

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

30 de Junio de 2003

NAV por acción 17,88 €

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

Índice

	<u>Página</u>
Introducción.....	3
Net Asset Value a 30 de Junio de 2003.....	4
Resumen de la valoración de la cartera de no cotizadas.....	5
Hechos posteriores a 30.06.2003: Distribución de dividendos.....	6
Evolución de la actividad durante el primer semestre de 2003.....	6
Comisión de éxito de la gestora Nmás1 Capital Privado.....	7
 Compañías integrantes de la cartera de no cotizadas:	
GAM.....	8
High Tech Hoteles.....	11
Grupo Unica.....	14
Ydilo.....	17
Educa Borrás.....	20
Grupo Undesa.....	23
Net TV.....	27
Grupo Robbialac.....	28
Industrias Anayak.....	32
Cables Perti.....	35
Arco Bodegas Unidas.....	37
Capital Safety Group.....	40
Deutsche Woolworth.....	43
Marie Claire.....	46
 Anexo:	
Revisión de la valoración realizada por el gestor (Informe de KPMG).....	50

Introducción

El presente informe tiene como objeto realizar una aproximación a la valoración del Patrimonio de Dinamia Capital Privado S.C.R., S.A. a 30 de Junio de 2003, realizado por la gestora Nmás1 Capital Privado, S.G.E.C.R., S.A.

Se han utilizado los siguientes criterios:

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

Net Asset Value a 30 de Junio de 2003

Con lo antes expuesto, el resultado obtenido es un **Net Asset Value por Acción de 17,88 €**.

Net Asset Value por acción a 30 de junio de 2003

	NAV a	NAV a	NAV a	NAV a	Cartera según valor en libros	NAV a
	31.12.1999	31.12.2000	31.12.2001	31.12.2002	30.06.2003	30.06.2003
<i>*Datos en miles de euros, excepto por acción</i>						
Acciones	85.628	121.097	132.159	74.244	88.203	95.802
Créditos a participadas	14.421	7.621	4.472	4.138	3.924	3.924
Inversiones no cotizadas (1)	100.049	128.718	136.631	78.383	92.128	99.726
Acciones cotizadas (Ibex) (*)	21.870	4.716	2.177	1.573		0
Tesorería	21.359	36.457	34.908	74.066	53.265	53.265
Total Activos Líquidos (2)	43.230	41.173	37.085	75.639	53.265	53.265
Otros Activos (3)	3.547	1.101	1.743	775	139	139
TOTAL ACTIVOS (4) = (1+2+3)	146.826	170.993	175.458	154.796	145.532	153.131
Pasivos (5)	(8.477)	(2.872)	(182)	(344)	(256)	(256)
TOTAL ACTIVOS NETOS (6) = (4+5)	138.349	168.120	175.276	154.452	145.276	152.875
Ajuste por dividendos y prima de emisión Julio 2000 (7)	(5.985)					
Ajuste por dividendos Julio 2001 (8)	(5.985)	(5.985)				
Ajuste por dividendos y prima de emisión Julio 2002 (9)	(5.985)	(5.985)	(5.985)			
TOTAL ACTIVOS NETOS aj. (10) = (6+7+8+9)	120.394	156.150	169.291	154.452	145.276	152.875
Nº de acciones (11)	8.550.000	8.550.000	8.550.000	8.550.000	8.550.000	8.550.000
NAV por acción = ⁽¹⁰⁾I₍₁₁₎	14,08 €	18,26 €	19,80 €	18,06 €	16,99 €	17,88 €
Incremento de valor del NAV por acción	7,6%	29,7%	8,4%	-8,8%		-1,0%
Cotización del Ibex 35	11.641,4	9.109,8	8.397,6	6.036,9		6.862,0
Crecimiento del Ibex 35	18,3%	-21,7%	-7,8%	-28,1%		13,7%
Cotización en Bolsa (aj. por dividendo)	6,55 €	8,95 €	10,49 €	11,45 €	13,25 €	13,25 €
Descuento (Premium) sobre NAV	53,5%	51,0%	47,0%	36,6%	22,0%	25,9%

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

Resumen de la valoración de la cartera de no cotizadas.

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

- Valoración según múltiplos de compañías cotizadas comparables¹, aplicando descuentos por iliquidez (30%).
- Aplicación de los múltiplos a los que Dinamia adquirió las compañías a los resultados estimados para 2003.

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

A continuación se detalla un resumen de la valoración a 30.06.2003 de las sociedades no cotizadas:

Valoración a 30.06.2003 de la cartera de no cotizadas									
cifras en miles de euros									
VALORACIÓN TOTAL CARTERA a 30.06.2003									
Acciones: (A)		Valor en	Múltiplos de	Múltiplos de	Valoración				
Más Créditos a participadas: (B)		libros	comparables	Compra	30.06.2003				
TOTAL CARTERA (A+B)		92.128	102.836	106.690	99.726				
VALORACIÓN ACCIONES A 30.06.2003									
	% Dinamia	Diluido	Valor en libros	Múltiplos de comparables	Múltiplos de Compra (1)	Valoración 30.06.2003	Valoración 31.12.2002	Valoración 30.06.2002	
Marie Claire, S.A.	25,06%	25,06%	4.820	6.352	6.668	6.476	6.476	6.885	
Deutsche Woolworth (2)	6,61%	6,61%	-	-	-	-	0	0	
Forthpanel Limited	5,00%	5,00%	1.000	1.000	1.000	1.000			
Capital Safety Group Limited	7,37%	7,37%	2.752	2.050	3.652	2.914	3.105	3.109	
Arco Bodegas Unidas, S.A.	8,79%	8,79%	17.418	15.448	18.373	18.040	18.040	18.040	
Cables Perití, S.A.	78,53%	78,53%	-	-	-	-	0	2.099	
Industrias Anayak, S.A.	63,06%	63,06%	3.517	3.517	3.517	3.517	3.517	7.033	
Grupo Robbialac (3)	33,37%	33,37%	14.604	16.666	15.170	15.170	16.052	16.052	
Soc. Gest. de Televisión NetTV, S.A. (4)	1,64%	1,64%	115	115	115	115	115	115	
Unión Deriván S.A. (Grupo Undesa)	48,63%	47,21%	9.567	17.030	14.965	14.158	14.124	14.158	
Educa Borrás, S.A.	38,44%	38,44%	2.907	2.988	2.988	2.907	2.907	3.005	
Ydilo Advanced Solutions, S.A. (5)	6,52%	6,52%	1.420	1.420	1.420	1.420	1.393	1.393	
Universal Cleaning Activities UNICA, S.L. (6)	28,87%	28,87%	8.514	10.756	13.328	8.514	8.514	8.514	
High Tech Hotels & Resorts, S.A.	42,31%	42,31%	9.500	9.500	9.500	9.500			
General de Alquiler de Maquinaria, S.L. (7)	40,32%	40,32%	12.070	12.070	12.070	12.070			
TOTAL ACCIONES (A)			88.203	98.912	102.765	95.802	74.244	80.403	

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

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

(3) Dinamia participa en la sociedad holding propietaria del 100% del Grupo Robbialac, cuyo nombre completo es Nova Robbialac: Industria Ibérica de Tintas, S.A.

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

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

(6) Anteriormente denominada Atención Empresarial, S.L.

(7) Anteriormente denominada Atención Empresarial, S.L.

(8) A 30 de junio de 2003, la participación de Dinamia en GAM se elevaba al 67,55%. Tras una posterior ampliación de capital ya acordada,

en la que Nmás1 Private Equity Fund invirtió en las mismas condiciones que Dinamia, la participación de Dinamia quedó fijada en el 40,32% que aquí se muestra.

CRÉDITOS A PARTICIPADAS			
		Intereses	
		Principal	devengados
		TOTAL	
Marie Claire		129	3
Capital Safety Group		3.108	685
TOTAL CRÉDITOS A PARTICIPADAS (B)		3.237	687
			3.924 (B)

¹ Fuente de los múltiplos utilizados: Bloomberg

Hechos posteriores a 30.06.2003: Distribución de dividendos

La Junta General de Accionistas de Dinamia de 23.06.2003 acordó el reparto entre los accionistas de 5.985 miles de euros (o €0,7 por acción), correspondientes a la distribución de dividendos con cargo al resultado del ejercicio 2002. El pago a los accionistas se hizo efectivo durante el mes de Julio de 2003, fecha posterior a la del cálculo del NAV, objeto del presente informe.

El NAV considerando el descuento del dividendo sería el siguiente:

	NAV a	NAV a	NAV a	NAV a	Cartera según valor en libros	NAV a
	31.12.1999	31.12.2000	31.12.2001	31.12.2002	30.06.2003	30.06.2003
<i>*Datos en miles de euros, excepto por acción</i>						
TOTAL ACTIVOS NETOS (1)	138.349	168.120	175.276	154.452	145.276	152.875
Ajuste por dividendos y prima de emisión Julio 2000 (2)	(5.985)					
Ajuste por dividendos Julio 2001 (3)	(5.985)	(5.985)				
Ajuste por dividendos y prima de emisión Julio 2002 (4)	(5.985)	(5.985)	(5.985)			
Ajuste por dividendos julio 2003 (5)	(5.985)	(5.985)	(5.985)	(5.985)	(5.985)	(5.985)
TOTAL ACTIVOS NETOS aj. (6) = (1+2+3+4+5)	114.409	150.165	163.306	148.467	139.291	146.890
Nº de acciones (7)	8.550.000	8.550.000	8.550.000	8.550.000	8.550.000	8.550.000
NAV por acción = ⁽⁷⁾/₍₆₎	13,38 €	17,56 €	19,10 €	17,36 €	16,29 €	17,18 €
Incremento de valor del NAV por acción	8,0%	31,3%	8,8%	-9,1%		-1,1%
Cotización del Ibex 35	11.641,4	9.109,8	8.397,6	6.036,9		6.862,0
Crecimiento del Ibex 35	18,3%	-21,7%	-7,8%	-28,1%		13,7%
Cotización en Bolsa (aj. por dividendo)	5,85 €	8,25 €	9,79 €	10,75 €	12,55 €	12,55 €
Descuento (Premium) sobre NAV	56,3%	53,0%	48,7%	38,1%	23,0%	27,0%

Evolución de la actividad durante el primer semestre de 2003

- En Enero de 2003, Dinamia invirtió 9.500 miles de euros en la cadena hotelera High Tech, en una operación mixta de adquisición de acciones y suscripción de una ampliación de capital. El capital de la compañía se estructuró con acciones ordinarias y preferentes (con un dividendo preferente del 9%). En las mismas condiciones que Dinamia invirtió Nmás1 Private Equity Fund LP, fondo asesorado, al igual que Dinamia, por la filial de capital riesgo de Nmás1.
- En Mayo de 2003, Dinamia invirtió € 1 millón en la compañía Forthpanel Ltd., obteniendo un 5% del capital de la misma. Esta operación se engloba dentro del plan de relanzamiento de la participada Deutsche Woolworth, que comenzó el pasado año con la sustitución del equipo directivo, un reenfoco estratégico de su negocio y una reestructuración accionarial.
- En Junio de 2003, Dinamia invirtió 12.070 miles de euros en la sociedad General de Alquiler de Maquinaria, S.A. (GAM). Posteriormente, y en las mismas condiciones que Dinamia, invirtió Nmás1 Private Equity Fund LP, fondo asesorado, al igual que Dinamia, por la filial de capital riesgo de Nmás1. Con los fondos obtenidos en esta operación, y durante el mes de julio de 2003, GAM adquirió el 100% del Grupo Alquioviedo, el 100% del Grupo Tesifonte Cabrera y el 60% del Grupo Aldaiturriaga, creando el líder nacional del sector de alquiler de maquinaria.

Comisión de éxito de la gestora Nmás1 Capital Privado

Durante el primer semestre de 2000 el Consejo de Administración de Dinamia Capital Privado S.C.R., S.A. acordó la modificación del contrato de gestión con Nmás1 Capital Privado S.G.E.C.R., S.A., en lo referente a la comisión de éxito a cobrar por ésta última. El anterior sistema, ligado únicamente a la cotización de la acción de Dinamia, estaba expuesto a fluctuaciones del mercado que no tenían porqué ir alineadas a la evolución real del patrimonio de la sociedad.

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

Se presenta a continuación una simulación del valor liquidativo de Dinamia en el hipotético caso de que todas las sociedades hubieran sido vendidas el 30 de Junio de 2003 a un precio igual al de las valoraciones realizadas por Nmás1 Capital Privado y que se detallan en el presente informe:

NAV a 30.06.2003	152.875
Performance fee teórico	(5.248)
Valor liquidativo a 30.06.2003	147.627

Por acción	17,27 €
-------------------	----------------

General de Alquiler de Maquinaria (GAM)



Alquiler de Maquinaria

Fecha de Inversión:	Junio 2003
Cantidad invertida:	12.070 miles de euros
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	40,32%
Valoración a 30 de Junio de 2003 (miles de euros):	12.070

Resumen de la Transacción:

En Julio del 2003 Dinamia lideró el proyecto de build-up en el sector de alquiler de maquinaria. El proyecto consiste en la adquisición de tres compañías líderes en el sector de alquiler de maquinaria y grúas que debe servir como plataforma para la consolidación del sector. La transacción incluye la adquisición del 100% de Alquioviedo (Asturias) y Cabrera (Andalucía) y del 60% de Aldaiturriaga (País Vasco, Madrid y Levante).

La operación se estructuró con acciones ordinarias y preferentes (que devengan un dividendo preferente del 12%). Dinamia tomó una participación del 40,3%, constituyéndose el accionariado de la siguiente manera (en euros y nº de acciones – valor nominal de las acciones = 1 euro):

Participaciones A (Preferentes):	40,00%
Participaciones B (Ordinarias):	60,00%

	Total	Participaciones A	Participaciones B	% Capital Social	% Part. A	% Part. B
Dinamia	12.070.000,00	4.828.000,00	7.242.000,00	40,32%	43,77%	38,30%
Nmás1 PEF	12.070.000,00	4.828.000,00	7.242.000,00	40,32%	43,77%	38,30%
Caja Asturias	2.922.000,00	1.168.800,00	1.753.200,00	9,76%	10,60%	9,27%
Equipo Directivo	2.877.000,00	206.000,00	2.671.000,00	9,61%	1,87%	14,13%
Total	29.939.000,00	11.030.800,00	18.908.200,00	100,00%	100,00%	100,00%

El precio de entrada supone un múltiplo de entrada de 3,2x EV/EBITDA Diciembre 2002.

Descripción de la compañía

GAM nace como consecuencia de la integración de las tres compañías líderes del sector. El objetivo es crear una plataforma inicial de tamaño suficiente para dotarnos con: una cobertura geográfica completa en la Península Ibérica con bases operativas en todas las grandes áreas y una gama de productos extensa y profunda que permita a la compañía ofrecer a sus clientes un servicio integrado. Se va a desarrollar también una división de alquiler a la industria, lo que permite eliminar ciclicidad al negocio.

Como consecuencia de todo lo anterior, además de seguir prestando servicio a los constructores locales, se pretende ser un referente de servicio homogéneo para las grandes constructoras nacionales.

- **Alquioviedo:**

Compañía con sede en Oviedo y operaciones en Asturias, Galicia y León. El grupo está formado por 5 compañías: Alquioviedo, Alquieren, AlquiPrinsa, AlquiBierzo y AlquiFerrol,

lleva operando más de 10 años y tiene una cuota de mercado cercana al 15% en sus regiones de actuación.

Alquioviedo está dedicada al alquiler de maquinaria para la construcción en general, con una gama de productos extensa que va desde los dumpers hasta las grúas y vehículos (c. 2.300 unidades).

- **Aldaiturriaga:**

Compañía con sede en Bilbao y operaciones en el País Vasco, Madrid, Valencia, Cartagena y Lisboa. Aldaiturriaga tiene presencia en grúas, plataformas, y otros elementos de maquinaria pequeña.

- **T. Cabrera:**

Compañía con sede en Sevilla y operaciones en el sur de España (Sevilla, Cádiz, Huelva, Córdoba, Málaga y Granada).

Cabrera es líder en el mercado de maquinaria general en el sur de España. La gama de productos es equivalente a la de Alquioviedo, maquinaria pequeña principalmente y alguna incursión en la maquinaria pesada.

Dirección de la compañía

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

Descripción del mercado

El sector del Alquiler de Maquinaria en España se encuentra altamente fragmentado, con aproximadamente 1.500 compañías y un valor total de mercado de € 1.600 millones en el año 2001.

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

La industria ha venido creciendo a ritmos fuertes en los últimos años, logrando un 23% de crecimiento anual compuesto medio para el período 1996-2001.

El mercado tiene dos grandes motores; Industria de la construcción y tendencia a la subcontratación (sustitución de la compra de maquinaria por el alquiler).

El sector de la construcción ha obtenido un CAA del 8,7% para el periodo de 1996-2002. El porcentaje de penetración del alquiler de maquinaria en España es del 54%, según fuentes del mercado. En otros países europeos el ratio es muy superior (Gran Bretaña es el 85%) con lo que estimamos que parte del crecimiento de mercado ha de venir por esta vía.

Evolución durante el primer semestre de 2003

Cada una de las compañías ha tenido un comportamiento individual muy positivo durante el primer semestre del año 2003. Todas ellas han mostrado crecimientos en ventas y EBITDA superiores al 13% incluso en algunos casos, Alquioviedo y Cabrera, superiores al

20%. El resultado son unos crecimientos agregados superiores al 14% a nivel ventas y 20% a nivel EBITDA.

Hasta el final del año 2003 los esfuerzos del equipo directivo y de los accionistas van a estar enfocados a la integración lo más homogénea posible de las tres compañías, buscando las evidentes economías de escala y las sinergias y de esta manera tratando de maximizar el crecimiento orgánico, y en segundo lugar dedicarse a la identificación de candidatos susceptibles de ser incorporados al proyecto.

La estimación de cierre para el ejercicio 2003 es la siguiente:

Ventas	58.559
EBITDA	26.732
EBIT	13.012

Valoración

Siguiendo las directrices de la EVCA, y dado que no ha transcurrido un año desde su incorporación a la cartera de Dinamia, se mantiene su valoración a coste de adquisición, esto es, **12.070 miles de euros**.

High Tech Hoteles



Gestión de una cadena de hoteles

Fecha de Inversión:	Enero 2003
Cantidad invertida:	9.500 miles de euros
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	42,31%
Valoración a 30 de Junio de 2003 (miles de euros):	9.500

Resumen de la Transacción:

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

Cifras en miles de euros	Acciones Ordinarias		Acciones (9%) Preferentes		Total Inversión	
Dinamia 1ª ronda (ene-03)	3.000	30,0%	6.500	50,0%	9.500	41,3%
Nmás1 PEF 1ª ronda (ene-03)	3.000	30,0%	6.500	50,0%	9.500	41,3%
Total instituciones	6.000	60,0%	13.000	100,0%	19.000	82,6%
Management	4.000	40,0%			4.000	17,4%
Total equity	10.000	100,0%	13.000	100,0%	23.000	100,0%

Adicionalmente, existe un acuerdo para que las instituciones aporten 7 millones de euros adicionales en la forma de acciones preferentes (3,5 millones por parte de Dinamia y 3,5 millones por parte de Nmás1 PEF), en el momento que sean necesarios para la apertura de nuevos hoteles.

Tras la aportación adicional de 7 millones de euros, las aplicaciones del total de 26 millones de euros son las siguientes:

- Recompra por 10 millones de euros de las acciones que el anterior socio del equipo directivo ostentaba, gracias al ejercicio de una opción de compra que poseía el equipo directivo.
- Ampliación de capital de 16 millones de euros para acometer nuevas inversiones en hoteles.

La inversión acometida en la compañía hasta la entrada de Dinamia ascendía a unos 12 millones de euros (9 millones aportados por el anterior socio financiero y unos 3 millones aportados por el equipo directivo²)

² Para el caso del equipo directivo, su aportación incluye tanto aportaciones dinerarias (1,8 millones de euros), como una estimación de aportaciones no dinerarias (1,2 millones de euros)

Descripción de la compañía

High Tech Hotels & Resorts SA, es una cadena hotelera centrada en el segmento de tres estrellas y tres plus, enfocada a clientes de negocios y turísticos de ciudad. En este momento tiene 17 hoteles contratados, ubicados principalmente en Madrid y en las principales capitales de provincia. 12 de estos hoteles se encuentran operativos y el resto se irá abriendo una vez vayan concluyéndose las reformas en los mismos.

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

Dirección de la compañía

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

Cuenta de Pérdidas y Ganancias³

*Cifras en miles de euros

	Real 30.06.2003	Presupuesto 30.06.2003	Auditoría 31.12.2002
Ingresos de Explotación	4.622	5.520	6.861
EBITDA	(41)	357	167
EBIT	(851)	(452)	(1.076)
BAI	(1.270)	(899)	(2.178)
Beneficio del ejercicio	(1.270)	(899)	(2.178)

Balance de Situación

*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	Real 30.06.2003	Auditoría 31.12.2002	<u>PASIVO</u>	Real 30.06.2003	Auditoría 31.12.2002
Inmovilizado	13.521	10.345	Fondos Propios	16.126	7.947
Activo Circulante	6.405	3.818	Provisiones	263	221
Tesorería	4.578	2.513	Acreeedores largo plazo	317	418
TOTAL ACTIVO	24.504	16.675	Pasivo Circulante	7.798	8.089
			TOTAL PASIVO	24.504	16.675

Descripción del mercado

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

³ Tanto en estos estados financieros como en los del resto de las compañías, "Real" o "Proforma" se refiere a estados financieros cerrados por la compañía, sin auditar.

- Forman la columna vertebral de la industria hotelera en España, siendo más del 33% de la totalidad de establecimientos y con más del 45% de la capacidad de camas.
- Desde 1987 la ocupación en los hoteles de tres estrellas ha sido la más alta de la industria.
- El segmento de tres estrellas ha sido el menos afectado por la crisis que sufre actualmente la industria hotelera española manteniéndose en niveles del año anterior.
- Este segmento está controlado por la gestión familiar, muy poco profesional, y por tanto está muy fragmentado, sin la existencia una marca clara líder del sector.
- Existen una serie de barreras de entrada muy marcadas en el sector; las grandes cadenas internacionales (Accor, Six Continents, Starwood, Hyatt...) que han mostrado un gran interés por el mercado español no han conseguido instalarse debido a la falta de transparencia dentro de las pequeñas cadenas ya establecidas y a la falta de cadenas de cierto tamaño que les permita entrar con fuerza en el mercado español. Además se ha comprobado que la presencia de un promotor nacional es clave para el éxito de la cadena en España.

Evolución durante el primer semestre de 2003

La evolución durante el primer semestre ha sido muy satisfactoria. Aunque, lógicamente, las cuentas de resultados aún no son positivas, las nuevas aperturas se han mantenido al ritmo esperado, con unos plazos de maduración de los hoteles ajustados a los planes iniciales. La obtención de nuevos contratos para nuevos hoteles sigue a buen ritmo, habiéndose firmado 4 nuevos durante el primer semestre, con lo que cartera actual de hoteles asciende ya a 17, cifra que se superará para final de ejercicio, dadas las avanzadas negociaciones para nuevos hoteles.

Valoración

Siguiendo las directrices de la EVCA, y dado que no ha transcurrido un año desde su incorporación a la cartera de Dinamia, se mantiene su valoración a coste de adquisición, esto es, **9.500 miles de euros**.

Grupo Unica

Unica

Servicios de Limpieza

Fecha de Inversión Inicial:	Mayo/Julio/Noviembre 2001
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Importe de adquisición:	8.514 miles de euros
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	28,87%
Valoración a 30 de Junio de 2003 (miles de euros): 8.514	

Resumen de la Transacción:

En 2001 Dinamia co-lideró este proyecto de *build-up* en el sector de servicios de limpieza. Mediante sucesivas ampliaciones de capital en la sociedad holding Atención Empresarial, S.L. se han adquirido tres grupos de sociedades.

Dinamia tomó una participación total del 28,87%. El resto del accionariado se reparte de la forma siguiente.

- Fondos gestionados por Corpfín 28,87%
- Fondos gestionados por ABN Amro 28,87%
- Otros 10,19%
- Equipo directivo 3,19%

El precio de compra representa los siguientes múltiplos de entrada (sobre cifras de 2001):

EBITDA*	EBIT
7,8x	9,6x

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

Descripción de la compañía

El Grupo Unica surge como un ambicioso proyecto con el objetivo de crear el líder nacional en el sector de los servicios de limpieza. Durante el segundo semestre de 2001, se han adquirido diversas compañías del sector que han ido creando uno de los principales grupos en el sector, continuándose activamente en la búsqueda de nuevas adquisiciones. Se adquirió el grupo de sociedades de El Impecable, S.A. y, posteriormente, otro grupo de siete sociedades, cuya actividad se agrupa fundamentalmente en torno a dos sociedades: Limpiezas Rubens y Amalís. Durante el ejercicio 2002, se adquirió el grupo canario "Macasa".

Dirección de la compañía

El equipo directivo está liderado por Eduardo Paraja, con una amplia experiencia en otros proyectos de concentración mediante adquisiciones en otros sectores, también basados en servicios a empresas (trabajo temporal y seguridad)

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

*Cifras en miles de euros

	Real 30.06.2002	Real 30.06.2003	Proforma 31.12.2002	Presupuesto 31.12.2003	Previsión 31.12.2003
Ingresos de Explotación	82.250	89.625	167.502	170.877	175.541
EBITDA	2.815	2.410	6.895	8.577	8.407
EBIT	2.089	1.842	5.120	6.845	7.270
BAI	1.506	1.301	3.791	5.612	6.189
Beneficio del ejercicio	1.506	1.301	3.791	4.557	4.952

* las cuentas de resultados no incluyen la amortización del fondo de comercio de consolidación, así como ni los gastos de la transacción e indemnizaciones por despidos y reestructuraciones

Balance de Situación

*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	Real	Proforma	<u>PASIVO</u>	Real	Proforma
	30.06.2003	31.12.2002		30.06.2003	31.12.2002
Inmovilizado	5.468	7.261	Fondos Propios	26.275	27.661
Fondo de Comercio	18.258	18.129	Acreedores a largo plazo	15.276	18.483
Activo Circulante	51.466	41.477	Deuda a corto plazo	6.828	4.722
Tesorería	697	2.384	Pasivo Circulante	27.509	18.385
TOTAL ACTIVO	75.889	69.251	TOTAL PASIVO	75.889	69.251

Descripción del mercado

Se trata de un sector con un crecimiento estable alrededor del 4-5%. Está sumamente atomizado, y se está iniciando un fuerte proceso de concentración.

Existen en España más de 8.000 empresas muy poco estructuradas, de las cuales, las cinco primeras concentran el 17% del sector, porcentaje que pasa a ser el 24% si se tiene en cuenta las diez primeras del sector. Tras estas diez primeras compañías, el resto suelen ser pequeñas empresas de reducida facturación.

Existe una tendencia clara a la concentración en los principales países europeos, la mayor madurez del sector en los países nórdicos está provocando la diversificación hacia otros segmentos de mercado similares y expansión geográfica vía adquisición de cuotas en mercados menos desarrollados.

Las principales compañías cotizadas europeas del sector de servicios de limpieza, se dedican adicionalmente a otros servicios caracterizados por la gestión intensiva de recursos humanos como: la seguridad y vigilancia, el mantenimiento, la mensajería y el trabajo temporal.

Evolución durante el primer semestre de 2003

El conjunto de la sociedad ha superado sus ventas del primer semestre con respecto al ejercicio anterior en un 9%. A pesar de que existe cierto descenso en el EBITDA, este será recuperado durante el resto del ejercicio. Se estima un crecimiento del 5% en ventas y una mejora del 22% en EBITDA con respecto al año anterior, consiguiéndose una cifra de EBITDA muy cercana a la del exigente presupuesto

Durante el ejercicio 2003, se ha continuado con el proceso de racionalización de la estructura de la compañía y abandono de diversos contratos no rentables, mejorando de manera sensible el margen de contribución y recuperando además la importante inversión

en circulante de estos contratos, cuyo efecto positivo en el endeudamiento de la compañía se hará patente a final de año. Mientras tanto, se continúa creciendo, especialmente en el segmento de clientes privados.

Por último, reseñar que la estrategia de crecimiento vía adquisiciones sigue muy activa, encontrándose varias oportunidades en fase de estudio y/o negociación.

Valoración

Se ha realizado una valoración del Grupo Única según los siguientes criterios:

- Según los múltiplos de compra de la compañía, se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 46.160 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 13.328 miles de euros.
- Comparación con múltiplos de otras empresas del sector europeas, aplicándose un descuento del 30% por iliquidez, con la que se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 37.254 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 10.756 miles de euros.

A pesar de que los criterios anteriores muestran valores superiores, se mantiene su valoración a coste de adquisición, esto es, **8.514 miles de euros**. Una vez se confirme la buena evolución de la compañía en el presente ejercicio y el éxito en la integración de las diferentes compañías que se han adquirido en este proyecto de build-up, se estudiará la posibilidad de su revalorización.

Grupo Unica

cifras en miles de euros

	Ventas	EBITDA	EBIT	B° Neto	C-F	Deuda Neta
Resultados estimados a 31.12.2003	175.541	8.407	7.270	4.952	6.089	21.407

1) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPRA

	EBITDAx	EBITx	Media	Participación Dinamia
Múltiplos de compra	7,8x	9,6x		28,87%
Valoración	44.282	48.038	46.160	13.328

2) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES

	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF	Media	Ajustado por iliquidez	Participación Dinamia	28,87%
Valoración según comparables	36.821	59.676	72.897	43.489	53.221	37.254	10.756	
						Descuento por iliquidez		30%
Medias	6,9x	11,2x	14,7x	7,1x				
AGGREKO PLC		7,4x	8,5x	3,5x				
BUNZL PLC	7,4x	9,0x	12,3x	9,4x				
CHUBB PLC	6,5x	14,9x		6,0x				
DAVIS SERVICE GROUP PLC	4,6x	11,2x	12,0x	3,7x				
GROUP 4 FALCK A/S	8,0x	12,0x	13,9x	7,2x				
ISS A/S	6,1x	14,0x		5,8x				
MITIE GROUP PLC	6,7x	9,5x	16,8x	10,3x				
RANDSTAD HOLDING NV	7,3x	12,4x	19,5x	8,9x				
RENTOKIL INITIAL PLC	7,6x	10,0x	10,6x	7,3x				
SECURICOR PLC	6,2x	10,0x						
SECURITAS AB-B SHS	6,8x	12,2x	19,4x	7,1x				
VEDIOR NV-CVA	8,8x			10,3x				
PROSEGUR COMP SEGURIDAD-REGD	7,0x		19,4x	6,2x				

Ydilo Advanced Voice Solutions, S.A.



Servicios Avanzados de Voz

Fecha de Inversión Inicial:	Abril 2001/Julio 2001
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Importe de adquisición:	1.420 miles de euros
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	6,52%
Valoración a 30 de Junio de 2003 (miles de euros)	1.420

Resumen de la Transacción:

En abril y junio de 2001, Ydilo realizó dos ampliaciones de capital en el marco de una única ronda de financiación, a la que acudieron todos sus accionistas (no directivos) y Dinamia como único inversor externo invitado directamente por los gestores y fundadores de la compañía. En esta ronda de financiación, Ydilo levantó un total de 4,5 millones de euros.

Desde sus inicios en junio de 2000, Ydilo ha captado un total de 10,3 millones de euros con una valoración de 23,2 millones tras la última ampliación. Por el desarrollo del proyecto, la inversión de Dinamia en Ydilo puede calificarse de "early stage".

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

➤ Equipo directivo y plan de opciones	36,76%
➤ BBVA	18,07%
➤ Mercapital	22,59%
➤ Ericsson Innova	16,06%

Descripción de la compañía

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

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

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

En cuanto a servicios ASP, la compañía ofrece soluciones de automatización parcial o completa de centros de atención telefónica asistidos por operadores. Entre sus clientes se encuentran El Corte Inglés, Retevisión, Air Miles, Grupo Logístico Santos, Real Madrid, Vodafone, Dirección General de Tráfico.

Para clientes que por razones de confidencialidad de los datos y contenidos no pueden subcontratar los servicios de Ydilo en formato ASP (i.e. bancos), la compañía está desarrollando una nueva línea de negocio en la que vendería licencias de soluciones verticales cerradas creadas por People. Para ello la compañía ha alcanzado acuerdos de "Value Added Reseller" con sus proveedores de tecnología base que la permitan distribuir a su vez las licencias sobre las que están construidas las aplicaciones de Ydilo.

Dirección de la compañía

La compañía está liderada por Javier Álvarez Vara (Presidente) y Domingo López Montesdeoca (procedentes de Meta4). Arturo Lizón (ex Accenture) es responsable de la dirección técnica. La compañía contaba con 49 personas en plantilla al cierre del ejercicio 2002. Todo el equipo directivo fundador participó en la primera ronda de financiación de la compañía.

Descripción del mercado

La utilización de las tecnologías de reconocimiento de fonemas, síntesis de voz y modelos acústicos han tenido un fuerte desarrollo en los últimos años. Este desarrollo se prevé imparable en la próxima década, ya que la voz es el interfaz de comunicación por excelencia. De este modo, los principales proveedores de estas tecnologías base como Nuance, Speechworks, IBM o Loquendo, están trabajando en nuevos sistemas de reconocimiento, basados en modelos estadísticos que permitirán ofrecer soluciones de diálogos más abiertos, intuitivos, flexibles y directos que los actuales. Asimismo se están mejorando los modelos acústicos con el fin de incrementar a tasas próximas al 100% el éxito en el reconocimiento. También se están desarrollando mejoras en la calidad de la respuesta con nuevas aplicaciones de conversión del texto en voz.

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

Por lo novedoso y especializado de estas tecnologías, en España no existen por el momento competidores con un modelo de negocio similar al de Ydilo. Incluso en lo que son aplicaciones técnicas, People constituye una de las muy pocas opciones que existen hoy en España para la automatización de CATs. Como alternativa básicamente aparecen las tecnologías IVR que son menos flexibles al estar basadas en respuestas por marcación de tonos u opciones previamente indicadas en un menú que el usuario debe en todo caso respetar.

Evolución durante el primer semestre de 2003

Tanto en el primer como segundo trimestre se han superado los objetivos de presupuesto en más de un 50% y con un importante incremento del segundo trimestre sobre el primero. El principal catalizador de este crecimiento está siendo la creciente demanda de servicios por parte de clientes telcos. Además en el primer semestre se han alcanzado nuevos acuerdos como la operación en exclusiva del call center del Real Madrid (tanto la parte

automática como la relativa a agentes), y la automatización por voz del call center de una importante entidad financiera, primera en España que utilizará sistemas automáticos usando lenguaje natural, con el objetivo de desarrollar una de las mejores aplicaciones telefónicas bancarias del mundo. El despliegue de esas aplicaciones tendrá lugar en el cuarto trimestre del año en curso. También se ha alcanzado un acuerdo para la automatización del call center de pedidos para una importante empresa del sector de la energía, así como la automatización del servicio telefónico de venta de entradas de cine y espectáculos adheridos a Servitickets de La Caixa (a través del contrato de servicio ya existente con Auna Telecomunicaciones). En cuanto a inversión, la sociedad está multiplicando su capacidad en infraestructura con inversiones selectivas en nuevos equipos, aprovechando los bajísimos precios disponibles en el mercado.

Las perspectivas para el conjunto del año son favorables, dentro del entorno actual de ralentización en inversión en tecnología por parte de los principales actores del sector. Si se mantiene el ritmo actual de ventas, se podrían revisar los objetivos de facturación y, en su caso, alcanzar equilibrio en el resultado operativo de la compañía en el conjunto del año.

Valoración

Dado el carácter de inversión “early-stage”, y siguiendo las directrices de la EVCA, se mantiene su valoración a coste de adquisición, **1.420 miles de euros**.

Educa Borrás, S.A.



Juguetes Educativos

Fecha de Inversión:	Diciembre 2000
Cantidad inicial invertida:	3.005 miles de euros
Fecha cierre de contabilidad:	31 Marzo
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	38,44%
Valoración a 30 de Junio de 2003 (miles de euros):	2.907

Resumen de la Transacción:

En Diciembre de 2000, Dinamia suscribió una ampliación de capital en Borrás Plana por un importe de 3.005 miles de euros. A su vez, Catalana d'Iniciatives y Team Toys (equipo directivo) suscribieron 1.803 miles de euros cada uno. Con estas aportaciones, Borrás Plana adquirió el 100% del capital de Educa Sallent. Durante el mes de Abril de 2001, se procedió a la fusión de ambas compañías.

Tras la venta del 1,3% del capital al equipo directivo en Julio de 2002, el resto del accionariado queda repartido de la siguiente manera:

- Catalana d'Iniciatives 23,84%
- Team Toys (directivos) 34,42%
- Otros 3,31%

Descripción de la compañía

Borrás es una sociedad con un producto muy complementario al de Educa (juegos de magia, juegos educativos de mesa, construcciones, manualidades y otros). Tiene varias marcas y productos de reconocido prestigio como Magia Borrás, Tente, Teleesquech, Conector,... Las gamas de ambas marcas permiten una integración total del negocio.

Educa Sallent se dedica a la fabricación y comercialización de juguetes educativos. Dispone de un extenso catálogo de puzzles y juguetes educativos, juegos de mesa y juguetes electrónicos educativos. Educa fabrica sus propios puzzles, juegos educativos y de mesa, comercializándolos bajo la marca Educa, de gran prestigio en el mercado español. Los juguetes electrónicos son fabricados en Asia por Team Concepts y se comercializan con las marcas Educa y Team Concepts.

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

Dirección de la compañía

Borrás Plana fue objeto de un *management-buy-in* efectuado en 1996 por el anterior equipo directivo de Diset (uno de los líderes del sector y competencia directa de Educa). Al frente del equipo está José Maxenchs, ejecutivo con grandes dotes comerciales y con una amplia experiencia en multinacionales de gran consumo (Braun, Tefal,...). El Sr.

Maxenchs, -anterior Consejero Delegado de Borrás Plana, S.A.- es el Presidente Ejecutivo y Florenci Verbón –anterior Director General de Educa Sallent- lo es ahora de Educa-Borrás.

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

*Cifras en miles de euros

	Auditoría 12 meses 31.03.2002	Auditoría 12 meses 31.03.2003
Ingresos de Explotación	20.829	21.971
EBITDA	2.357	3.221
EBIT	1.344	2.169
Beneficio antes de impuestos	1.561	723
Beneficio del ejercicio	1.574	683

Balance de Situación

*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	Auditoría 31.03.2002	Auditoría 31.03.2003	<u>PASIVO</u>	Auditoría 31.03.2002	Auditoría 31.03.2003
Inmovilizado	5.588	5.884	Fondos Propios	8.150	8.215
Activo Circulante	17.583	18.362	Acreedores a largo plazo	2.257	1.817
Tesorería	553	996	Deuda a corto plazo	8.044	8.759
TOTAL ACTIVO	23.724	25.242	Pasivo Circulante	5.273	6.451
			TOTAL PASIVO	23.724	25.242

Descripción del mercado

Educa-Borrás es líder nacional en puzzles y segundo fabricante nacional del sector del juguete, lo que lo sitúa como sexto del sector, si incluimos a los extranjeros. Por otra parte, dispone de la más amplia gama de juguetes educativos existente en castellano y portugués fabricados en madera y cartón. La posición de la compañía le permite obtener licencias de imágenes y dibujos animados de moda, como es el caso de Walt Disney. Además de la conocida marca Educa, la compañía comercializa algunas de las marcas más conocidas del panorama juguetero español, como son Magia Borrás, Tente, Telesquech o Conector.

Educa-Borrás es el líder del sector del juego y puzzle del mercado español y una de las primeras a nivel europeo.

Evolución durante el primer semestre de 2003

El ejercicio cerrado a 31 de Marzo de 2003 ha supuesto la segunda campaña tras la fusión de ambas sociedades. Las sinergias previstas inicialmente se han producido y la sociedad se encuentra saneada y en beneficios. La compañía cerró su ejercicio en Marzo del 2003 con un incremento en sus ventas de un 5%. Asimismo, el EBITDA ha alcanzado los € 3,2 MM aumentado en un 37% con respecto al año anterior, gracias a las mejoras en márgenes y contención en gastos, aflorando así todas las sinergias de la fusión.

Para el ejercicio 2003-2004 actual, se prevé crecer en ventas y se ha producido novedades en cuanto a producto, como la nueva línea de magias desarrolladas con Disney que inicialmente pretenden lanzarse a nivel europeo, en las que la compañía americana ha mostrado un enorme interés.

Valoración

Se ha realizado una valoración de Educa Borrás siguiendo el siguiente criterio:

- Comparación con múltiplos de otras empresas del sector, aplicándose un descuento del 30% por iliquidez, con la que se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 7.775 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 2.988 miles de euros.

A pesar de que la anterior valoración es superior a su coste de adquisición, se mantiene la valoración de Educa Borrás en 7.564 miles de euros, que supone una **valoración de la participación de Dinamia de 2.907 miles de euros**. Esto se justifica por encontrarnos ante el segundo ejercicio de funcionamiento conjunto de las dos compañías fusionadas y por el hecho de venir la compañía de una situación de turnaround.

Educa Borrás, S.A.

cifras en miles de euros

	Ventas	EBITDA	EBIT	B° Neto	C-F	Deuda Neta*
Resultados a 31.03.2003	21,971	3,221	2,169	683	1,735	11,800

*Deuda media durante el ejercicio

VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES							
Valoración según comparables	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF	Media	Ajustado por iliquidez	Participación Dinamia
		10,535	12,032	7,903	13,956	11,107	7,775
						Descuento por iliquidez	30%
Medias	6.9x	11.0x	11.6x	8.0x			
VERMONT TEDDY BEAR CO INC	4.0x	4.8x	6.7x	5.0x			
BRIO AB-B SHS	5.8x	17.5x					
CHARACTER GROUP PLC		17.6x					
GAMES WORKSHOP GROUP PLC	6.9x	9.4x	16.0x	10.2x			
HASBRO INC	9.3x	17.0x					
HORNBY PLC	7.2x	8.9x	14.3x	10.8x			
JAKKS PACIFIC INC	5.9x	7.3x	10.5x	8.1x			
KOMPAN A/S-B	4.5x	7.3x	10.0x	4.8x			
MATTEL INC	9.0x	11.3x					
MEGA BLOKS INC	9.0x	10.7x					
ZAPF CREATION AG	7.7x	9.1x	12.0x	9.5x			

Grupo Undesa



Desarrollo, producción y comercialización de productos oleoquímicos

Fecha de Inversión:	Julio 2000
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Importe de adquisición:	10.217 miles de euros
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	48,63%
Valoración a 30 de Junio de 2003 (miles de euros): 14.158	

Resumen de la Transacción:

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

Dinamia mantiene una participación del 48,6% del capital; el resto del accionariado se reparte de la forma siguiente.

- Fondos gestionados por Corpfin 28,6%
- Fondos gestionados por Espiga 18,6%
- Equipo directivo 4,2%

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

EBITDA*	EBIT
4,2x	6,3x

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

Descripción de la compañía

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

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

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

Dirección de la compañía

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

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

*Cifras en miles de euros

	Real 30.06.2002	Real 30.06.2003	Presupuesto 30.06.2003	Auditoría 31.12.2002	Presupuesto 31.12.2003	Previsión 31.12.2003
Ingresos de Explotación	42.955	44.964	47.937	81.332	89.550	82.990
EBITDA	4.487	5.003	5.482	8.558	10.355	9.481
EBIT	2.728	3.178	3.656	5.198	6.862	5.988
BAI	2.172	2.775	3.248	4.343	6.059	6.790
Beneficio del ejercicio	908	1.594	1.966	3.343	3.772	4.414

Balance de Situación

*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	Real	Auditoría	<u>PASIVO</u>	Real	Auditoría
	30.06.2003	31.12.2002		30.06.2003	31.12.2002
Acciones Propias	1.282	1.282	Fondos Propios	31.844	30.236
Inmovilizado	26.394	26.050	Fondo de Pensiones	1.411	1.380
Activo Circulante	31.932	29.484	Acreedores a largo plazo	10.701	9.886
Tesorería	5.050	5.332	Deuda a corto plazo	1.377	2.915
TOTAL ACTIVO	64.658	62.148	Pasivo Circulante	19.325	17.731
			TOTAL PASIVO	64.658	62.148

Descripción del mercado

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

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

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

Evolución durante el primer semestre de 2003

La demanda del mercado durante el primer semestre ha continuado la tendencia del año anterior, con una manifiesta debilidad en los países de centroeuropa que se acabó trasladando también al mercado nacional, especialmente en el sector de los fabricantes de PVC. La fortaleza del euro frente al dólar ha perjudicado también las exportaciones a USA mientras ha permitido a los fabricantes asiáticos ser más competitivos en los mercados tradicionales del grupo. Entretanto los precios de la glicerina, subproducto del grupo, han venido deteriorándose debido al incremento de la producción de biodiesel, inexplicablemente subvencionado por varias Administraciones europeas, y cuyo proceso genera grandes cantidades de glicerina también como subproducto.

En este entorno desfavorable, las materias primas si han tenido afortunadamente una buena evolución compensando en parte la debilidad de precios de venta tanto de los productos derivados del ácido graso como de la glicerina. Asimismo el semestre ha permitido comprobar que las medidas adoptadas durante el pasado ejercicio en Undesa Italia, incluyendo inversiones realizadas para eliminar cuellos de botella en producción, el abandono de ciertas líneas de producto poco rentables y mejoras en la gestión de la fábrica, han tenido el resultado esperado incrementando sustancialmente tanto el volumen de producción como la rentabilidad del negocio.

Los resultados del grupo a Junio han permitido alcanzar un margen bruto y EBITDA de €15,5 y €5,0 millones respectivamente, que aunque están ligeramente por debajo del presupuesto, supone un incremento del 11% aproximadamente frente al mismo semestre del año anterior. La compañía ha seguido generando un fuerte cash flow de operaciones que le ha permitido rebajar el endeudamiento neto del balance hasta menos de 6 millones de euros frente a unos fondos propios de más de 31 millones de euros. Para el segundo semestre se espera una evolución similar del negocio lo que implica que sin llegar a alcanzar el presupuesto, se consolide una significativa mejora de rentabilidad frente al año anterior. Esto permitirá a la compañía estar en una magnífica posición tanto en términos de mercado como en términos financieros para aprovecharse de la previsible recuperación de la demanda en próximos ejercicios.

Gracias a la fuerte generación de cash-flow de la compañía y durante el mes de julio de 2003, Dinamia recibió un dividendo preferente por la cantidad de 517 miles de euros.

Valoración

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

- Según los múltiplos de compra de la compañía, se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 31.814 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 14.965 miles de euros.
- Comparación con múltiplos de otras empresas del sector europeas, aplicándose un descuento del 30% por iliquidez, con la que se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 36.482 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 17.030 miles de euros.

Se mantiene la última valoración de la compañía realizada en Diciembre de 2002, en la que se valoraron los fondos propios de Undesa en 29.988 miles de euros, lo que (ajustando por una menor dilución y los dividendos devengados a 30.06.2003), supone una **valoración de la participación de Dinamia de 14.158 miles de euros.**

Grupo Undesa

cifras en miles de euros

	Ventas	EBITDA	EBIT	Bº Neto	C-F	Deuda Neta
Resultados estimados a 31.12.2003	82.990	9.481	5.988	4.414	7.907	7.028

1) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPRA

	EBITDAx	EBITx	Media	Participación Dinamia
Múltiplos de compra	4,2x	6,3x		47,04%
Valoración	32.710	30.918	31.814	14.965

2) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES

	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF	Media	Ajustado por iliquidez	Participación Dinamia	46,68%
Valoración según comparables	54.908	56.664	51.873	45.022	52.117	36.482	17.030	
						Descuento por iliquidez		30%
Medias	6,5x	10,6x	11,8x	5,7x				
DEGUSSA AG	6,4x	13,1x		4,9x				
RHODIA SA	5,3x	13,9x						
CIBA SPECIALTY CHEMICALS-REG	8,2x	12,1x	13,2x	6,9x				
CLARIANT AG-REG	8,1x							
CRODA INTERNATIONAL PLC	7,8x	10,9x						
CHR HANSEN HOLDING-B	8,2x			8,6x				
DSM NV	4,1x	8,5x						
SOLVAY SA	6,1x	10,9x	10,3x	4,6x				
EMS-CHEMIE HOLDING AG	4,6x	5,1x		3,4x				

Net TV



Televisión digital terrestre en abierto

Fecha de Inversión:	Junio 2000
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Importe de adquisición:	115 miles de euros
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	1,64%
Valoración a 31.12.2002 (miles de euros): 115	

Resumen de la Transacción:

En junio de 2000, Dinamia tomó una participación del 1,5% en el consorcio Net TV. Tras la salida de TF-1 del accionariado en julio de 2002, Dinamia amplió ligeramente su participación hasta el 1,64%, quedando repartido el resto del accionariado:

➤ Grupo Correo Prensa Española	27,33%
➤ Pantalla Digital (Globomedia, Telson)	26,24%
➤ Viaplus (Altadis)	18,00%
➤ Europroducciones	9,84%
➤ Radio Intereconomía	8,75%
➤ SIC	7,65%
➤ Denodo Technologies	0,55%

Descripción de la compañía

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

Valoración

Dado su carácter de start-up y el no haber comenzado aún sus operaciones, y siguiendo las directrices de la EVCA, se mantiene su valoración a coste de adquisición, esto es, una **valoración de la participación de Dinamia de 115 miles de euros.**

Grupo Robbialac



Fabricación y comercialización de pinturas

Fecha de Inversión:	Diciembre 1999
Cantidad invertida:	14.635 miles de euros
Fecha cierre de contabilidad:	31 de Diciembre
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	33,37%
Valoración a 30 de Junio de 2003 (miles de euros): 15.170	

Resumen de la Transacción:

En Diciembre de 1999, Dinamia lideró junto a Bridgepoint Capital el MBO de esta compañía, adquiriendo el 33,46% del capital de la misma. El resto del accionariado se reparte de la forma siguiente:

➤ Fondos gestionados por Bridgepoint Capital	41,30%
➤ Williams plc	23,64%
➤ Equipo directivo	1,69%

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

EBITDA*	EBIT
6,0x	6,9x

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

Descripción de la compañía

El grupo Robbialac está formado por Tintas Robbialac y Duraval y dedica su actividad a la fabricación y comercialización de pinturas y barnices en Portugal y España respectivamente. Además Duraval fabrica resinas y emulsiones para su propio consumo y venta a terceros.

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

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

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

Duraval produce y vende pinturas decorativas e industriales, barnices y resinas y emulsiones en el mercado español. Está también especializada en el segmento de la decoración, con un 60% de sus ventas procedentes de esta actividad que vende, fundamentalmente, a través de distribuidores especializados. La compañía está posicionada en la gama media en precio, siendo una de las compañías más rentables del sector en términos porcentuales. El mercado español de pinturas está mucho más fragmentado que el portugués y por tanto ofrece posibilidades de concentración. Duraval es especialmente fuerte en Madrid, Andalucía y Galicia y posee una fábrica muy eficiente y con gran capacidad de crecimiento en Guadalajara.

Dirección de la compañía

El equipo directivo es altamente experimentado y de alto nivel. Está liderado por D. Carlos Pacheco, que ha sido el responsable de la excelente evolución en ventas y resultados de los últimos diez años. El pasado mes de enero se incorporó a la dirección D. Iñaki Eguía como Director General de Duraval y responsable del desarrollo del grupo en España. El Sr. Eguía acumuló 15 años de experiencia en una conocida multinacional de bienes de consumo donde tuvo oportunidad de liderar con éxito la adquisición e integración de varias sociedades y cuya aportación al grupo permitirá alcanzar una mayor penetración en el mercado español, tanto por la vía del crecimiento orgánico como por la vía de adquisiciones, que se siguen estudiando activamente. Los diez ejecutivos clave de la compañía han tomado participaciones accionariales en el capital de la misma.

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

**Cifras en miles de euros*

	Real 30.06.2002	Real 30.06.2003	Presupuesto 30.06.2003	Auditoría 31.12.2002	Presupuesto 31.12.2003	Previsión 31.12.2003
Ingresos de Explotación	41.962	39.572	43.136	82.385	88.069	79.407
EBITDA	9.375	7.849	9.179	18.005	19.542	16.201
EBIT	8.138	6.742	8.035	14.818	17.249	13.872
BAI	5.484	4.227	5.805	9.258	13.318	9.397
Beneficio del ejercicio	3.765	2.855	3.876	6.091	8.880	6.332

* las cuentas de resultados no incluyen la amortización del fondo de comercio de consolidación

Balance de Situación

**Cifras en miles de euros*

<u>ACTIVO</u>	Real 30.06.2003	Auditoría 31.12.2002	<u>PASIVO</u>	Real 30.06.2003	Auditoría 31.12.2002
Inmovilizado	12.538	13.072	Fondos Propios	39.023	37.623
Fondo de Comercio	69.643	71.782	Deuda y asimilados	58.551	60.107
Activo Circulante	39.594	35.510	Pasivo Circulante	26.671	25.566
Tesorería	2.470	2.932			
TOTAL ACTIVO	124.245	123.296	TOTAL PASIVO	124.245	123.296

Evolución durante el primer semestre de 2003

El semestre ha estado de nuevo marcado por un entorno económico muy desfavorable en Portugal. Prácticamente todos los indicadores económicos siguen mostrando una clara recesión lo que ha afectado a la mayoría de las empresas portuguesas y Robbialac no ha sido una excepción. En este entorno la estrategia de la compañía ha sido básicamente defensiva, defendiendo su cuota de mercado e imagen de marca sin caer en el peligro del incremento de capital circulante y riesgo de impagados. Como consecuencia las ventas han descendido en un 5,70%, posiblemente en la misma medida que el mercado (no existen datos fiables sobre el mismo) mientras que los resultados han sufrido en un 16% dado el apalancamiento operativo. Sin embargo la generación de cash flow ha vuelto a ser muy robusta mejorando en más de un millón de euros el mismo semestre del año anterior y reduciendo el endeudamiento de la compañía en 8,4 millones de euros hasta los €56 millones.

Las perspectivas a corto plazo de la economía portuguesa siguen siendo poco esperanzadoras lo que hace prever que los resultados poco brillantes para el resto del ejercicio. En España sin embargo ya está dando frutos el cambio impulsado por el nuevo equipo directivo con un avance en ventas y EBITDA del 5 y 14% respectivamente, confirmando a Duraval como una de las compañías de pintura más rentables de España.

Valoración

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

- Según los múltiplos de compra de la compañía, se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 45.455 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 15.170 miles de euros.
- Comparación con múltiplos de otras empresas del sector europeas, aplicándose un descuento del 30% por iliquidez, con la que se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 49.936 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 16.666 miles de euros.

Siguiendo el primero de los criterios, y dada la caída en resultados de la compañía y la aún incierta situación económica portuguesa, se reduce la valoración de los fondos propios del Grupo Robbialac hasta 45.445 miles de euros, lo que supone una **valoración de la participación de Dinamia de 15.170 miles de euros.**

Industrias Anayak, S.A.



Diseño, fabricación y comercialización de máquinas-herramienta

Fecha de Inversión:	Septiembre 1999
Cantidad invertida:	7.033 miles de euros
Fecha cierre de contabilidad:	31 de Diciembre
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	63,06%
Valoración a 30 de Junio de 2003 (miles de euros): 3.517	

Resumen de la Transacción:

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

El resto del accionariado se reparte de la forma siguiente:

- Equipo directivo 36,94%

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

EBITDA*	EBIT	B° Neto
4,4x	6,3x	7,5

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

Descripción de la compañía

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

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

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

Dirección de la compañía

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

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

*Cifras en miles de euros

	Real 30.06.2002	Real 30.06.2003	Presupuesto 30.06.2003	Auditoría 31.12.2002	Presupuesto 31.12.2003
Ingresos de Explotación	15.232	8.147	8.901	25.996	18.480
EBITDA	1.338	(838)	(210)	1.564	145
EBIT	888	(1.270)	(643)	711	-649
Beneficio antes de impuestos	927	(1.298)	(749)	733	-850
Beneficio del ejercicio	695	(1.298)	(749)	963	-850

Balance de Situación

*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	Real	Auditoría	<u>PASIVO</u>	Real	Auditoría
	30.06.2003	31.12.2002		30.06.2003	31.12.2002
Inmovilizado	5.316	5.994	Fondos Propios	8.704	10.003
Activo Circulante	12.963	13.738	Acreedores a largo plazo	2.658	2.198
Tesorería	1.265	1.299	Deuda a corto plazo	972	2.065
TOTAL ACTIVO	19.544	21.030	Pasivo Circulante	7.210	6.764
			TOTAL PASIVO	19.544	21.030

Evolución durante el primer semestre de 2003

El desplome del mercado de máquina-herramienta que comenzó a vislumbrarse durante el primer semestre de 2002, confirmado después en el segundo semestre, con caídas de la demanda en torno al 30-40%, ha resultado un primer semestre para Anayak muy difícil, con una fuerte caída de ventas.

Durante el segundo semestre de 2002, se diseñó un plan de ajuste de costes e inversiones en Anayak que está permitiendo salvar el ejercicio presente sin problemas financieros y con generación positiva de caja. El citado plan recogía básicamente un ERE temporal de reducción de jornada que afecta a la práctica totalidad de la plantilla y que ha supuesto un ahorro para el presente ejercicio en torno a los €600.000 y una congelación de las inversiones. Tan sólo se han respetado las inversiones en I+D (fundamentalmente cabezales), con objeto de estar preparados para el momento en que se recupere la demanda.

En los últimos meses se está notando una cierta recuperación en el nivel de ofertas y entrada de pedidos y, aunque aún es demasiado pronto para poder confirmar la recuperación del mercado, parece indicar que el mismo ha tocado ya fondo.

Valoración

Dada la incierta situación de mercado y la fuerte caída en ventas y resultados de la compañía, se mantiene la valoración realizada a 31 de Diciembre de 2002, en la que se provisionó el 50% de la valoración de la compañía hasta los 5.557 miles de euros, con lo que **la participación de Dinamia queda valorada en 3.517 miles de euros.**

Cables Perti, S.A.



Proveedor de cableado para automoción

Fecha de Inversión:	Julio 1999
Cantidad invertida:	5.782 miles de euros
Fecha cierre de contabilidad:	31 de Diciembre
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	78,53%
Valoración a 30 de Junio de 2003 (miles de euros): -	

Resumen de la Transacción:

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

- Varios Financieros 16,40%
- Director General 5,07%

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

EBITDA*	EBIT	B° Neto
3,7x	4,5x	6,1x

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

Descripción de la compañía

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

Fruto de una mejora constante en los procesos de producción, reducción de costes y dedicación absoluta al desarrollo de mejoras y nuevas soluciones, le llevó en los años 90 a ir desplazando a otros fabricantes de su gama de productos.

Dirección de la compañía

Tras la sustitución del anterior Director General y reestructuración de la compañía, el actual equipo directivo, con el que se ha reconstruido un MBO de la sociedad, ha tomado las riendas de la compañía, reenfocando la estrategia de la misma hacia una situación de proveedor "Tier" 2 ó 3, y diversificando hacia otros segmentos de mercado distinto del automóvil.

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

*Cifras en miles de euros

	Real 30.06.2002	Real 30.06.2003	Presupuesto 30.06.2003	Auditoría 31.12.2002	Presupuesto 31.12.2003
Ingresos de Explotación	2.810	2.360	2.374	5.507	4.339
EBITDA	119	(223)	(183)	(399)	(355)
EBIT	(49)	(400)	(364)	(804)	(713)
BAI	(216)	(569)	(523)	(837)	(1.078)
Beneficio del ejercicio	(216)	(569)	(523)	(837)	(1.078)

* las cuentas de resultados no incluyen la amortización del fondo de comercio de consolidación ni la amortización extraordinaria del mismo durante 2002 por un importe de € 1,3m

Balance de Situación

*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	Real	Auditoría	<u>PASIVO</u>	Real	Auditoría
	30.06.2003	31.12.2002		30.06.2003	31.12.2002
Inmovilizado	1.575	1.592	Fondos Propios	2.080	2.787
Fondo de Comercio	1.788	1.925	Provisiones	902	902
Activo Circulante	1.395	1.452	Acreedores largo plazo	1.002	701
Tesorería	347	1.130	Deuda a corto plazo	309	756
TOTAL ACTIVO	5.105	6.099	Pasivo Circulante	813	953
			TOTAL PASIVO	5.105	6.099

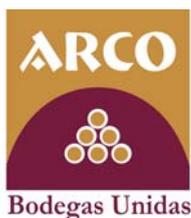
Evolución durante el primer semestre de 2003

El ejercicio 2002 supuso la confirmación de la pérdida casi total de todo el negocio con SEAT, quedando la compañía básicamente con los pedidos provenientes de proveedores de 2º nivel. En esta situación, se produjo una reestructuración de la sociedad, sustituyendo al anterior equipo directivo. El nuevo equipo gestor está realizando una nueva estrategia comercial, pasando a convertirse en un proveedor Tier 2 en el sector del automóvil. Asimismo, está introduciéndose con éxito en nuevos sectores gracias a la aplicación de su know-how en sectores menos maduros y exigentes que el del automóvil. A pesar de ello, aún es pronto para confirmar que el cambio estratégico y de dirección de la compañía resulte en una mejora a corto plazo de la situación de la compañía.

Valoración

Dada la aún incierta evolución de la compañía, se mantiene la provisión por la totalidad de la participación de Dinamia en la misma.

Arco Bodegas Unidas



Bodegas de vino

Fecha de Inversión:	Marzo 1999
Cantidad inicial invertida:	5.457 miles de euros
Ampliación de Capital Marzo 2001	12.020 miles de euros
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	8,79%
Valoración a 30 de Junio de 2003 (miles de euros): 18.040	

Resumen de la Transacción:

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

- Alianza de Cosecheros de La Rioja
- Fondos gestionados por Bridgepoint Capital
- Equipo Directivo
- Otros

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

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

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

Descripción de la compañía

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

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

Dirección de la compañía

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

Cuenta de Pérdidas y Ganancias⁴

*Cifras en miles de euros

	Real 30.06.2002	Real 30.06.2003	Real 31.12.2002	Presupuesto 31.12.2003
Ingresos de Explotación	67.935	68.905	189.237	217.324
EBITDA	3.312	4.534	22.298	21.779
EBIT	1.750	2.887	18.890	18.293
Beneficio antes de impuestos	3.234	5.510	15.171	16.601
Beneficio del ejercicio	2.950	4.562	12.218	12.374

Balance de Situación⁴

*Cifras en miles de euros

ACTIVO	Real	Real	PASIVO	Real	Real
	30.06.2003	31.12.2002		30.06.2003	31.12.2002
Inmovilizado	47.721	47.172	F. Propios	95.120	90.335
Activo Circulante	115.701	103.876	Socios Externos	3.650	4.392
Tesorería	12.820	1.158	Deuda a largo plazo	40.314	24.309
TOTAL ACTIVO	176.242	152.207	Deuda a corto plazo	5.132	411
			Pasivo Circulante	32.026	32.760
			TOTAL PASIVO	176.242	152.207

Evolución durante el primer semestre de 2003

El primer semestre de 2003 se ha caracterizado por la buena evolución de las ventas nacionales con incremento en todas las áreas, especialmente en Durius y Rioja. Únicamente se ha producido cierto descenso en Hohenlohe debido a reestructuración de la gama. Asimismo, en ventas internacionales se ha registrado incremento en todas las gamas. El descenso de unidades se debe exclusivamente a las ventas discontinuadas de marca privada a ALDI y Tesco. En cuanto a la venta directa, se ha producido cierto descenso, al no consolidarse como canal alternativo.

Por su parte, los márgenes se han comportado muy bien, gracias a un incremento del precio de ingreso unitario por mejora del mix

Valoración

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

⁴ Las cuentas del 2002 son cifras de la auditoría, pendientes de un ajuste en la contabilización de las acciones propias adquiridas por la compañía el pasado ejercicio. Aquí se encuentran contabilizadas a su coste de adquisición, minorando el valor de los fondos propios. Si, de acuerdo al PGC, se contabilizaran a su valor teórico contable, el efecto sería un aumento del valor de los fondos propios hasta 95.564 miles de euros y una disminución del beneficio del ejercicio hasta 3.532 miles de euros, sin efecto alguno en el flujo de caja de la compañía ni en su resultado operativo.

- Según los múltiplos de compra de la compañía, se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 209.000 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 18.373 miles de euros.
- Comparación con múltiplos de otras empresas del sector europeas, aplicándose un descuento del 30% por iliquidez, con la que se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 175.728 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 15.448 miles de euros.

A pesar de que el último de los criterios arroja diferencias con la última valoración efectuada en el anterior informe, se mantiene ésta, en la que se mantuvo la valoración de la compañía en el momento de la adquisición, ajustando la participación inicial a la valoración aplicada para la ampliación de capital de Marzo de 2000, quedando la **participación de Dinamia valorada en 18.040 miles de euros**. Este aspecto se justifica por la situación de liderazgo de la compañía, como grupo bodeguero más grande del país y uno de los mayores del mundo, junto con los altos múltiplos pagados en las últimas transacciones en el sector.

Arco Bodegas Unidas, S.A.

cifras en miles de euros

	Ventas	EBITDA	EBIT	B° Neto	C-F	Deuda Neta
Resultados estimados a 31.12.2003	217.324	21.779	18.293	12.374	15.860	19.206

1) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPRA

-

	EBITDAx	EBITx	P/E	P/CF	Media	Participación Dinamia
Múltiplos de compra	10,9x	12,3x	16,0x	13,5x		8,79%
Valoración	217.647	206.406	198.113	213.833	209.000	18.373

2) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES

	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF	Media	Ajustado por iliquidez	Participación Dinamia
Valoración según comparables	263.299	291.603	241.464	207.792	251.040	175.728	15.448
						Descuento por iliquidez	30%

	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF
Medias	13,0x	17,0x	19,5x	13,1x
BARON DE LEY	9,4x	12,4x	11,7x	8,8x
BROWN-FORMAN CORP -CL A	14,1x	16,1x	21,3x	17,5x
BODEGAS RIOJANAS SA	16,6x	22,7x	30,6x	17,3x
VINA CONCHA Y TORO S.A.		19,2x	21,7x	
CIA VINICOLA DEL NORTE DE ES	13,6x	18,4x	18,5x	13,2x
PETER LEHMANN WINES LIMITED	12,8x	14,5x	18,1x	15,3x
ROBERT MONDAVI CORP-CL A	9,4x	13,4x	15,9x	8,4x
VINA SAN PEDRO S.A.	15,9x	19,7x	21,2x	16,5x
CHALONE WINE GROUP LTD (THE)	10,5x	22,3x		8,5x
SOUTHCORP LIMITED	17,9x			
VINCOR INTERNATIONAL INC	9,5x	11,3x	16,6x	12,4x

Capital Safety Group



CAPITAL SAFETY GROUP LIMITED

Fabricación de equipos de seguridad para el trabajo

Fecha de Inversión:	Enero 1999
Cantidad invertida:	5.836 miles de euros (incluye crédito a la participada)
Fecha cierre de contabilidad:	31 Marzo
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	7,37%
Valoración a 30 de Junio de 2003 (miles de euros) 6.706 (incluye el crédito a la participada)	

Resumen de la Transacción:

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

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

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

EBITDA*	EBIT
8,3x	9,0x

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

Descripción de la compañía

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

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

Dirección de la compañía

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

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

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

*Cifras en miles de euros

	3 meses Real 30.06.2002	3 meses Real 30.06.2003	3 meses Presupuesto 30.06.2003	12 meses Auditoría 31.03.2003	12 meses Presupuesto 31.03.2004
Ingresos de Explotación	25.303	24.512	25.264	96.248	105.863
EBITDA	4.540	4.654	3.928	17.416	19.886
EBIT	4.146	4.264	3.539	15.893	18.184
BAI	2.139	2.204	1.529	7.562	9.013
Beneficio del ejercicio	1.203	1.366	754	3.882	5.544

Balance de Situación

*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	Real 30.06.2003	Auditoría 31.03.2003	<u>PASIVO</u>	Real 30.06.2003	Auditoría 31.03.2003
Inmovilizado	32.549	32.252	Fondos Propios	64.230	64.648
F. de Comercio	119.859	119.859	Crédito Accionistas	48.432	48.084
Activo Circulante	33.755	32.165	Acreedores a largo plazo	48.715	49.784
Tesorería	3.364	3.677	Deuda a corto plazo	9.326	10.789
TOTAL ACTIVO	189.527	187.953	Pasivo Circulante	18.824	14.648
			TOTAL PASIVO	189.527	187.953

Descripción del mercado

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

Evolución durante el primer semestre de 2003

La situación económica mundial, especialmente en USA, ha supuesto para CSG un importante freno a su crecimiento histórico, de tal manera que los últimos ejercicios y el actual supondrán tres ejercicios seguidos con resultados prácticamente planos.

En esta situación, la compañía está acometiendo una reestructuración que se centra básicamente en el cierre de la planta de Inglaterra y la sustitución de los distribuidores americanos por comerciales propios.

A pesar de lo anterior, la compañía ha sido capaz de generar un fuerte cash-flow libre, con tasas de conversión de EBIT en caja siempre en el entorno del 80%, reduciendo la deuda de adquisición con arreglo al calendario previsto.

Valoración

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

- Según los múltiplos de compra de la compañía, se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 49.516 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 3.652 miles de euros.
- Comparación con múltiplos de otras empresas del sector europeas, aplicándose un descuento del 30% por iliquidez, con la que se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 27.798 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 2.050 miles de euros.

A pesar de que el segundo criterio arroja un resultado inferior al de la última valoración efectuada, se mantiene ésta (ajustada por el tipo de cambio), con lo que la **participación de Dinamia queda valorada en 2.914 miles de euros** (a los que hay que añadirle 3.792 miles de euros del crédito a la participada).

El resultado obtenido según el criterio de comparables está distorsionado por la valoración por múltiplos de EV/EBITDA, significativamente inferior a la obtenida por el resto de múltiplos. Esto se justifica por la poca inversión/amortización del modelo de negocio y proceso productivo de CSG, frente a los comparables analizados, con fuertes inversiones/amortizaciones, que penalizan la media de múltiplos de EBITDA analizados. Por tanto, los múltiplos más adecuados para la valoración de CSG deben ser aquellos por debajo de la línea de amortizaciones (EV/EBIT y P/E).

Capital Safety Group

cifras en miles de euros

	Ventas	EBITDA	EBIT	B* Neto	C-F	Deuda Neta
Resultados a 31.03.2003	96.248	17.416	15.893	3.882	5.405	94.364

1) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPRA

	EBITDAx	EBITx	Media	Participación Dinamia
Múltiplos de compra	8,3x	9,0x		7,37%
Valoración	50.469	48.562	49.516	3.652

2) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES

	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF	Media	Ajustado por iliquidez	Participación Dinamia	7,37%
Valoración según comparables	12.543	68.773	45.912	31.615	39.711	27.798	2.050	
						Descuento por iliquidez		30%
Medias	6,1x	10,3x	11,8x	5,8x				
BUDERUS AG	9,6x	13,6x	7,7x	6,2x				
AIM GROUP PLC	4,3x	9,4x		6,6x				
NOVAR PLC	5,6x	10,3x	14,2x	4,5x				
WMH WALTER MEIER AG-REG A	5,3x	10,2x	8,5x	3,9x				
KONE OYJ-B SHS	6,5x	9,9x	14,7x	7,7x				
CARDO AB	5,6x	9,8x	6,6x	4,2x				
UPONOR OYJ	5,5x	10,8x	11,8x	5,4x				
TARKETT SOMMER AG	4,5x	8,1x	14,1x	3,0x				
ULTRAFRAME PLC	7,3x	9,2x	14,0x	9,9x				
DECEUNINCK	6,8x	11,1x	14,4x	7,4x				
SIG PLC	5,2x	7,1x	9,7x	5,8x				
WIENERBERGER AG	6,8x	13,9x	11,7x	4,2x				
BACOU DALLOZ	6,9x	10,1x	14,7x	7,0x				

Deutsche Woolworth



Cadena de grandes almacenes en Alemania y Austria

Deutsche Woolworth:

Fecha de Inversión:	Diciembre 1998
Cantidad invertida:	4.309 miles de euros
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	6,61%
➤ DWW Deutsche Woolworth Holdings GmbH	6,52%
➤ DWW Beteiligungs GmbH	7,35%
Valoración a 30 de Junio de 2003 (miles de euros):	-

Forthpanel Limited:

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

Resumen de la Transacción:

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

- Fondos gestionados por Electra y otros 85%
- Directivos y autocartera 10%

El precio total de compra ascendió a €562m:

	Ptas.	€
Equity	3.454	20,8
Shareholders' Loan	9.307	55,9
Deuda Bancaria	80.818	485,7
TOTAL	93.579	562,4

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

EBITDA*	EBIT
7,41x	12,20x

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

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

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

Descripción de la compañía

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

El grupo tiene un importante patrimonio inmobiliario ya que, en el momento de la adquisición 118 de los 357 establecimientos eran propiedad del grupo, y estaban valorados en DM1.200m (Pta102.000m). Dicho patrimonio ha servido de soporte para el apalancamiento al que se ha sometido el grupo en la adquisición.

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

Dirección de la compañía

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

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

*Cifras en miles de euros

	Real 30.06.2002	Real 30.06.2003	Presupuesto 30.06.2003	Auditoría 31.12.2002	Presupuesto 31.12.2003
Ingresos de Explotación	422.967	424.438	425.895	940.099	953.438
EBITDA	(8.278)	(2.898)	(6.525)	2.299	9.799
EBIT	(17.589)	(11.425)	(15.502)	(16.302)	(9.737)
BAI	(17.662)	(10.533)	(13.158)	5.765	(6.744)
Beneficio del ejercicio	(17.876)	(10.644)	(13.172)	4.705	(7.636)

Balance de Situación

*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	Real	Auditoría	<u>PASIVO</u>	Real	Auditoría
	30.06.2003	31.12.2002		30.06.2003	31.12.2002
Acciones propias	877	1.709	Fondos Propios	52.776	63.441
Inmovilizado	353.491	371.287	Socios Externos	(21)	(21)
Activo Circulante	138.984	141.698	Fondo de Pensiones	159.850	157.719
Tesorería	82.964	90.961	Deuda bancaria	183.349	182.649
TOTAL ACTIVO	576.315	605.655	Pasivo Circulante	180.362	201.867
			TOTAL PASIVO	576.315	605.655

Evolución durante el primer semestre de 2003

El ejercicio 2002 fue el primer año en que el nuevo equipo directivo tomó las riendas de la compañía. El nuevo equipo se ha centrado en el reenfoque de la estrategia de la compañía, volviendo a su proposición tradicional de "value for money", y abandonando el fallido intento del anterior equipo de dirigirse a productos de mayor margen y una nueva clientela de mayor poder adquisitivo. Estas políticas han comenzado a surtir efecto, con un sensible efecto en los resultados de la compañía.

Adicionalmente, la gestión del circulante en cuanto a stocks y proveedores (apoyados por la total puesta en funcionamiento del centro logístico de Bönen) y la enajenación de activos inmobiliarios durante 2002 y parte de 2003 resultaron en una fuerte generación de cash-flow, que sitúa a la compañía en una situación financiera que le permite afrontar los próximos ejercicios sin necesidad de financiación ajena.

Valoración

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

Marie Claire, S.A.

MARIE CLAIRE

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

Fecha de Inversión:	Julio 1998
Cantidad invertida:	4.820 miles de euros
Fecha cierre de contabilidad:	31 Marzo
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	25,06%
Valoración a 30 de Junio de 2003: 6.608 (incluye el crédito a la participada)	

Resumen de la Transacción:

Dinamia adquirió en Julio de 1998 el 25,06% del Grupo Aznar, ascendiendo el precio total de compra a €38,4m. Esta adquisición se realizó a través de una compañía de nueva creación que actúa a modo de holding y en la que se inyectaron €40,3 (€19,2m por los accionistas y €21,0m de deuda bancaria). El resto del accionariado se reparte de la forma siguiente:

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

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

EBITDA*	EBIT
4,2x	6,0x

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

Descripción de la compañía

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

Dirección de la compañía

La compañía mantiene la misma gestión que existía hasta la adquisición al grupo Hartstone, esto es: el antiguo equipo gestor actualmente incorporado al capital.

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

*Cifras en miles de euros

	3 meses Real 30.06.2002	3 meses Real 30.06.2003	3 meses Presupuesto 30.06.2003	12 meses Auditoría 31.03.2003	12 meses Presupuesto 31.03.2004
Ingresos de Explotación	18.546	18.425	20.154	88.066	92.091
EBITDA	1.647	1.547	1.731	8.755	9.576
EBIT	831	716	905	5.495	6.935
BAI	515	507	585	4.211	5.816
Beneficio del ejercicio	335	330	380	2.786	3.781

Balance de Situación

*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	Real 30.06.2003	Auditoría 31.03.2003	<u>PASIVO</u>	Real 30.06.2003	Auditoría 31.03.2003
Inmovilizado	15.870	15.047	F. Propios	33.039	32.509
Activo Circulante	48.739	50.743	Crédito Accionistas	555	453
Tesorería	7.793	8.463	Deuda a largo plazo	10.894	11.111
TOTAL ACTIVO	72.402	74.253	Deuda a corto plazo	8.279	12.002
			Pasivo circulante	19.635	18.179
			TOTAL PASIVO	72.402	74.253

Descripción del mercado

Las medias son un producto muy maduro y está ampliamente diversificado, existiendo un abanico muy amplio de calidades, terminaciones, colores, grosor de los hilos y/o de la media, etc. Como consecuencia existe igualmente un amplio abanico de precios pudiéndose encontrar producto desde 0,60 a 30 euros, ó incluso más, cada par de medias. La última novedad aparecida ha sido la media de lycra, consistente en utilizar esta fibra en los hilos que van a ser utilizados (normalmente de nylon) de dos formas diferentes, ó bien recubriendo la lycra con un filamento de nylon, o bien tejida como un hilo más quedando el hilo de nylon recubierto por el hilo de lycra. La lycra ha aportado fundamentalmente mayor resistencia al producto, lo que ha originado dos efectos fundamentales. Por un lado, el producto tiene mucha más duración, lo que ha supuesto una reducción del mercado en volumen. Por otro se ha producido un incremento de precio del producto medio que ha compensado el efecto volumen. Marie Claire es el líder del mercado español de medias con una cuota del 18%, cuota que ha ido incrementando progresivamente desde el 12,6% que tenía en 1994.

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

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

Evolución durante el primer semestre de 2003

En cuanto al cierre del ejercicio a 31 de Marzo de 2003, no se cumplió el presupuesto de resultados, fundamentalmente por la bajada en volúmenes como consecuencia de una caída en las ventas de la división de medias y los bajos niveles de producción adicionales para la reducción de inventarios que se planteó. Aunque la medida tuvo un efecto bueno sobre el working capital (recuperación de alrededor de 3 millones de euros de working capital) afectó de forma importante a los márgenes, alrededor de € 1,3 millones en la división de medias que ha sido al final la desviación acumulada.

Por otra parte, la división de confección se volvió a comportar de manera extraordinaria, y aunque sólo representó alrededor del 30% de las ventas, ha representado alrededor del 55% del EBIT.

Por último, el área internacional tuvo un comportamiento negativo, con pérdidas de € 500.000 debidas fundamentalmente a la evolución en Polonia. Esta compañía ha sido cerrada y liquidada por falta de viabilidad.

En cuanto al ejercicio actual, y aunque es pronto para sacar conclusiones, parece que tendremos un ejercicio en el que después de dos años iniciaremos de nuevo un pequeño crecimiento en medias, aunque exclusivamente basados en haber obtenido dos cuentas nuevas en el Reino Unido. Por otro lado, los crecimientos en confección empiezan a moderarse. El crecimiento en esta división estaba fuertemente soportado por la marca Agatha Ruiz de la Prada que se ha estancado por el acoso de las falsificaciones y porque probablemente ha llegado a la madurez en su ciclo de vida. Por ello, se está intentando desarrollar nuevos acuerdos de licencia. En estas condiciones el presupuesto anual parece alcanzable.

Valoración

Se ha realizado una valoración de Marie Claire siguiendo los siguientes criterios:

- Según los múltiplos de compra de la compañía, se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 26.605 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 6.668 miles de euros.
- Comparación con múltiplos de otras empresas del sector europeas, aplicándose un descuento del 30% por iliquidez, con la que se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 25.346 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 6.352 miles de euros.

Dado que ambos criterios ofrecen valoraciones similares a la última efectuada en el anterior informe, se mantiene ésta, con lo que la **participación de Dinamia queda valorada en 6.476 miles de euros** (a los que hay que añadirle 132 miles de euros del crédito a la participada).

Marie Claire, S.A.

cifras en miles de euros

	Ventas	EBITDA	EBIT	B° Neto	C-F	Deuda Neta
Resultados a 31.03.2003	88.066	8.755	5.495	2.786	6.045	11.936

1) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPRA

	Ventasx	EBITDAx	EBITx	Media	Participación Dinamia
Múltiplos de compra	0,5x	4,2x	6,0x		25,06%
Valoración	34.483	24.457	20.876	26.605	6.668

2) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES

	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF	Media	Ajustado por iliquidez	Participación Dinamia	25,06%
Valoración según comparables	43.894	35.203	32.689	33.049	36.209	25.346	6.352	
						Descuento por iliquidez		30%
Medias	6,4x	8,6x	11,7x	5,5x				
STEFANEL SPA	7,3x							2,6x
KINDY	7,3x							3,7x
WOLFORD AG	8,1x		19,1x					4,4x
CSP INTL INDUSTRIA CALZE SPA	6,8x							3,9x
IC COMPANY S A/S	5,2x	11,0x	17,9x					4,5x
SLIMMA PLC	3,8x	4,5x	4,6x					3,6x
VILENZO INTERNATIONAL NV	4,8x	9,7x						7,2x
BIG STAR HOLDING AG	10,2x	15,2x	8,8x					5,8x
ALEXON GROUP PLC	4,6x	5,9x	8,1x					5,8x
GERRY WEBER INTL AG	4,2x	5,1x	7,9x					5,6x
VAN DE VELDE NV	7,7x	8,6x	15,6x					13,1x

Anexo

Revisión de la valoración realizada por el gestor

**Dinamia Capital Privado
Sociedad de Capital Riesgo, S.A.**

Revisión de la valoración de la cartera
de inversiones en participaciones de
empresas no cotizadas a 30 de junio de
2003 realizada
por el Gestor

KPMG Corporate Finance
Este informe contiene 5 páginas
Este informe contiene 1 anexo
Ref: 3o01ivl3.doc

Corporate Finance

Edificio Torre Europa
Paseo de la Castellana, 95
28046 Madrid

A los Administradores de
Dinamia Capital Privado,
Sociedad de Capital Riesgo, S.A.

De acuerdo con las instrucciones de su carta de fecha 2 de octubre de 2003, hemos llevado a cabo los trabajos que a continuación se describen en relación con la revisión de la valoración de la cartera de inversiones de Dinamia Capital Privado, Sociedad de Capital Riesgo, S.A. (en adelante Dinamia o la Sociedad) a 30 de junio de 2003, realizada por N MÁS UNO Electra Capital Privado, Sociedad Gestora de Entidades de Capital Riesgo, S.A. (en adelante el Gestor), siguiendo los criterios de valoración que se describen en dicha carta, los cuales se basan, fundamentalmente, en los criterios de valoración definidos por European Venture Capital Association (en adelante EVCA).

1 Antecedentes

Según hemos sido informados, la cartera de inversiones de Dinamia en sociedades no cotizadas a 30 de junio de 2003 está integrada por las siguientes participaciones accionariales y créditos:

Participaciones accionariales	Porcentaje de participación
Marie Claire, S.A.	25,06%
DWW Deutsche Woolworth Holdings GmbH (Grupo Deutsche Woolworth)	6,52%
DWW Beteiligungs GmbH (Grupo Deutsche Woolworth)	7,35%
Forthpanel Limited	5,00%
Capital Safety Group Limited	7,37%
Arco Bodegas Unidas, S.A.	8,79%
Cables Perti, S.A.	78,53%
Industrias Anayak, S.A.	63,06%
Nova Robbialac Industria Ibérica de Tintas, S.A. (Grupo Robbialac)	33,37%
Sociedad Gestora de Televisión, NetTV, S.A.	1,64%
Unión Derivan, S.A. (Grupo Undesa)	48,63%
Educa Borrás, S.A.	38,44%
Ydilo Advanced Solutions, S.A.	6,52%
Universal Cleaning Activities UNICA, S.L.	28,87%
High Tech Hotels & Resorts, S.A.	42,31%
General Alquiler de Maquinarias, S.L.	40,32%

Créditos	Principal (miles de euros)
Marie Claire, S.A.	129
Capital Safety Group Limited	3.108

De acuerdo con el contrato de gestión suscrito entre la Sociedad y el Gestor el 29 de junio de 2000, Dinamia está obligada a realizar, sin perjuicio de la valoración correspondiente conforme a los principios contables generalmente aceptados, una valoración del activo de la Sociedad. De acuerdo con el mencionado contrato, los procedimientos a seguir son los siguientes:

- El Gestor preparará una valoración trimestral del activo de la Sociedad que será aprobada, en su caso, por el Consejo de Administración de la misma.
- El experto independiente que el Gestor proponga y que designe el Consejo de Administración de la Sociedad, revisará o examinará, semestral y anualmente, la valoración del activo de la Sociedad integrado por participaciones accionariales y créditos participativos u otros créditos en Sociedades no cotizadas que prepara el Gestor con carácter previo a la aprobación de la misma por el Consejo de Administración.
- Las participaciones de la cartera de la Sociedad se valorarán de acuerdo con criterios y convenciones que gocen de generalizado reconocimiento en la práctica internacional en relación con empresas cuyo objeto de actividad sea equivalente al de Dinamia.

El anexo al mencionado contrato de gestión recoge una descripción de los criterios a utilizar por el Gestor, los cuales están basados, fundamentalmente, en los propuestos por EVCA.

Conforme a su carta de fecha 2 de octubre de 2003, los criterios empleados por el Gestor en la valoración de la cartera de inversiones en participaciones de empresas no cotizadas a 30 de junio de 2003 se resumen a continuación:

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

Estos criterios generales han sido ajustados en alguna de las valoraciones cuando por las características particulares de la compañía o por la naturaleza de los datos recogidos la no realización de los mencionados ajustes podría introducir distorsiones importantes en las valoraciones.

2 Objetivos de nuestro trabajo

El objetivo de nuestro trabajo ha consistido en efectuar una revisión de la razonabilidad de la valoración a 30 de junio de 2003 de la cartera de inversiones de Dinamia en sociedades no cotizadas preparada por el Gestor, de acuerdo con los criterios que se describen en su carta de fecha 2 de octubre de 2003 que se incluye en el anexo a este informe, los cuales se basan fundamentalmente en los criterios de EVCA.

A este respecto, debemos mencionar que toda valoración lleva implícitos, además de factores objetivos, otros factores subjetivos que implican juicio y que, por lo tanto, el "valor" obtenido constituye un punto de referencia para las partes interesadas en la operación.

3 Información utilizada y procedimientos empleados

La información en la que se ha basado nuestro trabajo ha sido facilitada por el Gestor y ha consistido, principalmente, en:

- Carta de fecha 2 de octubre de 2003 relativa a la valoración de la cartera de inversiones en participaciones de empresas no cotizadas de la Sociedad a 30 de junio de 2003 enviada por el Gestor.
- Estados financieros no auditados a 30 de junio de 2003, así como presupuestos disponibles correspondientes al ejercicio 2003 de las sociedades participadas que se han detallado en el apartado 1 anterior.
- Estimaciones de cierre de resultados y posición financiera neta de las sociedades participadas detalladas en el apartado 1 anterior cuyo ejercicio finaliza el 31 de diciembre de 2003.
- Informe de valoración a 30 de junio de 2003 de Dinamia Capital Privado, S.C.R., S.A., junto con la información soporte de las valoraciones realizadas por el Gestor.
- Otra información utilizada en la realización de los trabajos para la emisión de nuestro informe de fecha 17 de marzo de 2003 relativo a la revisión de la valoración de la cartera de inversiones de la Sociedad a 31 de diciembre de 2002.

Los procedimientos empleados para la realización de nuestro trabajo han consistido, básicamente, en lo siguiente:

- Análisis de la valoración de las inversiones en sociedades no cotizadas realizada por el Gestor y de la adecuada aplicación, en su caso, de los criterios descritos en el apartado 1 anterior.
- Comparación, en su caso, del valor asignado por el Gestor a las participaciones accionariales con su coste de adquisición, según la documentación soporte de compraventa o ampliaciones de capital de las mismas.
- Análisis y razonabilidad de la muestra de compañías comparables seleccionadas por el Gestor para la aplicación de múltiplos en la valoración realizada de las participaciones accionariales en sociedades no cotizadas.
- Revisión de los cálculos matemáticos realizados en la valoración de la cartera de participaciones accionariales y créditos.
- Revisión de la valoración de los créditos concedidos y acciones preferentes, de acuerdo con su nominal más los intereses devengados y pendientes de cobro a 30 de junio de 2003.
- Mantenimiento de diversas conversaciones con la Dirección del Gestor con el propósito de recabar otra información que se ha considerado de interés para la realización de nuestro trabajo o para aclarar aspectos sobre los que ya habíamos sido informados.
- Obtención de una carta firmada por el Gestor donde se nos comunica que hemos sido informados de todos aquellos aspectos de interés que pudieran afectar a la realización de este trabajo.

4 Aspectos a considerar

- 4.1 Debemos mencionar que la aplicación de los criterios de valoración aplicados por el Gestor por sí solos no supone necesariamente que los valores a los que éstos conducen representen un valor de mercado de las participaciones accionariales valoradas, constituyendo una aproximación a éste. A este respecto, debemos señalar que con el fin de tener en cuenta la situación, evolución y características específicas de alguna de las inversiones, se han aplicado criterios alternativos de valoración como contraste de los criterios aplicados por el Gestor.
- 4.2 Asimismo, debemos mencionar que la realización de nuestro trabajo se ha basado, entre otros aspectos, en estados financieros no auditados a 30 de junio de 2003 de las sociedades no cotizadas que integran la cartera objeto de revisión así como en estimaciones de cierre a 31 de diciembre de 2003 facilitadas por el Gestor de aquellas sociedades cuyo ejercicio finaliza en dicha fecha.

5 Conclusión

Conforme a la información de que hemos dispuesto y de acuerdo con los objetivos y el alcance de nuestro trabajo descritos anteriormente, no se ha puesto de manifiesto ningún asunto de importancia que indique que deban introducirse modificaciones en la valoración a 30 de junio de 2003, que se incluye en su carta de fecha 2 de octubre de 2003 de la cartera de inversiones de Dinamia Capital Privado, Sociedad de Capital Riesgo, S.A. realizada por N MÁS UNO Electra Capital Privado, Sociedad Gestora de Entidades de Capital Riesgo, S.A., de acuerdo con los criterios descritos en el apartado 1 anterior, los cuales se basan fundamentalmente en los criterios EVCA.

* * * * *

Este informe y la información en él contenida han sido preparados con el propósito descrito en el apartado 1 anterior, por lo que no deberán ser distribuidos a terceros ni utilizados para ninguna otra finalidad sin nuestra autorización previa por escrito.



Ana Martínez Ramón
Socio Director

2 de octubre de 2003

Anexo

Carta de fecha 2 de octubre de 2003 con el detalle de la valoración de la cartera de inversiones en participaciones de empresas no cotizadas de la Sociedad a 30 de junio de 2003 realizada por el Gestor y los criterios empleados en su estimación

*(Este anexo debe ser leído junto con el informe
de KPMG de fecha 2 de octubre de 2003)*

Nmás1

Private Equity

KPMG
Edificio Torre Europa
Paseo de la Castellana, 95
28046 Madrid

A la atención de D^a Ana Martínez Ramón

Madrid, 2 de octubre de 2003

Muy señores míos:

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

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

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

Padilla, 17
28006 Madrid

Teléfono 91 745 84 48
Fax 91 431 64 60

www.nmas1.com

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

De acuerdo con estos criterios, NMÁS1 CAPITAL PRIVADO valora las participaciones y créditos participativos y otros créditos concedidos a las sociedades participadas que integran su activo a 30 de junio de 2003 de acuerdo con el siguiente cuadro:

a) Acciones

Sociedad participada	Miles de euros	
	Participación de Dinamia	Valor de la Participación de Dinamia
Marie Claire, S.A.	25,06%	6.476
Deutsche Woolworth (1)	6,61%	-
Forthpanel Limited	5,00%	1.000
Capital Safety Group Limited	7,37%	2.914
Arco Bodegas Unidas, S.A.	8,79%	18.040
Cables Perti, S.A.	78,53%	-
Industrias Anayak, S.A.	63,06%	3.517
Nova Robbialac Indústria Ibérica de Tintas, S.A.(2)	33,37%	15.170
Soc. Gest. de Televisión NetTV, S.A.	1,64%	115
Unión Deriván S.A. (3)	48,63%	14.158
Educa Borrás, S.A.	38,44%	2.907
Ydilo Advanced Solutions, S.A. (4)	6,52%	1.420
Universal Cleaning Activities UNICA, S.L. (5)	28,87%	8.514
High Tech Hotels & Resorts, S.A.	42,31%	9.500
General de Alquiler de Maquinaria, S.L. (GAM) (6)	40,32%	12.070
TOTAL		95.802

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

(2) Grupo Robbialac

(3) Grupo Undesa

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

(5) Anteriormente denominada Atención Empresarial, S.L.

(6) A 30 de junio de 2003, la participación de Dinamia en GAM se elevaba al 67,55%. Tras una posterior ampliación de capital ya acordada, en la que

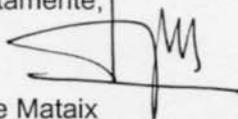
Nmás1 Private Equity Fund invirtió en las mismas condiciones que Dinamia, la participación de Dinamia quedó fijada en el 40,32% que aquí se muestra.

b) Créditos Participativos y otros Créditos a Participadas

A la fecha de la valoración del presente informe, no existía ningún crédito participativo concedido a las participadas. Otros créditos concedidos a compañías participadas se han valorado a su valor nominal más los intereses devengados hasta la fecha. El detalle es el siguiente:

Sociedad Participada	Miles de Euros		Total
	Nomin al	Devengad os	
Marie Claire, S.A.	129	3	132
Capital Safety Group Limited	3.108	685	3.792
Total créditos a participadas	3.237	687	3.924

Atentamente,



Jorge Mataix

Consejero Delegado

N MÁS UNO Capital Privado SGEGR, S.A. Unipersonal