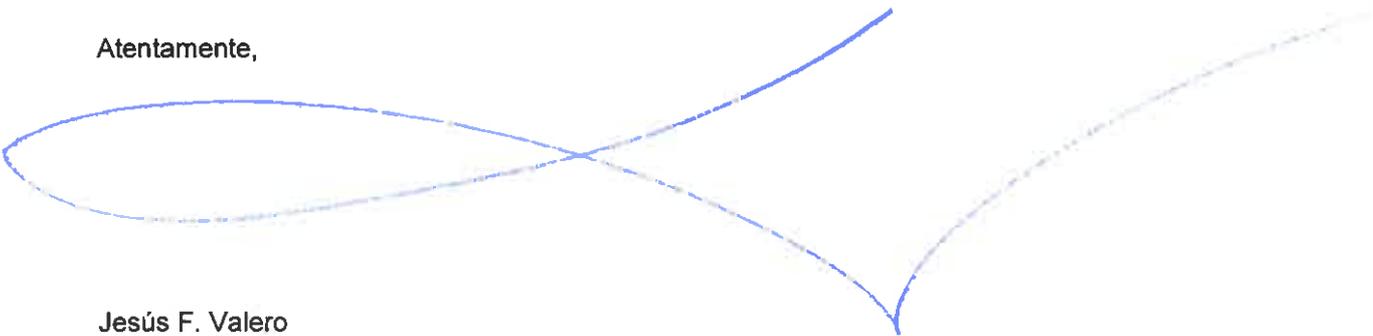
Dadas las incertidumbres inherentes a cualquier proceso de valoración, la aplicación de los criterios de valoración definidos por los Administradores de la Sociedad Gestora por sí solos no suponen necesariamente que los valores a los que éstos conducen representen un valor de mercado de las participaciones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

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

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

Este informe ha sido solicitado y va dirigido a los Administradores de Nmás1 Capital Privado, S.G.E.C.R., S.A. por lo que no aceptamos responsabilidad alguna frente a partícipes de la Sociedad de Capital Riesgo o frente a cualquier otro tercero (todos ellos, de ahora en adelante, "los Terceros") a los que los Administradores de Nmás1 Capital Privado, S.G.E.C.R., S.A. hayan dado acceso al mismo. Aunque hemos sido informados de que Terceros tendrán acceso a nuestro informe, no hemos recibido instrucciones ni seguido indicaciones establecidas por tercero alguno ajeno a Nmás1 Capital Privado, S.G.E.C.R., S.A. y el informe se ha preparado para responder a las necesidades planteadas exclusivamente por los Administradores de Nmás1 Capital Privado, S.G.C.R., S.A. En virtud de lo expresado y por el hecho de tener acceso al mismo, ningún partícipe de la Sociedad de Capital Riesgo o tercero que acceda a nuestro informe debe considerar que tal acceso supone el establecimiento de una relación contractual entre dichos terceros y Deloitte, o les confiere derecho alguno frente a Deloitte, S.L.

Atentamente,



Jesús F. Valero  
Deloitte, S.L.

## **ANEXO I**

**Solicitud de fecha 20 de febrero de 2012**

# N+1

Capital Privado

DELOITTE S.L.  
Edificio Torre Picasso  
Plaza de Pablo Ruiz Picasso, nº 1  
28020 Madrid

A la atención de D. Jesús F. Valero

Madrid, 20 de febrero de 2012

Muy señores míos:

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

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

- Valoración según múltiplos de compañías cotizadas consideradas comparables y, en la medida en que se disponga de datos fiables, se utilizarán también múltiplos de operaciones de compra de compañías consideradas comparables<sup>1</sup>. De los primeros dos criterios mencionados, la Sociedad Gestora elegirá aquel que considere más apropiado. Generalmente, el criterio aplicado será el más conservador de los dos.
- Valoración aplicando los múltiplos de adquisición originales por parte de Dinamia a los últimos resultados de las compañías.

<sup>1</sup> En la aplicación de los múltiplos sobre las compañías participadas, se han considerado en algunos casos determinados ajustes sobre el nivel de resultados, fondos propios y deuda que muestran sus estados financieros.

sociedad gestora de



Padilla, 17  
28006 Madrid

Teléfono 91 745 84 84  
Fax 91 431 64 60

[www.nmas1.es](http://www.nmas1.es)  
[www.nplus1.es](http://www.nplus1.es)

- Para las compañías con menos de un año de permanencia en cartera, se mantiene como valor el correspondiente a su coste de adquisición. Sin embargo, en aquellos casos en los que se haya firmado un acuerdo vinculante previo, se considerará la fecha de formalización del mismo como fecha de inicio.
- Para las inversiones consideradas start-up's o capital desarrollo se mantiene la valoración a coste de adquisición hasta que se considere que han alcanzado la madurez necesaria como para que una valoración por múltiplos comparables resulte aplicable.
- Para las compañías que se encuentran con resultados operativos negativos se aplica la correspondiente provisión que minore su valoración en la proporción que se considere apropiada.
- Para las participaciones en fondos de capital-riesgo se valoran aplicando el último valor liquidativo publicado.
- Las participaciones en sociedades cotizadas figuran por su valor de mercado a la fecha de valoración, entendiéndose por valor de mercado su precio de cotización al cierre del día de la valoración (o el hábil inmediatamente anterior).
- En relación con los créditos participativos ("PPL") concedidos a las sociedades participadas, en aquellos casos en los que de la aplicación de la valoración por múltiplos se ha estimado un valor atribuible a las acciones y al préstamo participativo inferior al nominal más los intereses devengados de los préstamos participativos, se ha valorado el PPL en este importe. En caso contrario, los créditos concedidos se han valorado por su valor nominal más los intereses devengados hasta el 31 de diciembre de 2011.

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

Asimismo cabe destacar que aunque la EVCA indica que en dichas valoraciones según múltiplos de empresas cotizadas comparables se apliquen descuentos por iliquidez, la Sociedad Gestora no ha aplicado en la presente valoración el descuento de iliquidez que venía utilizando en valoraciones anteriores ya que entiende que las cotizaciones al 31 de diciembre de 2011 de las compañías cotizadas están condicionadas por las excepcionales circunstancias de iliquidez y bajos niveles de negociación de los mercados, e introducir descuentos adicionales por iliquidez no reflejaría precios reales de transferencia de participaciones significativas.

De acuerdo con estos criterios, NMÁS1 CAPITAL PRIVADO valora las participaciones y créditos participativos y otros créditos concedidos a las sociedades participadas que integran su cartera al 31 de diciembre de 2011 de acuerdo con el siguiente cuadro:

Participadas	%	Equity	Préstamos Participativos	TOTAL
Arco Bodegas Unidas <sup>(1)</sup>	8.00%	4,061	-	4,061
High Tech Hotels & Resorts <sup>(4)</sup>	26.00%	6,251	-	6,251
Bodybell <sup>(3)</sup>	14.35%	-	-	-
Holmes Place <sup>(5)</sup>	21.33%	-	-	-
Grupo Cristher <sup>(6)</sup>	47.00%	-	2,473	2,473
Laude <sup>(7)</sup>	49.27%	-	-	-
Alcad	37.68%	-	-	-
ZIV	37.25%	-	5,964	5,964
Xanit	33.71%	-	-	-
MBA <sup>(9)</sup>	36.91%	3,012	22,775	25,787
Mivisa <sup>(8)</sup>	2.85%	2,799	8,804	11,603
Rymsa/Teltronic <sup>(11)</sup>	25.00%	9,960	-	9,960
EYSA <sup>(12)</sup>	25.00%	7,717	5,734	13,451
Grupo Nicolás Correa Anayak <sup>(2)(1)</sup>	12.57%	1,621	-	1,621
Electra Partners Club 2007 LP <sup>(10)</sup>	11.76%	5,680	-	5,680
		<b>41,101</b>	<b>45,750</b>	<b>86,851</b>

(1) Coste de adquisición de la posición actual vs inversión bruta (suma de importes aportados).

(2) Valoración resultante de aplicar el precio de mercado a 31.12.2011 a la participación de Dinamia.

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

(4) Incluye inversión en Hoteles Tecnológicos, S.A. por 885 miles de euros.

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

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

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

(8) Dinamia participa en Mivisa a través del vehículo Lata Lux Holding Parent, S.a.r.l.

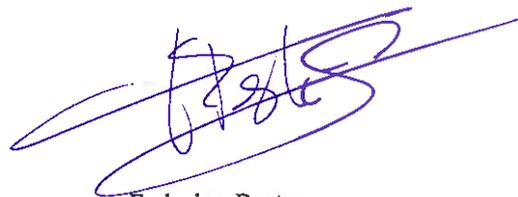
(9) Porcentaje referido únicamente a acciones ordinarias. Excluida autocartera

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

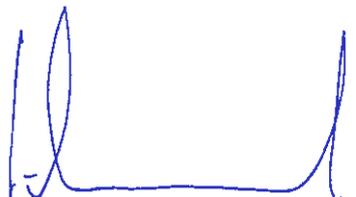
(11) Dinamia participa en Teltronic a través del vehículo Newco Tecnología y Comunicación, S.L.

(12) Dinamia participa en EYSA a través del vehículo Tamsí Spain, S.L.

Atentamente,



Federico Pastor  
Consejero Delegado



Ignacio Moreno  
Consejero Delegado

Nmás1 Capital Privado SGECR, S.A. Unipersonal