

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

**30 de Junio de 2007**

<b><u>NAV por acción</u></b>	<b>28,52 €</b>
------------------------------	----------------

<b><u>NAV por acción ex dividendo</u></b>	<b>27,12 €</b>
---	----------------

<b><u>NAV por acción ajustado<sup>1</sup></u></b>	<b>26,70 €</b>
---	----------------

<b><u>NAV por acción ajustado ex dividendo</u></b>	<b>25,30 €</b>
--	----------------

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

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

## Índice

	<u>Página</u>
Introducción.....	4
Net Asset Value a 30 de Junio de 2007.....	5
Resumen de la valoración de la cartera de inversiones.....	6
Evolución de la actividad durante 2007.....	7
Hechos posteriores a 30 de Junio de 2007.....	7
Comisión de éxito de la gestora Nmás1 Capital Privado.....	8
 <b>Compañías integrantes de la cartera de inversiones:</b>	
ZIV.....	10
Alcad.....	12
Laude.....	15
Serventa.....	18
Cristher.....	20
Holmes Place.....	24
Atecsa.....	28
éMfasis.....	32
Bodybell.....	36
Grupo Segur Ibérica.....	40
High Tech Hoteles.....	44
Ydilo Advanced Voice Solutions.....	48
Net TV.....	51
Grupo Nicolás Correa Anayak.....	53
Arco Bodegas Unidas.....	55
Deutsche Woolworth.....	57

**Anexo:**

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

61

## 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 2007, 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 2007

Con lo antes expuesto, el resultado obtenido es un **Net Asset Value por Acción de 28,52 €**.

### Net Asset Value por acción a 30 de junio de 2007

	NAV a			Cartera según	
	31.12.2004	31.12.2005	31.12.2006	valor en libros 30.06.2007	NAV a 30.06.2007
<i>*Datos en miles de euros, excepto por acción</i>					
Acciones	93,169	145,936	107,192	75,460	121,257
Créditos a participadas	4,072	37,648	54,545	74,849	74,849
<b>Total Cartera no cotizada y créditos a participadas</b>	<b>97,240</b>	<b>183,583</b>	<b>161,737</b>	150,309	<b>196,106</b>
<b>Cartera cotizada (GNC)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>50,075</b>	6,045	<b>10,128</b>
<b>Tesorería y asimilados</b>	<b>63,506</b>	<b>51,928</b>	<b>97,565</b>	134,649	<b>134,649</b>
Otros Activos	2,902	2,189	6,968	1,081	1,081
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>163,648</b>	<b>237,701</b>	<b>316,345</b>	292,084	<b>341,964</b>
Pasivos	(3,218)	(984)	(527)	(567)	(567)
<b>TOTAL ACTIVOS NETOS</b>	<b>160,430</b>	<b>236,717</b>	<b>315,818</b>	291,517	<b>341,397</b>
Ajuste por dividendos y prima de emisión julio 2004					
Ajuste por prima de emisión julio 2005	(6,284)				
Ajuste por dividendos julio 2006	(8,379)	(8,379)			
Ajuste por dividendos julio 2007	(16,758)	(16,758)	(16,758)		
<b>TOTAL ACTIVOS NETOS ajustados</b>	<b>129,009</b>	<b>211,580</b>	<b>299,060</b>	291,517	<b>341,397</b>
Nº de acciones ajustado (*)	8,977,500	11,970,000	11,970,000	11,970,000	11,970,000
<b>NAV por acción</b>	<b>14.37 €</b>	<b>17.68 €</b>	<b>24.98 €</b>	24.35 €	<b>28.52 €</b>
<b>Incremento de valor del NAV por acción</b>	<b>-0.3%</b>	<b>23.0%</b>	<b>38.3%</b>		<b>14.2%</b>
<b>Cotización del Ibex 35</b>	<b>9,080.8</b>	<b>10,733.9</b>	<b>14,146.5</b>		<b>14,641.7</b>
<b>Crecimiento del Ibex 35</b>	<b>17.4%</b>	<b>18.2%</b>	<b>31.8%</b>		<b>3.5%</b>
<b>Cotización en Bolsa (aj. por dividendo)</b>	<b>10.94 €</b>	<b>16.40 €</b>	<b>22.09 €</b>	28.57 €	<b>28.57 €</b>
<b>Descuento (Premium) sobre NAV</b>	<b>23.9%</b>	<b>7.2%</b>	<b>11.0%</b>	(17.3%)	<b>(0.2%)</b>

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

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

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

- Valoración según múltiplos de compañías cotizadas comparables<sup>2</sup>, aplicando descuentos por iliquidez (30%).
- Aplicación de los múltiplos a los que Dinamia adquirió las compañías a los resultados estimados de 2007.

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

A continuación se detalla un resumen de la valoración a 30 de Junio de 2007 de las sociedades no cotizadas y cotizadas:

Valoración de la cartera a 30.06.2007											
cifras en miles de euros											
				VALORACIÓN TOTAL CARTERA a 30.06.2007							
				Valor en libros	Múltiplos de comparables	Múltiplos de Compra	Valoración 30.06.2007				
<b>TOTAL CARTERA (A+B+C)</b>				150,309	225,689	181,167	206,234				
			Ajustado por autocartera	VALORACIÓN ACCIONES A 30.06.2007				Valoración 31.12.2006	Valoración 30.06.2006		
% Dinamia	% Dinamia	Diluido	Valor en libros	Múltiplos de comparables	Múltiplos de Compra (1)	Valoración 30.06.2007					
Deutsche Woolworth (2)	6.61%	6.61%	6.61%	-	-	-	-	-	-		
Forthpanel Limited	5.00%	5.00%	5.00%	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000		
Arco Bodegas Unidas, S.A.	8.00%	8.36%	8.36%	13,376	18,040	18,040	18,040	18,040	18,040		
Soc. Gest. de Televisión NetTV, S.A.	2.29%	2.29%	2.29%	356	356	356	356	280	209		
Ydilo Advanced Solutions, S.A.	7.06%	7.06%	7.06%	881	1,470	1,470	1,470	1,470	1,470		
High Tech Hotels & Resorts, S.A.	45.11%	45.11%	35.77%	13,000	34,371	34,371	34,371	31,149	24,553		
Grupo Segur Ibérica	17.86%	17.86%	17.86%	10,267	14,812	9,113	10,267	9,724	9,500		
Bodybell (4)	26.77%	26.77%	26.77%	20	11,926	8,950	8,950	7,520	5,375		
Émfasis (5)	45.30%	45.30%	45.30%	3,881	10,711	4,027	4,027	3,881	3,881		
Atecsa (6)	50.00%	50.00%	50.00%	7,125	16,703	11,669	11,669	7,125	7,125		
Holmes Place (7)	20.61%	20.61%	20.61%	1,814	11,575	4,078	4,078	1,814	1,814		
Grupo Cristher (8)	44.47%	44.47%	44.47%	4,209	24,130	7,498	7,498	7,470	4,209		
Serventa (9)	46.66%	46.66%	46.66%	2,095	2,095	2,095	2,095	2,095	2,095		
Laude (10)	45.07%	45.07%	45.07%	3,651	3,651	3,651	3,651	2,251	2,251		
Alcad (11)	37.68%	37.68%	37.68%	9,847	9,847	9,847	9,847	n.d.	n.d.		
ZIV (12)	37.50%	37.50%	37.50%	3,938	3,938	3,938	3,938	n.d.	n.d.		
<b>TOTAL ACCIONES NO COTIZADAS (A)</b>				75,460	150,840	106,318	121,257	93,818	81,522		
Grupo Nicolás Correa Anayak (3)				15.35%	15.35%	15.35%	6,045	10,128	10,128	7,199	7,622
<b>TOTAL ACCIONES COTIZADAS (B)</b>				6,045	10,128	10,128	10,128	7,199	7,622		

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

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

(3) Valoración resultante de aplicar un 20% de descuento al valor de mercado a 30.06.2007 de la participación de Dinamia en la sociedad cotizada Nicolás Correa, S.A.

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

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

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

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

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

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

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

(11) Dinamia participa en Alcad a través del vehículo Limestone, S.L.

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

CRÉDITOS A PARTICIPADAS			
	Intereses		TOTAL
	Principal	devengados	
Segur Ibérica	404	-	404
Bodybell (4)	19,019	1,797	20,817
Émfasis (5)	4,181	928	5,109
Holmes Place (7)	7,256	2,238	9,494
Grupo Cristher (8)	7,816	1,458	9,274
Serventa (9)	5,093	932	6,024
Laude (10)	15,153	1,094	16,247
ZIV (12)	7,313	168	7,480
<b>TOTAL CRÉDITOS A PARTICIPADAS (C)</b>	<b>66,234</b>	<b>8,615</b>	<b>74,849 (C)</b>

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

## Evolución de la actividad durante 2007

- Con fecha 8 de enero de 2007 la sociedad ha procedido al desembolso de 76 miles de euros en concepto de ampliación de capital de sociedad gestora de televisión Net TV, S.A. incrementando, de esta forma su inversión hasta los 356 miles de euros con una participación en la compañía del 2,29%.
- Con fecha 23 de enero de 2007, Dinamia Capital Privado ha procedido a la venta de la totalidad de la participación que mantenía en la sociedad General de Alquiler de Maquinaria S.A., lo cual ha supuesto la colocación del 10,38% del capital de la sociedad participada, generando una plusvalía para Dinamia de 46.490 miles de euros.
- Con fecha 9 de marzo de 2007, Dinamia suscribió, por un importe de 9.847 miles de euros, una ampliación de capital a la sociedad Limestone Spain, S.L., de la que ostenta el 37,68% del capital, a partir de dicha fecha. Con los fondos obtenidos de sus accionistas y financiación bancaria, Limestone Spain, S.L. ha adquirido el grupo industrial Alcad S.A.
- Con fecha 17 de abril de 2007, Dinamia suscribió, por un importe de 11.250 miles de euros, una ampliación de capital a la sociedad Miser, S.L., de la que ostenta el 37,5% del capital, a partir de dicha fecha. Con los fondos obtenidos de sus accionistas y financiación bancaria, Miser, S.L. ha adquirido el grupo industrial ZIV Aplicaciones y Tecnología, S.A.
- Con fecha 2 de mayo de 2007, Dinamia llegó a un acuerdo para la venta de la totalidad de su participación en el capital social de Capital Safety Group, que ascendía a 8,16%. La sociedad ha ingresado 28.113 miles de dólares lo que representa 20.933 miles de euros, generando una plusvalía de 18.476 miles de euros.
- Durante el primer semestre de 2007, la sociedad ha ampliado su inversión en Colegios Laude, mediante Equity y préstamo participativo por importe de 18.804 miles de euros.
- Con fecha 11 de mayo de 2007, Unión Deriván S.A. (UNDESA), sociedad participada por Dinamia, procedió a una reducción de capital mediante la adquisición de acciones propias para su amortización, como resultado de lo cual dinamia no modificó su participación en la compañía y percibió 6.100 miles de euros, de los que 300 miles corresponden a un pago aplazado, que vence el 31 de diciembre de 2007.
- Con fecha 5 de junio de 2007, Dinamia y el resto de accionistas de UNDESA acordaron la venta de la misma a Snia, S.p.A. (en adelante Snia) por un importe de 24.500 miles de euros, de los cuales a Dinamia le correspondían 11.247 miles. Dicha compraventa quedó condicionada a que, en la reducción de capital referida en el párrafo anterior, no hubiese oposición de acreedores por encima de un determinado importe. En la compraventa, se pactó un pago al contado de € 19.000 miles (para Dinamia € 8.738 miles) y un pago aplazado hasta el 17 de julio de 2007 de € 5.500 miles (para Dinamia € 2.509 miles). Adicionalmente, Dinamia y el resto de los vendedores otorgaron una garantía a favor de Snia por posibles contingencias o pasivos ocultos por un importe de € 1.500 miles de euros (Dinamia, € 690 miles). Asimismo, concedieron a Undesa un préstamo, con vencimiento diciembre 2008, por importe de 2.500 miles (Dinamia, € 1.269 miles) y cuya devolución quedó garantizada con una cuenta a cobrar de Undesa correspondiente a la venta por ésta de determinados activos inmobiliarios.
- Con fecha 19 de junio de 2007, los accionistas de Segur Ibérica han concedido a la sociedad Hortus Mundi, S.L., un préstamo participativo, manteniendo la estructura accionarial de Segur Ibérica. La participación de Dinamia en dicho préstamo asciende a 404 miles de euros.

- A junio de 2007, Dinamia y el resto de accionistas de High Tech estaban considerando una posible salida a bolsa.

### **Hechos posteriores a 30 de Junio de 2007**

- La Junta General de Accionistas de Dinamia de 28 de Junio de 2007 acordó el reparto entre sus accionistas de 16.758 miles de euros (ó € 1,4 por acción), correspondientes a un dividendo. El pago a los accionistas se hizo efectivo durante el mes de Julio de 2007.
- El pago aplazado por importe de 5.500 miles de euros que debía atender Snia hasta el 17 de julio no se consumió. No obstante, se renegociaron las condiciones de pago estableciéndose un nuevo calendario y un incremento de las garantías de cobro a favor de los vendedores de Undesa. A fecha de este informe, el nuevo calendario se está cumpliendo en las condiciones pactadas, quedando pendientes de pago a los vendedores de Undesa 3.605 miles de euros (1.631 miles de euros a favor de Dinamia). Se ha pactado que el próximo 31 de octubre de 2007 el comprador haya liquidado todos los importes a los vendedores.

El NAV por acción, una vez descontado el dividendo asciende a 27,12 €:

**Net Asset Value por acción a 30 de junio de 2007**

	NAV a			Cartera según	NAV a
	31.12.2004	31.12.2005	31.12.2006	valor en libros 30.06.2007	30.06.2007
<i>*Datos en miles de euros, excepto por acción</i>					
<b>TOTAL ACTIVOS NETOS</b>	<b>160,430</b>	<b>236,717</b>	<b>315,818</b>	291,517	<b>341,397</b>
Ajuste por dividendos y prima de emisión julio 2004					
Ajuste por prima de emisión julio 2005	(6,284)				
Ajuste por dividendos julio 2006	(8,379)	(8,379)			
Ajuste por dividendos julio 2007	(16,758)	(16,758)	(16,758)	(16,758)	(16,758)
<b>TOTAL ACTIVOS NETOS ajustados</b>	<b>129,009</b>	<b>211,580</b>	<b>299,060</b>	274,759	<b>324,639</b>
Nº de acciones ajustado (*)	8,977,500	11,970,000	11,970,000	11,970,000	11,970,000
<b>NAV por acción</b>	<b>14.37 €</b>	<b>17.68 €</b>	<b>24.98 €</b>	22.95 €	<b>27.12 €</b>
<b>Incremento de valor del NAV por acción</b>	<b>-0.3%</b>	<b>23.0%</b>	<b>38.3%</b>		<b>14.2%</b>
Cotización del Ibex 35	9,080.8	10,733.9	14,146.5		<b>14,641.7</b>
Crecimiento del Ibex 35	17.4%	18.2%	31.8%		<b>3.5%</b>
Cotización en Bolsa (aj. por dividendo)	10.94 €	16.40 €	22.09 €	27.17 €	<b>27.17 €</b>
Descuento (Premium) sobre NAV	23.9%	7.2%	11.0%	(18.4%)	<b>(0.2%)</b>

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

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

Se presenta a continuación una simulación del valor liquidativo de Dinamia en el hipotético caso en que todas las sociedades hubieran sido vendidas el 30 de junio de 2007 a un precio igual al de las valoraciones realizadas por Nmás1 Capital Privado y que se detallan en el presente informe:

### Cálculo del performance fee teórico a 30.06.2007

NAV a 30.06.2007	341.397
Performance fee teórico	(21.777)
<b>Valor liquidativo a 30.06.2007</b>	<b>319.620</b>

<b>Por acción</b>	<b>26,70 €</b>
<b>NAV ajustado ex-dividendo</b>	<b>25,30 €</b>

## ZIV



### Servicios y productos para el mercado eléctrico

Fecha de Inversión Inicial:	Abril 2007
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Importe de adquisición:	11.250 miles de euros
<b>Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:</b>	<b>37,50%</b>
<b>Valoración a 30 de Junio de 2007 (miles de euros):</b>	<b>11.418</b>
(incluye el crédito participativo)	

### Resumen de la Transacción

Con fecha 17 de abril de 2007, Dinamia invirtió 11.250 miles de euros en ZIV. Con esta inversión, Dinamia alcanzó un 37,50% del capital social. Junto con Dinamia, Nmás1 PEF co-invirtió en las mismas condiciones e importes. La inversión total en capital de los socios financieros ha ascendido a 22.500 miles de euros, dividido entre acciones ordinarias y préstamo participativo. El resto del capital social está en manos del equipo directivo.

### Descripción de la compañía

ZIV es uno de los líderes en el mercado español de fabricación, distribución e instalación de productos de protección y control, medida eléctrica (contadores) y telecomunicaciones. Sus productos y servicios son fundamentales para el correcto funcionamiento de las subestaciones y las redes eléctricas, y sus ventas están por lo tanto muy ligadas a la inversión de las compañías eléctricas en equipamiento de transporte, distribución y telecomunicaciones.

### Dirección de la compañía

El Director General de la compañía es D. Norberto Santiago. El Sr. Santiago asumió el cargo de Director General, tras liderar la división de Protección y Control de General Electric hasta 1993. Dña. Covadonga Coca es la Directora General Adjunta y ha estado vinculada a la compañía desde su fundación. Dña. Nekane Vijandi permanece como Directora Financiera desde 1994.

### Cuenta de Pérdidas y Ganancias

#### Cuenta de Pérdidas y Ganancias

\*Cifras en miles de euros

	<b>Real 30.06.2007</b>	Auditoría 31.12.2006
Ingresos de Explotación	<b>29,114</b>	43,033
EBITDA	<b>5,483</b>	9,365
EBIT	<b>4,568</b>	7,269
BAI	<b>4,144</b>	6,843
Beneficio del ejercicio	<b>4,144</b>	5,763

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

## Balance de Situación

\*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	Real	Auditoría	<u>PASIVO</u>	Real	Auditoría
	30.06.2007	31.12.2006		30.06.2007	31.12.2006
Inmovilizado	9,396	9,851	Fondos Propios	14,626	19,422
Gastos a distribuir en varios ejercicios	927	38	Ingresos a distribuir en varios ejercicios	378	406
Fondo de Comercio Adq.	37,522	220	Acreeedores a largo plazo	58,725	4,495
Activo Circulante	34,792	35,798	Deuda a corto plazo	622	8,190
Tesorería	7,065	672	Pasivo Circulante	15,351	14,066
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>89,702</b>	<b>46,579</b>	<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>89,702</b>	<b>46,579</b>

## Evolución durante el 2007

La compañía cerró el ejercicio 2006 con una cifra de negocio de € 43 millones de euros en ventas. Durante la primera mitad del ejercicio se ha conseguido una cifra de negocio de € 26,9 millones de euros lo que supone un 50% de crecimiento con respecto a la cifra de facturación del mismo período del año anterior. Las áreas que han experimentado mayor crecimiento han sido las de Medida, gracias al impulso en las ventas de los contadores tipo 4, y Protección y Control.

Las previsiones del segundo semestre son muy positivas lo que indica que ZIV podría acabar el año por encima de presupuesto.

## Descripción del Mercado

El sistema de suministro eléctrico comprende el conjunto de medios y elementos útiles para la generación, el transporte y la distribución de la energía eléctrica. Este conjunto está dotado de mecanismos de control, seguridad y protección. Constituye un sistema integrado que además de disponer de sistemas de control distribuido, está regulado por un sistema de control centralizado que garantiza una explotación racional de los recursos de generación y una calidad de servicio acorde con la demanda de los usuarios, compensando las posibles incidencias y fallas producidas. Con este objetivo, tanto la red de transporte como las subestaciones asociadas a ella pueden ser propiedad, en todo o en parte y, en todo caso, estar operadas y gestionadas por un ente independiente de las compañías propietarias de las centrales y de las distribuidoras o comercializadoras de electricidad.

El consumo eléctrico lleva aumentando de forma considerable en las últimas décadas, donde ha pasado de unos 20.000 millones de kwh en 1963 hasta los 220.000 millones de 2003. A la vista de las futuras inversiones previstas por el sector eléctrico en las distintas áreas de negocio (generación, distribución, renovables etc) se prevé que se continúe con las fuertes inversiones en infraestructuras (incluyendo la parte de subestaciones), donde existe una fuerte correlación entre esta inversión y la demanda generada de producto de ZIV.

## Valoración

Siguiendo las directrices de la EVCA, y dado que no ha transcurrido un año desde su incorporación a la cartera de Dinamia, se valora la inversión en capital a coste de adquisición, esto es, 3.938 miles de euros, a los que hay que añadir el crédito participativo y su devengo de intereses del período por importe de 7.480 miles de euros, lo que hace un total de **11.418 miles de euros**.

## Alcad



### Alta frecuencia

Fecha de Inversión Inicial:	Marzo 2007
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Importe de adquisición:	9.847 miles de euros
<b>Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:</b>	<b>37,68%</b>
<b>Valoración a 30 de Junio de 2007 (miles de euros):</b>	<b>9.847</b>

### Resumen de la Transacción

Con fecha 9 de marzo de 2007, Dinamia alcanzó un acuerdo para la inversión de 9.847 miles de euros en la compañía Alcad, S.A. (en adelante "Alcad"). Con dicha inversión, Dinamia posee una participación del 37,68% del capital social. Junto con Dinamia, Nmás1 PEF coinvertió en las mismas condiciones e importes. La inversión total en capital de los socios financieros ha ascendido a 19.694 miles de euros, dividido entre acciones ordinarias y preferentes. El resto del accionariado está compuesto por uno de los anteriores propietarios así como el equipo directivo.

### Descripción de la compañía

Alcad es una compañía de tamaño medio, fundada en 1988, cuya actividad engloba desde la investigación, el diseño y la fabricación, hasta la puesta en el mercado de productos destinados a la recepción y distribución de señales de televisión digital y analógica en edificios residenciales. Estos productos incluyen amplificadores, procesadores, conmutadores, etc. hasta la propia antena, todos ellos tanto para TV terrestre (digital o analógica), TV por satélite o TV de banda ancha.

En 2001, las actividades se incrementaron con el desarrollo de la línea de porteros y videoporteros e Intercomunicación. Alcad decidió entrar en este mercado aprovechando las sinergias en comercialización y la alta capilaridad en el territorio español.

La compañía tiene un importante departamento de I+D, el cual realiza un desarrollo continuo de nuevos productos (comunicación, domótica,...)

Asimismo, la compañía ya tiene una importante actividad en el exterior.

### Dirección de la compañía

El Sr. Galarza asumió el cargo de Director General (que sigue desempeñando en la actualidad) desde el nacimiento de la compañía, habiendo sido previamente Director Comercial de IKUSI. Asimismo, la Dirección Industrial y Financiera pertenecen a D. Francisco Navarro y D. Severiano Elberdin, respectivamente, ambos con una larga trayectoria dentro de la compañía desempeñando el puesto mencionado.

## Cuenta de Pérdidas y Ganancias

\*Cifras en miles de euros

	<b>Real 30.06.2007</b>	Auditoría 31.12.2006
Ingresos de Explotación	<b>16,585</b>	37,791
EBITDA	<b>2,990</b>	9,601
EBIT	<b>2,492</b>	8,459
BAI	<b>2,156</b>	8,558
Beneficio del ejercicio	<b>2,156</b>	5,563

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

## Balance de Situación

\*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	<b>Real 30.06.2007</b>	Auditoría 31.12.2006	<u>PASIVO</u>	<b>Real 30.06.2007</b>	Auditoría 31.12.2006
Inmovilizado	<b>64,153</b>	8,795	Fondos Propios	<b>47,305</b>	22,855
Gastos a distribuir en varios ejercicios	<b>(45)</b>	-	Acreedores a largo plazo	<b>34,447</b>	5,362
Activo Circulante	<b>21,627</b>	19,042	Provisiones para riesgos y gastos	<b>392</b>	-
Tesorería	<b>3,119</b>	9,233	Deuda a corto plazo	-	3,456
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>88,854</b>	37,070	<b>Pasivo Circulante</b>	<b>6,710</b>	5,397
			<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>88,854</b>	37,070

## Descripción del mercado

Alcad actúa básicamente en dos líneas de negocio (alta frecuencia y control de accesos).

Actualmente, el mercado español de recepción y distribución de TV se encuentra bastante concentrado, de tal manera que aproximadamente el 75% del mercado está dominado básicamente por cuatro actores (siendo Alcad uno de ellos). El mercado dispone de diferentes líderes para los diferentes productos que componen el conjunto de la instalación, siendo Alcad el líder en amplificadores.

Dentro de este escenario hay que reseñar la nueva normativa relativa a la televisión digital (TDT), por la que a partir de marzo de 2010 ésta será la única modalidad de emisión de televisión (actualmente prevalece la señal analógica) y que supondrá la total sustitución de la base instalada (*apagón analógico*).

## Evolución durante el 2007

La compañía obtuvo unas ventas de 37,7 millones de euros en el ejercicio 2006 incluyendo las ventas asociadas a TDT. Considerando el comportamiento de esta línea de negocio durante el año 2006, durante el año 2007 se ha producido una desaceleración en las ventas relacionadas con TDT, lo que hace prever que se producirá una concentración de la demanda en los próximos años.

La compañía ha seguido expandiéndose a nivel internacional consolidándose en nuevos mercados.

Asimismo, en la línea de crecimiento de la compañía se están analizando nuevas líneas de negocio así como la apertura de nuevos mercados que se espera que se materialicen antes del final del ejercicio 2007.

## Valoración

Siguiendo las directrices de la EVCA, y dado que no ha transcurrido un año desde su incorporación a la cartera de Dinamia, se valora la inversión en capital a coste de adquisición, esto es, **9.847 miles de euros**.

## Laude

**LAUDE**  
COLEGIOS

### Educación Privada

Fecha de Inversión Inicial:	Junio 2006
Fecha cierre de contabilidad:	31 Agosto
Importe de adquisición:	18.804 miles de euros
<b>Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:</b>	<b>45,07%</b>
<b>Valoración a 30 de Junio de 2007 (miles de euros):</b>	<b>19.898</b>
(incluye el crédito participativo)	

### Resumen de la Transacción

Con fecha 30 de junio de 2006, Dinamia invirtió 9.004 miles de euros en la adquisición de los colegios Educación General y Artes, S.L., Colegio Británico de Vilareal, S.A., Newton College, S.L. y Centro Internacional El Altillo School, S.A., a través de la suscripción de una ampliación de capital por importe de 2.251 miles de euros y un préstamo participativo de 6.753 miles de euros en la sociedad vehículo en Colegios Laude, S.L. Asimismo, en abril de 2007 Laude adquirió el centro Trinity Trust, S.L. en Alicante.

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

### Descripción de la compañía

Colegios Laude es, desde su creación, la mayor cadena de colegios privados con ánimo de lucro de España, formando a alumnos con edades comprendidas entre los 2 y los 18 años. La cadena dispone actualmente de un total de 7 colegios repartidos por la geografía española: Madrid (2), Alicante (3), Castellón (1) y Cádiz (1).

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

### Dirección de la compañía

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

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

## Cuenta de Pérdidas y Ganancias

\*Cifras en miles de euros

	Real 30.06.2007	ProForma 31.08.2006
Ingresos de Explotación	17,123	14,639
EBITDA	2,376	3,129
EBIT	1,954	2,527
BAI	(709)	2,053
Beneficio del ejercicio	(709)	313

Cifras ajustadas por los gastos de transacción y gastos no recurrentes

## Balance de Situación

\*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	Pro Forma 30.06.2007	Auditoría 31.08.2006	<u>PASIVO</u>	Pro Forma 30.06.2007	Auditoría 31.08.2006
Inmovilizado	<b>28,698</b>	24,621	Fondos Propios	<b>(447)</b>	(4,027)
Fondo de Comercio	<b>16,932</b>	10,389	Crédito Participativo	<b>26,612</b>	13,776
Gastos a distribuir en varios ejercicios	-	687	Provisión para riesgos y gastos	-	276
Activo Circulante	<b>3,161</b>	835	Acreedores a largo plazo	<b>18,371</b>	18,635
Tesorería	<b>1,881</b>	3,432	Deuda a corto plazo	<b>27</b>	8,276
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>50,672</b>	39,964	Pasivo Circulante	<b>6,109</b>	3,028
			<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>50,672</b>	39,964

## Descripción del mercado

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

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

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

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

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

Las principales características del sector son:

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

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

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

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

## Evolución durante el 2007

Desde el lanzamiento del proyecto, la compañía ha continuado identificando potenciales adquisiciones y gestionando la cartera de los colegios de que disponía.

Tras la adquisición en el primer semestre de 2006 de cuatro sociedades cuyo objeto es la explotación de cinco colegios privados, Colegios Laude ha adquirido una nueva sociedad que explota dos colegios en la provincia de Alicante. Esto continúa reforzando la posición de Colegios Laude como la primera cadena de colegios privados de España.

Asimismo, Colegios Laude ha consolidado la situación de los colegios adquiridos al comienzo del proyecto consiguiendo unas mejoras educativas, operativas y financieras significativas de los mismos. Siguiendo la estrategia de la cadena, se ha reforzado el bilingüismo, las actividades extraescolares y la calidad educativa de los centros. A la vez, desde la llegada de Colegios Laude los centros han incrementando en alrededor de 400 su número de alumnos para el próximo curso.

Se espera que antes de final de este ejercicio, que finaliza en agosto, se realicen nuevas adquisiciones.

## Valoración

Una vez transcurrido un año desde su incorporación a la cartera de Dinamia, se mantiene la valoración de la inversión a su coste de adquisición, siguiendo un criterio prudente. Por ello, la valoración de la inversión es de 3.651 miles de euros, a los que hay que añadir el préstamo participativo y su devengo de intereses del período por importe de 16.247 miles de euros, lo que hace un total de **19.898 miles de euros**.

## Serventa



### Servicios de Vending

Fecha de Inversión Inicial:	Abril 2006
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Importe de adquisición:	7.188 miles de euros
<b>Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:</b>	<b>46,66%</b>
<b>Valoración a 30 de Junio de 2007 (miles de euros):</b>	<b>8.119</b>
<small>(incluye el crédito participativo)</small>	

### Resumen de la Transacción

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

### Descripción de la compañía

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

### Dirección de la compañía

El Director General de la compañía es D. Carlos Odériz. El Sr. Odériz asumió el cargo de Director General, tras permanecer 2 años como Director Comercial de Serventa. La compañía ha nombrado Director Financiero a D. Francisco López-Reina, proveniente de la división de auditoría de Deloitte.

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

## Cuenta de Pérdidas y Ganancias

\*Cifras en miles de euros

	Real 30.06.2007	Auditoría* 31.12.2006	Real 30.06.2006
Ventas	17,711	24,653	16,581
EBITDA	3,084	3,532	2,678
EBIT	1,447	295	372
BAI	20	-1,610	225
Beneficio del ejercicio	20	-1,610	225

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

\* Los datos auditados corresponden al ejercicio comprendido entre 20.04.06 y 31.12.06

## Balance de Situación

\*Cifras en miles de euros

ACTIVO	Real	Pro-forma	PASIVO	Real	Pro-forma
	30.06.2007	31.12.2006		30.06.2007	31.12.2006
Inmovilizado	19,807	19,764	Fondos Propios	(2,777)	(1,334)
Gastos a distribuir en varios ejercicios	163	182	Crédito Participativo	12,084	11,294
Fondo de Comercio Adq.	10,141	10,371	Provisiones Riesgos y Gastos	486	486
Activo Circulante	3,779	3,958	Acreedores a largo plazo	15,905	16,488
Tesorería	2,676	1,355	Deuda a corto plazo	2,165	1,080
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>36,566</b>	<b>35,630</b>	Pasivo Circulante	8,703	7,616
			<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>36,566</b>	<b>35,630</b>

## Evolución durante el primer semestre de 2007

En dicho período, después de la reorganización de la plantilla y mayor control en el gasto acometidas en 2006, la compañía se ha centrado en el control del activo circulante, reduciendo las existencias y los periodos de pago y cobro. Todo esto ha permitido integrar las distintas sociedades que componen el grupo unificando los procesos para hacer de Serventa una unidad de decisión y de negocio.

Con el plan de saneamiento implementado por la directiva de la compañía, Serventa ha quedado organizado para poder empezar el proceso de expansión tanto de forma orgánica como a través de adquisiciones, siempre de forma selectiva.

La compañía ha cerrado un nuevo crédito bancario destinado a adquisiciones.

## Valoración

Una vez transcurrido un año desde su incorporación a la cartera de Dinamia, se mantiene la valoración de la inversión a su coste de adquisición, siguiendo un criterio prudente. Por ello, la valoración de la inversión es de 2.095 miles de euros, a los que hay que añadir el préstamo participativo y su devengo de intereses del período por importe de 6.024 miles de euros, lo que hace un total de **8.119 miles de euros**.

## Christer



### Iluminación exterior

Fecha de Inversión Inicial:	Septiembre 2005
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Importe de adquisición:	12.025 miles de euros
<b>Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:</b>	<b>44,47%</b>
<b>Valoración a 30 de Junio de 2007 (miles de euros):</b> (incluye el crédito participativo)	<b>16.773</b>

### Resumen de la Transacción

Con fecha 22 de septiembre de 2005, Dinamia invirtió 12.025 miles de euros en Cristher SL y Dopo SL (en adelante Cristher). Con esta inversión, Dinamia alcanzó un 45, 62%% del capital social. Junto con Dinamia, Nmás1 PEF co-invirtió en las mismas condiciones e importes. La inversión total en capital de los socios financieros ha ascendido a 24.050 miles de euros, dividido entre acciones ordinarias y préstamo participativo. El resto del capital social está en manos de inversores privados.

En el transcurso del año 2007, se ha realizado una ampliación de capital por 240 miles de euros para incrementar el porcentaje de participación del equipo directivo dentro de los planes de incentivos del mismo. Así, la participación de Dinamia en el capital social se ha diluido a 44,47% del capital social.

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

EBITDA	EBIT
6,1x	6,3x

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

### Descripción de la compañía

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

### Dirección de la compañía

El Director General de la compañía es D. Alfredo Díaz. El Sr. Díaz se incorporó en enero de 2006, después de dejar el sector de la ferretería tras más de 7 años como Director General de

una empresa importante del sector. D. Alfredo Díaz lideró un proceso de integración en el sector de forma exitosa.

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

## Cuenta de Pérdidas y Ganancias

\*Cifras en miles de euros

	Real 30.06.2007	Auditoría 31.12.2006	Real 30.06.2006
Ingresos de Explotación	17,458	31,350	16,072
EBITDA	5,086	9,248	5,174
EBIT	4,966	9,114	5,056
BAI	3,223	7,938	3,353
Beneficio del ejercicio	3,223	6,762	2,182

Cifras ajustadas por resultados extraordinarios y gastos de transacción

## Balance de Situación

\*Cifras en miles de euros

ACTIVO	Real	Auditoría	PASIVO	Real	Auditoría
	30.06.2007	31.12.2006		30.06.2007	31.12.2006
Inmovilizado	24,129	24,917	Fondos Propios	9,746	8,462
Fondo de Comercio	10,982	13,040	Crédito Participativo	19,667	18,747
Activo Circulante	19,717	15,486	Acreeedores a largo plazo	22,615	26,115
Tesorería	4,376	7,044	Deuda a corto plazo	1,547	2,771
TOTAL ACTIVO	59,204	60,487	Pasivo Circulante	5,629	4,393
			TOTAL PASIVO	59,204	60,487

## Descripción del mercado

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

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

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

La construcción es un factor importante en el desarrollo de este mercado. El hecho de que la ponderación de viviendas enfocadas al exterior, con terraza y jardín haya ganado peso sobre

el volumen total de viviendas, ha permitido un mayor crecimiento de Cristher, si bien la reposición de producto sigue siendo la principal fuente de ingresos de la Compañía.

## **Evolución durante el primer semestre de 2007**

Cristher ha continuado con una evolución positiva durante los primeros meses del 2007, reflejadas en un crecimiento del 9% en ventas y EBITDA con respecto al año anterior. Esto es el resultado de la buena recepción del nuevo catálogo en 2007 con modelos adaptados a las necesidades del mercado.

Asimismo, la compañía ha continuado con la implementación del plan estratégico comercial y de gestión.

El servicio ha continuado siendo un factor diferencial de cara a la competencia, pues tanto Cristher como Dopo son capaces de servir en el mismo día que el cliente hace el pedido, lo que garantiza al cliente una recepción del producto al día siguiente en cualquier punto de España.

## **Valoración**

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

- Según los múltiplos de compra de la compañía, se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 16.863 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 7.498 miles de euros.
- Comparación con múltiplos de otras empresas del sector europeas, aplicándose un descuento del 30% por iliquidez, con la que se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 54.266 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 24.130 miles de euros.

Siguiendo un criterio prudente valoramos la compañía de acuerdo con los múltiplos de compra, por lo que se fija el valor de la compañía en 7.498 miles de euros, a los que hay que añadir el préstamo participativo y su devengo de intereses del período por importe de 9.274 miles de euros, con lo que la **participación de Dinamia queda valorada en 16.773 miles de euros.**

**Cristher**

*cifras en miles de euros*

	Ventas	EBITDA	EBIT	B° Neto*	C-F	Deuda Neta**
Datos estimados a 31.12.2007	31,968	9,279	8,880	5,038	5,437	39,455

\*\*Incluye crédito participativo

**1) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPRA**

-

	EBITDAx	EBITx	Media	Participación Dinamia
Múltiplos de compra	6.1x	6.3x		44.47%
Valoración	17,239	16,488	16,863	7,498

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

	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF	Media	Ajustado por iliquidez	Participación Dinamia
Valoración según comparables	59,417	69,680	100,232	80,762	77,523	54,266	24,130
						Descuento por iliquidez	30%
<b>Medias</b>	<b>10.7x</b>	<b>12.3x</b>	<b>19.9x</b>	<b>14.9x</b>			
HAGEMEYER NV	10.8x	13.1x	18.4x	11.7x			
WESCO INTERNATIONAL INC	9.7x	10.8x	18.0x	10.8x			
SOLAR HOLDING A/S-B SHS	10.3x	12.4x	18.6x	12.6x			
ELECTROCOMPONENTS PLC	9.6x	12.1x	19.7x	12.7x			
PREMIER FARNELL PLC	9.4x	11.5x	21.8x	11.2x			
WW GRAINGER INC	9.5x	11.0x	17.9x	14.8x			
HOUSTON WIRE & CABLE CO	10.7x	10.6x	17.9x	18.1x			
FASTENAL CO	15.1x	16.8x	26.9x	22.9x			

## Holmes Place Iberia



### Cadena de Gimnasios

Fecha de Inversión Inicial:	Agosto 2005
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Importe de adquisición:	9.070 miles de euros
<b>Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:</b>	<b>20,61%</b>
<b>Valoración a 30 de Junio de 2007 (miles de euros):</b>	<b>13.572</b>
(incluye el crédito participativo)	

### Resumen de la Transacción

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

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

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

EBITDA
<hr/>
7,1x

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

### Descripción de la compañía

Holmes Place Iberia (en adelante "HPI") es la operadora líder en la Península Ibérica de gimnasios de alta gama. La compañía gestiona de 23 centros en España y Portugal, 20 bajo la marca "Holmes Place", y 3 bajo la marca "Európolis". Gran parte de los mismos estaban integrados en la cadena británica Holmes Place hasta la adquisición, adquirida a finales del pasado año por la compañía Virgin Active. Holmes Place Health Clubs, funciona en el mercado ibérico desde 1997. Adicionalmente, opera 3 centros franquiciados bajo la marca FitnessWorX en Portugal.

## Dirección de la compañía

El equipo gestor de HPI está liderado por Nick Coutts, nombrado Consejero Delegado. El Sr Coutts cuenta con más de 14 años de experiencia en la compañía y ha sido el responsable de "Holmes Place" en España y Portugal desde 1998 hasta la actualidad.

A su vez, el equipo gestor cuenta con Andre Groen como Director de Desarrollo y con Roque Sagniere y Rita Alexandra Mano como Directores Financieros de España y Portugal respectivamente. Larissa Araujo, Paulo Soares y Josep Viladot ejercen como directores regionales de los clubs Holmes Place en España y Portugal y de los clubs Európolis, respectivamente. Julio Pedro Carvalho es Director Comercial y de Marketing. La experiencia del management suma más de 70 años en la industria.

## Cuenta de Pérdidas y Ganancias

\*Cifras en miles de euros

	Real 30.06.2007	Auditoría 31.12.2006	Real 30.06.2006
Ventas	33,051	59,513	30,566
EBITDA	7,470	15,014	7,860
EBIT	4,195	8,340	5,375
BAI	(988)	(1,677)	n.d.
Beneficio del ejercicio	(988)	(1,677)	n.d.

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

## Balance de Situación

\*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	Real 30.06.2007	Auditoría 31.12.2006	<u>PASIVO</u>	Real 30.06.2007	Auditoría 31.12.2006
Inmovilizado	68,042	69,873	Fondos Propios	7,941	10,436
Gastos a distribuir en varios ejercicios	1,411	1,548	Crédito Participativo	40,893	38,383
Fondo de Comercio	48,070	49,399	Provisiones Riesgos y Gastos	601	601
Activo Circulante	2,477	3,607	Acreedores a largo plazo	63,870	63,372
Tesorería	5,614	3,463	Deuda a corto plazo	3,946	6,603
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>125,614</b>	<b>127,890</b>	Pasivo Circulante	8,363	8,495
			<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>125,614</b>	<b>127,890</b>

## Descripción del mercado

Según Deloitte (IHRSA), el mercado español contaba en 2006 con 4500 centros deportivos, una penetración del 14,8% y un consumo medio de 37€ por cliente aproximadamente. El tamaño del mercado se estima en 2.551m €. Adicionalmente, se espera un incremento de la demanda soportado en expansión en ciudades secundarias. Los clubes han aumentado en número y servicios que ofrecen a sus clientes en los últimos años.

De acuerdo con Deloitte (IHRSA), el mercado portugués contaba en 2006 con cerca de 1100 centros deportivos, una penetración del 4,7% y un consumo medio de 48€ por cliente aproximadamente. El tamaño del mercado se estima en 288m €. Asimismo, la industria ha demostrado ser sólida al resistir favorablemente durante una ralentización del ciclo económico.

El sector está en auge, gracias un incremento de participación deportiva por parte de la población con ingresos por encima de la media, una población cada vez más concienciada con la forma física, y con los problemas que genera la obesidad.

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

## Evolución durante el 2007

Holmes Place Iberia ha evolucionado en el primer trimestre de 2007 según lo estimado. El resultado ha sido soportado por dos grandes pilares estratégicos: incremento de servicios de valor añadido y expansión geográfica. El aumento sostenido de servicios de valor añadido como entrenadores personales o Zensations Spa ha reducido el peso de las suscripciones sobre el total de ingresos permitiendo, a la vez, incrementar los ingresos por socio. La expansión geográfica continúa y se prevé llevar a cabo, en el próximo mes, el ejercicio de una opción de compra sobre un gimnasio que se que ya era operado por Holmes Place Iberia bajo un contrato de gestión.

En la actualidad, se prevé la apertura de un nuevo centro en Zaragoza en el plazo de dos meses y se cuenta con tres centros Holmes Place y otros 7 centros franquiciados asegurados, con aperturas previstas en los próximos 12 meses.

Los resultados muestran el acierto en la estrategia de enfocarse en socios de elevado valor añadido con un incremento en ventas del 8% manteniendo el número de socios ya que éstos son más rentables.

## Valoración

Se ha realizado una valoración de Holmes Place teniendo en cuenta el siguiente criterio:

- Según los múltiplos de compra de la compañía, se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 19.781 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 4.078 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 56.151 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 11.575 miles de euros.

Siguiendo un criterio prudente valoramos las compañía de acuerdo con los múltiplos de compra, por lo que se fija el valor de la compañía en 4.078 miles de euros, a los que hay que añadir el préstamo participativo y su devengo de intereses del período por importe de 9.494 miles de euros, con lo que la **participación de Dinamia queda valorada en 13.572 miles de euros.**

Holmes Place

cifras en miles de euros

	Ventas	EBITDA	EBIT	Bº Neto	C-F	Deuda Neta*
Datos estimados a 31.12.2007	71,028	17,391	11,493	764	17,391	103,697

\*Incluye crédito participativo

1) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPRA

-

	EBITDAx	Media	Participación Dinamia
Múltiplos de compra	7.1x		20.61%
Valoración	19,781	19,781	4,078

2) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES

	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	Media	Ajustado por iliquidez	Participación Dinamia
Valoración según comparables	110,962	102,001	27,684	80,216	56,151	11,575
					Descuento por iliquidez	30%
<b>Medias</b>	<b>12.3x</b>	<b>17.9x</b>	<b>36.2x</b>			
LIFE TIME FITNESS INC	12.3x	17.9x	36.2x			
GLACIER WATER SERVICES INC						

## Aseguramiento Atecsa



### Inspección Técnica de Vehículos

Fecha de Inversión Inicial:	Julio 2005
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Importe de adquisición:	7.125 miles de euros
<b>Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:</b>	<b>50,00%</b>
<b>Valoración a 30 de Junio de 2007 (miles de euros):</b>	<b>11.669</b>

### Resumen de la Transacción

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

### Descripción de la compañía

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

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

### Dirección de la compañía

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

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

## Cuenta de Pérdidas y Ganancias

\*Cifras en miles de euros

	Real 30.06.2007	Auditoría 31.10.2006	Real 30.06.2006
Ventas	5,886	11,038	5,568
EBITDA	3,140	5,771	2,982
EBIT	2,770	5,357	2,605
BAI	1,658	3,136	1,498
Beneficio del ejercicio	1,658	3,136	1,385

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

## Balance de Situación

\*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	Real 30.06.2007	Auditoría 31.10.2006	<u>PASIVO</u>	Real 30.06.2007	Auditoría 31.10.2006
Inmovilizado	8,324	4,805	Fondos Propios	10,982	11,216
Gastos a distribuir en varios ejercicios	-	5	Ingresos a distribuir en varios ejercicios	-	4
Fondo de Comercio	48,971	54,904	Provisiones Riesgos y Gastos	331	297
Activo Circulante	269	237	Deuda largo plazo	45,498	46,963
Tesorería	3,770	2,594	Deuda corto plazo	3,712	3,146
TOTAL ACTIVO	61,334	62,545	Pasivo Circulante	811	919
			TOTAL PASIVO	61,334	62,545

## Descripción del mercado

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

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

Los principales factores de crecimiento son:

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

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

### **Evolución durante 2007**

La evolución de Atecsa durante el ejercicio 2007 ha sido positiva, siguiendo la línea marcada en el ejercicio anterior. El crecimiento de las ventas de la compañía en el primer semestre del ejercicio ha sido del 5,7% con respecto al mismo periodo del ejercicio anterior.

### **Valoración**

Se ha realizado una valoración de Atecsa teniendo en cuenta el siguiente criterio:

- Según los múltiplos de compra de la compañía, se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 23.341 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 11.669 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 33.405 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 16.703 miles de euros.

Siguiendo un criterio prudente valoramos la compañía de acuerdo con los múltiplos de compra, por lo que el valor de **la participación de Dinamia es de 11.669 miles de euros.**

Atecsa

cifras en miles de euros

	Ventas	EBITDA	EBIT	B° Neto	C-F	Deuda Neta*
Datos estimados a 31.12.2007	11,689	6,105	5,315	3,049	3,839	45,771

\*Incluye crédito participativo

1) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPRA

	EBITDAx	EBITx	Media	Participación Dinamia
Múltiplos de compra	11.3x	n.a.		50.00%
Valoración	23,341		23,341	11,669

2) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES

	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF	Media	Ajustado por iliquidez	Participación Dinamia
Valoración según comparables	27,608	36,168	68,219	58,893	47,722	33,405	16,703
						Descuento por iliquidez	30%
<b>Medias</b>	<b>12.0x</b>	<b>15.4x</b>	<b>22.4x</b>	<b>15.3x</b>			
SGS SA-REG	12.4x	15.8x	22.1x	16.2x			
INTERTEK GROUP PLC	11.6x	15.0x	22.6x	14.4x			

## émfasis



### Servicios de mailing y billing

Fecha de Inversión Inicial:	Abril 2005
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Importe de adquisición:	8.063 miles de euros
<b>Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:</b>	<b>45,30%</b>
<b>Valoración a 30 de Junio de 2007(miles de euros):</b>	<b>9.136</b>
(incluye el crédito participativo)	

### Resumen de la Transacción

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

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

El accionariado de émphasis queda formado por Dinamia y Nmás1 PEF, ambos con un 45,3% de la sociedad cada uno y el equipo directivo con el restante 9,31%.

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

EBITDA*	EBIT
6,1x	9,6x

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

### Descripción de la compañía

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

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

## Dirección de la compañía

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

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

## Cuenta de Pérdidas y Ganancias

\*Cifras en miles de euros

	Real 30.06.2007	Auditoría 31.12.2006	Real 30.06.2006
Ventas	16,392	29,900	16,582
EBITDA	2,978	5,045	3,000
EBIT	1,752	2,615	1,569
BAI	505	205	(1,457)
Beneficio del ejercicio	505	205	(1,555)

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

## Balance de Situación

\*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	Real 30.06.2007	Auditoría 31.12.2006	<u>PASIVO</u>	Real 30.06.2007	Auditoría 31.12.2006
Inmovilizado	6,588	6,221	Fondos Propios	3,926	5,683
Gastos a distribuir en varios ejercicios	105	142	Ingresos a distribuir en varios ejercicios	21	24
Fondo de Comercio	25,859	27,414	Crédito Participativo	11,716	9,863
Activo Circulante	15,157	17,881	Provisiones Riesgos y Gastos	25	25
Tesorería	1,451	2,667	Deuda largo plazo	22,529	21,001
			Deuda corto plazo	460	3,168
			Pasivo Circulante	10,483	14,561
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>49,160</b>	<b>54,325</b>	<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>49,160</b>	<b>54,325</b>

## Descripción del mercado

### Sector del Mailing

#### Descripción

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

#### Principales características del sector:

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

### Sector del Billing

### *Descripción*

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

### *Principales características:*

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

## **Evolución durante 2007**

En el primer semestre del ejercicio la compañía ha evolucionado por debajo de lo previsto, acusando una caída de las ventas en Marketing Services. Sin embargo, la línea de Billing Services evoluciona muy positivamente, con un crecimiento en el primer semestre del 12% con respecto al mismo período del ejercicio 2006.

Por otro lado, el proceso de integración de las compañías está prácticamente concluido, por lo que se espera una mejora de márgenes en este ejercicio.

El proceso de build-up continúa y esperamos que durante los próximos meses, dada la posición de liderazgo de la compañía en este mercado, la línea de Billing Services continúe evolucionando positivamente.

## **Valoración**

Se ha realizado una valoración de Émfasis teniendo en cuenta el siguiente criterio:

- Según los múltiplos de compra de la compañía, se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 8.890 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 4.027 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 23.645 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 10.711 miles de euros.

Siguiendo un criterio prudente valoramos la compañía de acuerdo con los múltiplos de compra, por lo que se fija el valor de la compañía en 4.027 miles de euros, a los que hay que añadir el préstamo participativo y su devengo de intereses del período por importe de 5.109 miles de euros, con lo que la **participación de Dinamia queda valorada en 9.136 miles de euros.**

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

éMfasis

cifras en miles de euros

	Ventas	EBITDA	EBIT	Bº Neto	C-F	Deuda Neta*
Datos estimados a 31.12.2007	33,477	6,883	4,395	1,812	4,300	33,278

\*Incluye crédito participativo

1) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPRA

-

	EBITDAx	EBITx	Media	Participación Dinamia
Múltiplos de compra	6.1x	9.6x		45.30%
Valoración	8,849	8,932	8,890	4,027

2) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES

	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF	Media	Ajustado por iliquidez	Participación Dinamia	45.30%
Valoración según comparables	25,999	26,124	39,881	43,112	33,779	23,645	10,711	
						Descuento por iliquidez		30%
<b>Medias</b>	<b>8.6x</b>	<b>13.5x</b>	<b>22.0x</b>	<b>10.0x</b>				
DAI NIPPON PRINTING CO LTD	6.3x	14.5x	25.2x	8.3x				
TOPPAN PRINTING CO LTD	6.4x	14.6x	28.5x	7.1x				
QUEBECOR WORLD INC	7.5x	19.9x	ns	3.9x				
RR DONNELLEY & SONS CO	7.5x	11.2x	21.3x	8.0x				
AGGREKO PLC	7.8x	13.2x	22.4x	9.0x				
BUNZL PLC	10.6x	11.6x	19.2x	13.8x				
DAVIS SERVICE GROUP PLC	5.4x	12.5x	22.7x	5.5x				
MITIE GROUP PLC	10.0x	12.1x	18.6x	13.8x				
RENTOKIL INITIAL PLC	9.3x	14.8x	24.3x	8.8x				
SECURITAS AB-B SHS	10.4x	15.1x	26.1x	11.4x				
VEDIOR NV-CVA	9.9x	10.8x	18.0x	13.7x				
PROSEGUR COMP SEGURIDAD-REGD	9.8x	13.1x	21.3x	12.0x				
RANDSTAD HOLDING NV	11.0x	12.2x	16.6x	14.8x				

## Bodybell



### Cadena de Perfumerías

Fecha de Inversión Inicial:	Abril 2005
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Importe de adquisición:	21.500 miles de euros
<b>Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:</b>	<b>26,77%</b>
<b>Valoración a 30 de Junio de 2007 (miles de euros):</b>	<b>29.767</b>
(incluye el crédito participativo)	

### Resumen de la Transacción:

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

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

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

El precio de compra de Juteco en mayo de 2007 (véase explicación en "Evolución durante 2007") representa los siguientes múltiplos de entrada (sobre cifras de 2006):

EBITDA

9,5x

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

### Descripción de la compañía

La adquisición del grupo Juteco (véase explicación en "Evolución durante 2007") el pasado mes de mayo, convierte al Grupo Bodybell con más de 230 tiendas en el líder del denominado canal de Droguería y Perfumería Moderna, y en el segundo en distribución de productos de alta perfumería selectiva en el mercado nacional.

Las actividades del grupo incluyen el comercio al por menor de artículos de perfumería selectiva, perfumería de consumo y droguería, así como comercio al por mayor de productos de droguería y perfumería de consumo.

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

## Dirección de la compañía

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

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

## Cuenta de Pérdidas y Ganancias

\*Cifras en miles de euros

	Real <sup>(2)</sup> 30.06.2007	Auditado 31.12.2006	Real <sup>(1)</sup> 30.06.2006
Ingresos de Explotación	140,166	193,460	95,267
EBITDA	18,611	20,729	13,927
EBIT	15,110	14,669	11,548
BAI	2,493	5,774	5,668
Beneficio del ejercicio	2,493	5,774	5,668

Cifras ajustadas por amortización del fondo de comercio de adquisición,

gastos de transacción y gastos no recurrentes

(1) Los intereses del préstamo participativo corresponden a los devengados desde el inicio de la operación (Abril 2005)

(2) Incluye la integración de Juteco

## Balance de Situación

\*Cifras en miles de euros

ACTIVO	Real	Auditado	PASIVO	Real	Auditado
	30.06.2007	31.12.2006		30.06.2007	31.12.2006
Inmovilizado	40,646	28,357	Fondos Propios	(80,440)	(75,298)
Gastos a distribuir en varios ejercicios		3,395	Crédito Participativo	280,615	204,003
Fondo de Comercio	204,222	125,217	Provisiones para riesgos y gastos		687
Activo Circulante	91,587	63,217	Deuda largo plazo	91,158	74,476
Tesorería	18,281	33,577	Deuda corto plazo	10,000	10,979
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>354,736</b>	<b>253,763</b>	Pasivo Circulante	53,403	38,916
			<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>354,736</b>	<b>253,763</b>

## Descripción del mercado

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

El mercado español de perfumería y droguería se encuentra muy fragmentado con más de 19.000 puntos de venta y decenas de pequeñas cadenas con presencia local.

## Evolución durante el primer semestre 2007

En la línea de los últimos ejercicios, durante el primer semestre de 2007, Bodybell ha mantenido un crecimiento por encima del mercado en el principal segmento de la compañía (distribución al por menor en tiendas especializadas).

El crecimiento en ventas y EBITDA respecto al ejercicio 2006, se debe tanto al crecimiento orgánico de la compañía mediante la apertura de nuevos puntos de venta (5 hasta el 30 de junio) así como a la mencionada adquisición del grupo Juteco durante el mes de mayo de 2007.

En este sentido, con fecha 10 de mayo de 2007, el Grupo Bodybell a través de la sociedad Ibérica de Droguería y Perfumería, S.A.U. alcanzó un acuerdo para la adquisición del 100% de las compañías del grupo Juteco. Con dicha adquisición, el Grupo Bodybell refuerza su posición en la Comunidad de Madrid, en la que Juteco dispone de 84 tiendas que junto con otras 2 en Cataluña y 1 Alicante suponen un total de 87 puntos de ventas.

La mencionada adquisición de Juteco ha sido financiada en su totalidad con deuda externa así como con parte de tesorería existente en la compañía tras la recapitalización llevada a cabo el pasado mes de diciembre de 2006.

Como consecuencia de la mencionada adquisición, la compañía ha puesto en marcha desde el primer día un Plan de Integración que abarca todas las áreas y cuyo periodo de finalización está previsto para antes del final del presente ejercicio.

## Valoración

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

- Según los múltiplos de compra de Juteco, se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 33.438 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 8.950 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 44.554 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 11.926 miles de euros.

Siguiendo un criterio prudente valoramos la compañía de acuerdo con los múltiplos de compra de Juteco, por lo que se fija el valor de la compañía en 8.950 miles de euros, a los

que hay que añadir el préstamo participativo y su devengo de intereses del período por importe de 20.817 miles de euros, con lo que la **participación de Dinamia queda valorada en 29.767 miles de euros.**

**Bodybell**

*cifras en miles de euros*

	Ventas	EBITDA	EBIT	Bº Neto	C-F	Deuda Neta*
Datos estimados a 31.12.2007	294,463	41,782	35,601	3,389	9,570	363,491

\*Incluye crédito participativo

**1) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPRA DE JUTECO**

	EBITDAx	EBITx	Media	Participación Dinamia
Múltiplos de compra	9.5x	n.s.		26.77%
Valoración	33,438		33,438	8,950

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

	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF	Media	Ajustado por iliquidez	Participación Dinamia
Valoración según comparables	(1,494)	64,237	63,757	128,095	63,649	44,554	11,926
						Descuento por iliquidez	30%
Medias	8.7x	12.0x	18.8x	13.4x			
BARNES & NOBLE INC	6.4x	12.2x	18.8x	ns			
BED BATH & BEYOND INC	8.7x	9.7x	15.3x	13.9x			
GUITAR CENTER INC	10.5x	13.6x	24.8x	14.9x			
HMV GROUP PLC	5.4x	8.6x	18.5x	ns			
MICHAEL HILL INTL LTD	9.7x	11.9x	19.1x	12.2x			
OFFICE DEPOT INC	8.2x	11.2x	15.4x	9.8x			
PARIS MIKI INC	8.5x	10.2x	17.4x	17.9x			
WH SMITH PLC	6.5x	10.6x	13.8x	ns			
STAPLES INC	8.2x	10.1x	15.7x	12.1x			
CVS CAREMARK CORP	10.8x	13.3x	24.3x	15.4x			
LIMITED BRANDS INC	9.0x	11.9x	20.8x	11.5x			
LONGS DRUG STORES CORP	7.8x	12.2x	20.6x	10.0x			
RITE AID CORP	10.6x	19.5x	ns	14.1x			
WALGREEN CO	10.8x	13.0x	20.2x	15.6x			

## Grupo Segur Ibérica



### Servicios de Seguridad

Fecha de Inversión Inicial:	Marzo 2004
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Importe de adquisición:	10.670 miles de euros
<b>Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:</b>	<b>17,86%</b>
<b>Valoración a 30 de Junio de 2007 (miles de euros):</b>	<b>10.670</b>

### Resumen de la Transacción:

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

A finales de 2004, finalizó el proceso de fusión por el que Segur Ibérica, S.A. pasa a ser la sociedad holding del Grupo absorbiendo Coranzuli S.L. En el momento de la adquisición Segur Ibérica S.A. tenía dos filiales: Segur Control, S.A. y Consorcio de Servicios S.A a las que se han añadido Exendor, S.L. y Segur Fuego 2005, S.L.

En Septiembre de 2006 D. Tomás Agrelo vendió sus acciones al resto de accionistas de Coranzuli, S.L. La inversión se hizo en las mismas proporciones de la estructura accionarial existente. Dicha inversión representó un desembolso adicional agregado de 0,47 millones de euros para Dinamia y N+1.

Por otro lado, los accionistas del Grupo Segur Ibérica, entre ellos Dinamia Capital Privado, adquirieron el Grupo EAS a finales del ejercicio 2006, con el objeto de fortalecer las líneas de negocio de vigilancia.

En junio de 2007, los accionistas de Segur Ibérica han concedido a la sociedad Hortus Mundi, S.L., un préstamo participativo, manteniendo la estructura accionarial de Segur Ibérica.

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

#### **Accionariado:**

Dinamia	17,8%
Nmás1 PEF LP	17,8%
Corpfin Capital	35,7%
MCH Private Equity	13,2%
Espiga Capital	11,3%
Management	4,2%
<b>Total</b>	<b>100,0%</b>

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

EBITDA*	EBIT
7,1x	7,8x

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

## Descripción de la compañía

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

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

## Dirección de la compañía

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

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

## Cuenta de Pérdidas y Ganancias

\*Cifras en miles de euros

	Real* 30.06.2007	Auditoría 31.12.2006	Real 30.06.2006
Ventas	105,746	197,818	94,071
EBITDA	8,011	11,864	6,581
EBIT	5,794	10,397	5,914
BAI <sup>(1)</sup>	3,974	1,812	4,225
Beneficio del ejercicio <sup>(1)</sup>	2,583	1,178	2,747

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

y excluyendo Gastos de la Transacción

\* Incluye EAS

## Balance de Situación

\*Cifras en miles de euros

ACTIVO	Real	Auditoría	PASIVO	Real	Auditoría
	30.06.2007	31.12.2006		30.06.2007	31.12.2006
Inmovilizado	8,406	9,739	Fondos Propios	55,734	53,176
Gastos a distribuir en varios ejercicios	1,474	1,220	Acreedores a largo plazo	43,734	44,512
Fondo de Comercio	80,165	81,965	Provisiones Riesgos y Gastos	10,406	10,571
Activo Circulante	73,053	69,050	Deuda a corto plazo	10,623	17,021
Tesorería	(3,585)	1,637	Pasivo Circulante	39,016	38,331
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>159,513</b>	163,611	<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>159,513</b>	163,611

## Descripción del mercado

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

Servicios de vigilancia:

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

Instalación y gestión de alarmas:

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

Instalación de sistemas de seguridad:

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

Protección contra incendios

- Negocio con elevado potencial de crecimiento

## Evolución durante el primer semestre de 2007

El grupo Secur Ibérica ha cerrado el primer semestre de 2007 con un crecimiento del 12% en ventas con respecto al ejercicio anterior, siendo el área de vigilancia el principal motor de crecimiento del Grupo con ventas que representan cerca del 85% de los ingresos incluyendo los resultados de EAS. Asimismo, el margen de EBITDA ha mejorado respecto al año anterior en un 22% principalmente como consecuencia de la mejora en el área de sistemas.

El segmento de grandes instalaciones de sistemas de seguridad se ha ajustado ya que lastraba el resultado y el EBITDA. En gran medida, esto era debido a la finalización de las obras de la Ciudad Financiera del Banco Santander y Marruecos el año anterior. En el presente semestre, pese al proceso de optimización de la estructura y adaptación, los resultados a nivel de EBITDA han duplicado los del año anterior.

En la segunda mitad del año, el Grupo Secur Ibérica espera un fortalecimiento de su Core Business (i.e. vigilancia) a través de productos alternativos. Asimismo, se prevé una mayor actividad comercial en el resto de líneas de negocio, como el segmento de control, potenciando la red de distribución y en detección de incendios las cuales han mostrado un buen comportamiento.

## Valoración

Dada la evolución de la compañía, se mantiene la valoración de la inversión a su coste de adquisición dada la evolución de la compañía, siguiendo un criterio prudente. Por ello, la valoración de la inversión es de 10.267 miles de euros, a los que hay que añadir el crédito participativo y su devengo de intereses del período por importe de 404 miles de euros, lo que hace un total de **10.670 miles de euros**.

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

- Según los múltiplos de compra de la compañía, se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 51.024 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 9.113 miles de euros.
- Comparación con múltiplos de otras empresas del sector europeas, aplicándose un descuento del 30% por iliquidez, con la que se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 82.935 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 14.812 miles de euros.

### Grupo Segur Ibérica

*cifras en miles de euros*

	Ventas	EBITDA	EBIT	B° Neto	C-F	Deuda Neta*
Datos estimados a 31.12.2007	227,836	17,713	14,854	7,078	9,937	69,812

#### 1) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPRA

-

	EBITDAx	EBITx	Media	Participación Dinamia
Múltiplos de compra	7.1x	7.8x		17.86%
Valoración	56,424	45,625	51,024	9,113

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

	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF	Media	Ajustado por iliquidez	Participación Dinamia	17.86%
Valoración según comparables	91,703	117,945	146,061	118,207	118,479	82,935	14,812	
						Descuento por iliquidez		30%
Medias	9.1x	12.6x	20.6x	11.9x				
ADECCO SA-REG	10.1x	11.3x	16.5x	13.6x				
AGGREKO PLC	8.0x	14.1x	24.5x	9.2x				
BUNZL PLC	10.6x	11.8x	19.0x	13.5x				
DAVIS SERVICE GROUP PLC	5.5x	12.8x	22.7x	ns				
MITIE GROUP PLC	10.0x	12.1x	18.5x	13.7x				
RENTOKIL INITIAL PLC	9.4x	14.9x	24.6x	8.9x				
SECURITAS AB-B SHS	10.5x	15.2x	26.5x	11.5x				
PROSEGUR COMP SEGURIDAD-REGD	9.7x	12.7x	20.8x	12.1x				
RANDSTAD HOLDING NV	11.0x	12.2x	16.4x	14.6x				
GROUP 4 SECURICOR PLC	6.6x	9.3x	17.0x	10.1x				

## High Tech Hoteles



### Gestión de una cadena de hoteles

Fecha de Inversión:	Enero 2003 / Enero 2004/ Octubre 2005
Cantidad invertida:	13.000 miles de euros
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
<b>Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:</b>	<b>45,11%</b>
<b>Valoración a 30 de Junio de 2007 (miles de euros):</b>	<b>34.371</b>

### Resumen de la Transacción:

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

Las acciones ordinarias están estructuradas de forma que Dinamia y Nmás1 Private Equity Fund LP poseen el 60% de las acciones y el equipo directivo el 40%.

En cuanto a los fondos invertidos, Nmás1 Private Equity Fund LP y Dinamia han completado su inversión mediante acciones preferentes de forma que sus fondos representan un 89% del total. Asimismo, el equipo directivo acumula un 10,92% de los fondos invertidos.

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

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

Tras esta operación, Dinamia acumula una inversión total de 13.000 miles de euros en la compañía y ostenta el 45,11% del capital social de High Tech Hotels & Resorts, S.A.

### Descripción de la compañía

High Tech Hotels & Resorts SA, es una cadena hotelera centrada en el segmento de tres estrellas y tres plus, enfocada a clientes de negocios y turísticos de ciudad. En este momento tiene 40 hoteles contratados, ubicados principalmente en Madrid (26 de ellos) y en las

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

principales capitales de provincia. Veinticinco de estos hoteles se encuentran operativos y el resto se irán abriendo a medida que se concluyéndose las reformas en los mismos. En el momento de adquisición de la compañía, High Tech contaba con 10 hoteles contratados, de los cuales 4 estaban operativos<sup>4</sup>.

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

## Dirección de la compañía

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

## Cuenta de Pérdidas y Ganancias

### Cuenta de Pérdidas y Ganancias

\*Cifras en miles de euros

	Real 30.06.2007	Auditoría 31.12.2006	Real 30.06.2006
Ventas	28,171	45,400	21,278
EBITDA	7,925	12,615	6,085
EBIT	2,279	1,802	539
BAI	1,211	(1,174)	(40)
Beneficio	1,211	(1,331)	(40)

## Balance de Situación

\*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	Real 30.06.2007	Auditoría 31.12.2006	<u>PASIVO</u>	Real 30.06.2007	Auditoría 31.12.2006
Inmovilizado	81,487	69,602	Fondos Propios	16,353	15,706
Gastos a distribuir en varios ejercicios	1,136	987	Ingresos a distribuir en varios ejercicios	369	32
Activo Circulante	8,788	10,213	Provisiones para riesgos y gastos	727	658
Tesorería	1,349	1,070	Acreedores largo plazo	34,021	24,604
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>92,760</b>	<b>81,871</b>	Acreedores corto plazo	1,626	1,488
			<b>Pasivo Circulante</b>	<b>39,664</b>	<b>39,383</b>
			<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>92,760</b>	<b>81,871</b>

## Descripción del mercado

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

El mercado hotelero en España, y en concreto Madrid, se caracteriza por cifras que hacen prever una evolución muy positiva según HVS/ IMF.

- Crecimiento anual compuesto del 6,3% (03-06)
- Fragmentación del mercado con un 41% de hoteles independientes y 42% en manos de pequeñas cadenas

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

- Forma la columna vertebral de la industria hotelera en España, siendo más del 33% de la totalidad de establecimientos y con más del 45% de la capacidad de camas
- Desde 1987 la ocupación en los hoteles de tres estrellas ha sido la más alta de la industria
- El segmento de tres estrellas ha sido el menos afectado por la crisis que sufre actualmente la industria hotelera española, manteniéndose en niveles del año anterior
- Este segmento está controlado por la gestión familiar muy poco profesional, encontrándose muy fragmentado, sin la existencia de una marca clara líder del sector
- Existen una serie de barreras de entrada muy marcadas en el sector; las grandes cadenas internacionales (Accor, Six Continents, Starwood, Hyatt...), que han mostrado un gran interés por el mercado español, tienen dificultades para instalarse debido principalmente a la falta de transparencia dentro de las pequeñas cadenas ya establecidas y a la falta de cadenas de cierto tamaño que les permita entrar con fuerza
- Además, se ha comprobado que la presencia de un promotor nacional es clave para el éxito de la cadena en España

## Evolución durante el 2007

High Tech Hotels cierra el primer semestre del ejercicio 2007 con unos resultados muy positivos en ventas y EBITDA, soportado en el buen rendimiento de los hoteles operativos y los elevados niveles de ocupaciones en todos los hoteles de entorno a un 80%, muy por encima de la media del sector hotelero. Igualmente se debe tener en cuenta que todos los hoteles contribuyen positivamente al EBITDA.

Durante el segundo semestre de 2007 la compañía prevé abrir otros cuatro hoteles, dos en Barcelona (Art Museum y Barcelona), uno en Málaga (Plaza) y uno en Sevilla (Canalejas).

La compañía ha tenido un crecimiento entorno al 30% en ventas y EBITDA con respecto al primer semestre de 2006 gracias a la buena evolución de los hoteles operativos. Para la segunda mitad de 2007 se espera que la compañía lleve a cabo la apertura de los nuevos hoteles en línea con los objetivos estratégicos.

A junio de 2007, Dinamia y el resto de accionistas de High Tech están considerando una posible salida a bolsa.

## Valoración

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

- Comparación con múltiplos de otras empresas del sector europeas y americanas, aplicándose un descuento del 30% por iliquidez, con la que se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 96.088 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 34.371 miles de euros.

Así, y de acuerdo con los múltiplos de mercado, se fija el valor de la compañía en 96.088 miles de euros, con lo que la **participación de Dinamia queda valorada en 34.371 miles de euros.**

**Grupo High Tech**

*cifras en miles de euros*

	<u>Ventas</u>	<u>EBITDA</u>	<u>Deuda Neta*</u>
Datos estimados a 31.12.2007	57,345	16,565	57,697

\*Incluye proveedores de inmovilizado

VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES					
	<u>EV/EBITDA</u>	Ajustado		Participación	
		Media	por iliquidez	Dinamia	35.77%
Valoración según comparables	137,269	137,269	96,088	34,371	
			Descuento por iliquidez	30%	
	<u>EV/EBITDA</u>				
<b>Medias</b>	<b>11.8x</b>				
ACCOR SA	11.2x				
SOL MELIA SA	10.7x				
NH HOTELES SA	11.2x				
WHITBREAD PLC	11.9x				
HILTON HOTELS CORP	12.1x				
STARWOOD HOTELS & RESORTS	12.5x				
FELCOR LODGING TRUST INC	12.9x				

## Ydilo Advanced Voice Solutions, S.A.



### Servicios Avanzados de Voz

Fecha de Inversión Inicial:	Abril 2001/Junio 2001
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Importe de adquisición:	1.470 miles de euros
<b>Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:</b>	<b>7,06%</b>
<b>Valoración a 30 de Junio de 2007 (miles de euros):</b>	<b>1.470</b>

### Resumen de la Transacción:

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

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

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

### Descripción de la compañía

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

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

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

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

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

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

## Dirección de la compañía

La compañía está liderada por D. Javier Álvarez Vara (Presidente) y D. Domingo López Montesdeoca (Director General). La compañía se ha aproximado a las 100 personas en plantilla durante el 2006.

## Cuenta de Pérdidas y Ganancias

\*Cifras en miles de euros

	Real 30.06.2007	Real 31.12.2006	Real 30.06.2006
Ingresos de Explotación	4,437	9,936	4,777
EBITDA	1,004	2,043	971
EBIT	550	1,370	515
Bº antes de impuestos	581	1,299	475
Beneficio del ejercicio	581	1,299	475

\* no incluye resultados extraordinarios negativos

## Balance de Situación

\*Cifras en miles de euros

ACTIVO	Real	Auditoría	PASIVO	Real	Auditoría
	30.06.2007	31.12.2006		30.06.2007	31.12.2006
Inmovilizado	2,850	3,219	Fondos Propios	6,464	5,831
Activo Circulante	4,580	5,185	Deuda largo plazo	560	559
Tesorería	1,622	1,076	Deuda corto plazo	603	1,951
TOTAL ACTIVO	9,052	9,481	Pasivo Circulante	1,425	1,139
			TOTAL PASIVO	9,052	9,481

## Descripción del mercado

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

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

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

## Valoración

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

La provisión está constituida con arreglo a criterios estrictamente contables y que la dirección de la sociedad espera, como mínimo, poder vender la compañía por el importe invertido ya que no hay ninguna circunstancia que apunte que se va a obtener un importe inferior. No se ha efectuado ninguna revaluación de la participada porque aun no hay datos para ello pero en cualquier caso se espera que se pueda recuperar el coste como poco, por lo que a efectos de la valoración no es necesario considerar la provisión.

## Net TV



### Televisión digital terrestre en abierto

Fecha de Inversión:	Junio 2000
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Importe de adquisición:	356 miles de euros
<b>Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:</b>	<b>2,29%</b>
<b>Valoración a 30 de Junio de 2007 (miles de euros):</b>	<b>356</b>

### Resumen de la Transacción:

En junio de 2000, Dinamia tomó una participación del 1,5% en el consorcio Net TV. Tras la salida de TF-1 del accionariado, en julio de 2002, Dinamia amplió ligeramente su participación hasta el 1,64%. En Julio de 2004, Dinamia acudió a la ampliación de capital realizada por Dinamia Telemática, S.L. desembolsando 110 miles de euros. Estos fondos se utilizaron para acudir a la ampliación de capital que tuvo lugar en Net TV en diciembre 2004, pasando el porcentaje de participación del 1,64% al 1,71%. En diciembre 2005, Dinamia adquirió la totalidad de la participación que Dinamia Telemática ostentaba en Net TV, dentro del proceso de liquidación de Dinamia Telemática, pasando de esta forma a ser titular de una participación directa en el capital social de Net TV del 2,29% con un coste de adquisición 140 miles de euros. Posteriormente, se han realizado las aportaciones necesarias para el funcionamiento de la compañía, llegando hasta un coste total de 356 miles de euros.

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

➤ Pantalla Digital <sup>5</sup>	60,44%
➤ Europroducciones	9,84%
➤ Otros	27,43%

### Descripción de la compañía

En junio de 2000 se creó el consorcio NetTV, formado por algunos de los grupos de medios más relevantes tanto del ámbito nacional como europeo. Este consorcio consiguió en noviembre de 2001 una de las dos licencias de televisión digital terrestre en abierto.

Net TV es un canal de televisión digital generalista que inició sus emisiones en Noviembre 2005 en abierto y 24 horas diarias. Pretende ser en el futuro una televisión joven, interactiva, plural, atractiva e innovadora. La cobertura de sus emisiones se ha incrementado en 2006 al 80% de la población (25% en 2005).

Hasta la fecha, se han realizado las inversiones iniciales para el lanzamiento y el mantenimiento de la sociedad. La actividad ha sido limitada sin embargo se espera que en los próximos años se convierta en una plataforma para cuando se produzca el apagón analógico esperado para 2010.

Net TV es uno de los seis operadores que cuenta con una licencia de TDT nacional. El ámbito de la TDT se ha distribuido la totalidad el espectro disponible creando una fuerte

<sup>5</sup> Participado mayoritariamente por el Grupo Vocento

barrera de entrada a nuevos competidores, ya que haría falta una nueva planificación del espectro y un nuevo proceso concursal.

## **Valoración**

Dado su carácter de start-up y el no haber comenzado apenas aún sus operaciones, y siguiendo las directrices de la EVCA, se mantiene su valoración a coste, esto es, una **valoración de la participación de Dinamia de 356 miles de euros.**

## Grupo Nicolás Correa Anayak



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

Fecha de Inversión:	Septiembre 1999
Cantidad invertida:	6.045 miles de euros
Fecha cierre de contabilidad:	31 de Diciembre
<b>Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:</b>	<b>15,35%</b>
<b>Valoración a 30 de Junio de 2007 (miles de euros):</b>	<b>10.128</b>

### Resumen de la Transacción:

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

Con fecha 26 de julio de 2005, los Consejos de Administración de Anayak y Nicolás Correa, S.A. firmaron un protocolo de fusión entre ambas sociedades. La operación implica la escisión previa de ciertos activos no estratégicos de Nicolás Correa (actividades inmobiliarias y máquinas de altas presiones para la conservación de alimentos), cuyo temprano estado de maduración, consumo de recursos y no complementariedad con la actividad de máquina-herramienta aconsejaron dejar fuera del perímetro de la transacción. Esta operación de concentración se justifica por las importantes sinergias comerciales, de I+D y de racionalización. Se ha fijado una ecuación de canje que supone un valor de Nicolás Correa (post-escisión) de 2,5x veces el de Anayak. De esta manera, Dinamia ostenta el 15,35% del capital de la sociedad resultante.

### Descripción de la compañía

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

### Evolución durante el 2007

Con respecto a la evolución de la compañía en el primer semestre de 2007, nos remitimos a la información pública periódica de la entidad, publicada a su vez por el organismo regulador (CNMV).

## Valoración

Tras la fusión de Anayak y Nicolás Correa, Dinamia quedó en posesión de 1.926 miles de acciones, representando un 15,35% del capital total. Siguiendo las directrices de la EVCA, este valor debe reducirse a su vez en un 20% por motivos de restricción a la liquidez derivados del pacto de *lock-up* asumido por Dinamia. Con todo ello, la **participación de Dinamia queda valorada en 10.128 miles de euros.**

Cotización NEA a 30.06.07	6.57 €
Nº acciones de Dinamia en NEA (miles)	1.926
Valoración de acciones en cartera (miles €)	12.660
Descuento por iliquidez	20%
Valoración de mercado de acciones de Dinamia (miles de €)	10.128

---

## Arco Bodegas Unidas



### Bodegas de vino

Fecha de Inversión:	Marzo 1999
Cantidad inicial invertida:	17.051 miles de euros
Fecha cierre de contabilidad:	30 Septiembre
<b>Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:</b>	<b>8,36%</b>
<b>Valoración a 30 de Junio de 2007 (miles de euros):</b>	<b>18.040</b>

### Resumen de la Transacción:

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

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

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

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

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

### Descripción de la compañía

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

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

## Dirección de la compañía

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

## Evolución durante el primer semestre 2007

La evolución de la actividad de Arco en año 2007 ha sido positiva, dado que el notable esfuerzo comercial de la compañía. La compañía ha logrado consolidar su sistema comercial, compaginando una creciente demanda nacional con el desarrollo del negocio internacional, especialmente en Latinoamérica con la integración de Pacheco Pereda, recientemente adquirida en Argentina.

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

## Valoración

Dado que la compañía no facilita previsión consolidada para la estimación del cierre del ejercicio 2007, se ha realizado una valoración de Arco, partiendo de los datos de cierre del ejercicio 2006 como criterio más prudente. Dada la evolución de la compañía mantenemos la valoración de cierre de 2006, **quedando la participación de Dinamia valorada en 18.040 miles de euros**. Este aspecto se justifica, además, por la situación de liderazgo de la compañía, como grupo bodeguero independiente más grande del país y uno de los mayores del mundo, junto con los altos múltiplos pagados en las últimas transacciones en el sector.

## Deutsche Woolworth



### Cadena de grandes almacenes en Alemania y Austria

#### Deutsche Woolworth:

Fecha de Inversión:	Diciembre 1998
Cantidad invertida:	4.309 miles de euros
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
<b>Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:</b>	<b>6,61%</b>
➤ DWW Deutsche Woolworth Holdings GmbH	6,52%
➤ DWW Beteiligungs GMBH	7,35%
<b>Valoración a 30 de Junio de 2007 (miles de euros): -</b>	

#### Forthpanel Limited:

Fecha de Inversión:	Mayo 2003
Cantidad invertida:	1.000 miles de euros
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
<b>Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:</b>	<b>5,00%</b>
<b>Valoración a 30 de Junio de 2007 (miles de euros): 1.000</b>	

#### **Resumen de la Transacción:**

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

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

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

EBITDA*	EBIT
7,41x	12,20x

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

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

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

### Descripción de la compañía

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

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

### Dirección de la compañía

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

### Cuenta de Pérdidas y Ganancias

\*Cifras en miles de euros

	Real 30.06.2007	Real 31.12.2006	Real 30.06.2006
Ingresos de Explotación	<b>348,457</b>	824,392	372,822
EBITDA	<b>(13,049)</b>	(3,488)	(11,769)
EBIT	<b>(24,599)</b>	(33,679)	(26,486)
BAI	<b>(33,294)</b>	(52,662)	(36,498)
Beneficio del ejercicio	<b>(33,423)</b>	(47,222)	(36,504)

## Balance de Situación

\*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	Real*	Real*	<u>PASIVO</u>	Real*	Real*
	30.06.2007	31.12.2006		30.06.2007	31.12.2006
Inmovilizado	<b>34,600</b>	37,509	Fondos Propios	<b>32,568</b>	42,798
Activo Circulante	<b>402,401</b>	406,388	Fondo de Pensiones	<b>206,739</b>	206,798
Tesorería	<b>43,173</b>	60,936	Deuda bancaria	<b>162,086</b>	161,433
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>480,174</b>	504,832	<b>Pasivo Circulante</b>	<b>78,781</b>	93,803
			<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>480,174</b>	504,832

\* Cifras bajo IFRS

## Evolución durante el primer semestre 2007

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

La compañía ha reducido notablemente el apalancamiento, como paso previo para el saneamiento de la entidad.

## Valoración

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

## Anexo

### Revisión de la valoración realizada por el gestor

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

3 de octubre de 2007

Estimados Sres.:

De acuerdo con su solicitud de fecha 28 de septiembre de 2007, que se adjunta como Anexo I, hemos revisado las valoraciones de la cartera de participaciones y préstamos participativos de Dinamia Capital Privado, S.C.R., S.A. (en adelante, "Dinamia") al 30 de junio de 2007, elaboradas por los Administradores de Nmás1 Capital Privado S.G.E.C.R., S.A. (en adelante, la "Sociedad Gestora"), en virtud de lo establecido en el punto 5.2 del contrato de gestión firmado entre ambas sociedades con fecha 29 de junio de 2000. Dichas valoraciones se incluyen en el Anexo I.

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

Nuestro trabajo ha consistido en comprobar que las valoraciones realizadas por la Sociedad Gestora de las participaciones y créditos que constituyen la cartera de inversión de Dinamia al 30 de junio de 2007, se han realizado según los criterios que han sido proporcionados por los Administradores de la Sociedad Gestora, aplicados tal y como se detalla en el párrafo anterior, bajo su responsabilidad. Adicionalmente, hemos revisado los cálculos matemáticos realizados, así como la periodificación de los intereses devengados y pendientes de cobro de los préstamos participativos concedidos a las sociedades participadas.

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

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

Esta revisión tiene un alcance específico y reducido, y menor que el de una auditoría, por lo que no expresamos una opinión de auditoría sobre la valoración, ni sobre los estados financieros de Dinamia

y de las sociedades participadas, ni sobre otra información financiera utilizada en la realización de la valoración, ni sobre la suficiencia o veracidad de la misma. Nuestra opinión no incluye la predicción de sucesos futuros ni constituye una garantía sobre la viabilidad futura de las sociedades participadas o sobre la recuperabilidad de los préstamos participativos, ni sobre la cotización de la acción de Dinamia en las Bolsas de Valores. Cualquier conclusión que un lector infiera a partir de este informe, será bajo su responsabilidad.

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



DELOITTE, S.L.

Germán de la Fuente

**ANEXO I**

**Solicitud de fecha 28 de septiembre de 2007**

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

A la atención de D. Germán de la Fuente

Madrid, 28 de septiembre de 2007

Muy señores míos:

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

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

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

<sup>1</sup> A los efectos de calcular los múltiplos de las compañías participadas, se han utilizado siempre los últimos estados financieros disponibles. Los múltiplos de las compañías cotizadas se han calculado tomando como fecha de corte el día 30 de junio. En determinados casos, los datos financieros se han ajustado para adaptarlos a un periodo completo de actividad.

sociedad gestora de



Padilla, 17  
28006 Madrid

Teléfono 91 745 84 84  
Fax 91 431 64 60

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

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

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

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

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

De acuerdo con estos criterios, NMÁS1 CAPITAL PRIVADO valora las participaciones y créditos participativos y otros créditos concedidos a las sociedades participadas que integran su activo a 30 de junio de 2006 de acuerdo con el siguiente cuadro:

D

a) Acciones

Miles de euros

Sociedad participada	Participación de Dinamia (8)	Valor de la Participación de Dinamia
Deutsche Woolworth (1)	6,61%	-
Forthpanel Limited	5,00%	1.000
Arco Bodegas Unidas, S.A.	8,36%	18.040
Grupo Nicolás Correa Anayak (2)	15,35%	10.128
Soc. Gest. de Televisión NetTV, S.A.	2,29%	356
Ydilo Advanced Solutions, S.A.	7,06%	1.470
High Tech Hotels & Resorts, S.A.	45,11%	34.371
Grupo Segur Ibérica S.A.	17,86%	10.267
The Beauty Bell Chain, S.L. (Bodybell) (3)	26,77%	8.950
Emfasis Billing & Marketing Services, S.L. (4)	45,30%	4.027
Atecsa (5)	50,00%	11.669
Holmes Place (6)	20,61%	4.078
Grupo Cristher (7)	44,47%	7.498
Serventa (8)	46,66%	2.095
Laude (9)	45,07%	3.651
Alcad (10)	37,68%	9.847
ZIV (11)	37,50%	3.938
<b>TOTAL</b>		<b>131.385</b>

- (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) Valoración resultante de aplicar un 20% de descuento al valor de mercado a 30.06.2007 de la participación de Dinamia en la sociedad cotizada Nicolás Correa, S.A.
- (3) Dinamia participa en Bodybell a través del vehículo The Beauty Bell Chain, S.L.
- (4) Dinamia participa en Émfasis a través del vehículo Émfasis Billing & Marketing Services, S.L.
- (5) Dinamia participa en Atecsa a través del vehículo Aseguramiento Atecsa, S.L.
- (6) Dinamia participa en Holmes Place a través del vehículo Colegiata Invest, S.L.
- (7) Dinamia participa en el Grupo Cristher a través del vehículo Deimoral Inversiones 2005, S.L.
- (8) Dinamia participa en Serventa a través del vehículo Saint Germain Grupo de Inversiones, S.L.
- (9) Dinamia participa en Laude a través del vehículo Colegios Laude, S.L.
- (10) Dinamia participa en Alcad a través del vehículo Limestone, S.L.
- (11) Dinamia participa en ZIV a través del vehículo Miser, S.L.

0

b) Créditos Participativos y otros Créditos a Participadas

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

*Miles de Euros*

<b>Sociedad Participada</b>	<b>Principal</b>	<b>Intereses</b>		<b>Total</b>
		<b>Devengados</b>		
Segur Ibérica	404	-		404
The Beauty Bell Chain, S.L.(Bodybell)	19.019	1.797		20.817
Emfasis Billing & Marketing Services, S.L.	4.181	928		5.109
Holmes Place	7.256	2.238		9.494
Grupo Cristher	7.816	1.458		9.274
Serventa	5.093	932		6.024
Laude	15.153	1.094		16.247
ZIV	7.313	168		7.480
<b>Total créditos a participadas</b>	<b>66.234</b>	<b>8.615</b>		<b>74.849</b>

Atentamente,



Jorge Mataix

Presidente

Nmás1 Capital Privado SGEGR, S.A. Unipersonal