

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

31 de Diciembre de 2005

<u>NAV por acción</u>	19,78 €
------------------------------	----------------

<u>NAV por acción ajustado¹</u>	18,62 €
---	----------------

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

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

Índice

	<u>Página</u>
Introducción.....	3
Net Asset Value a 31 de Diciembre de 2005.....	4
Resumen de la valoración de la cartera de no cotizadas.....	5
Evolución de la actividad durante 2005.....	6
Hechos posteriores a 31 de Diciembre de 2005.....	8
Comisión de éxito de la gestora Nmás1 Capital Privado.....	8
 Compañías integrantes de la cartera de no cotizadas:	
Cristher.....	9
Holmes Place.....	12
Atecsa.....	15
éMfasis.....	18
Bodybell.....	22
Grupo Segur Ibérica.....	26
GAM.....	30
High Tech Hoteles.....	34
Ydilo.....	38
Grupo Undesa.....	41
Net TV.....	45
Industrias Anayak.....	46
Arco Bodegas Unidas.....	49
Capital Safety Group.....	52
Deutsche Woolworth.....	55
 Anexo:	
Revisión de la valoración realizada por el gestor (Informe de Deloitte).....	58

Introducción

El presente informe tiene como objeto realizar una aproximación a la valoración del Patrimonio de Dinamia Capital Privado S.C.R., S.A. a 31 de diciembre de 2005, realizado por la gestora Nmás1 Capital Privado, S.G.E.C.R., S.A.

Se han utilizado los siguientes criterios:

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

Net Asset Value a 31 de Diciembre de 2005

Con lo antes expuesto, el resultado obtenido es un **Net Asset Value por Acción de 19,78 €.**

Net Asset Value por acción a 31 de diciembre de 2005

	NAV a	NAV a	NAV a	NAV a	Cartera según valor en libros	NAV a
	31.12.2001	31.12.2002	31.12.2003	31.12.2004	31.12.2005	31.12.2005
<i>*Datos en miles de euros, excepto por acción</i>						
Acciones	132.159	74.244	98.903	93.169	90.196	145.936
Créditos a participadas	4.472	4.138	3.894	4.072	37.648	37.648
Inversiones no cotizadas (1)	136.631	78.383	102.797	97.240	127.844	183.583
Acciones cotizadas (Ibex) (*)	2.177	1.573	0	0	0	0
Tesorería	34.908	74.066	47.115	63.506	51.928	51.928
Total Activos Líquidos (2)	37.085	75.639	47.115	63.506	51.928	51.928
Otros Activos (3)	1.743	775	169	2.902	2.189	2.189
TOTAL ACTIVOS (4) = (1+2+3)	175.458	154.796	150.081	163.648	181.961	237.701
Pasivos (5)	(182)	(344)	(64)	(3.218)	(984)	(984)
TOTAL ACTIVOS NETOS (6) = (4+5)	175.276	154.452	150.018	160.430	180.977	236.717
Ajuste por dividendos y prima de emisión Julio 2002 (7)	(5.985)					
Ajuste por dividendos julio 2003 (8)	(5.985)	(5.985)				
Ajuste por dividendos y prima de emisión Julio 2004 (9)	(5.985)	(5.985)	(5.985)			
Ajuste por prima de emisión julio 2005 (10)	(6.284)	(6.284)	(6.284)	(6.284)		
TOTAL ACTIVOS NETOS aj. (11) = (6+7+8+9+10)	151.037	136.198	137.748	154.146	180.977	236.717
Nº de acciones ajustado (12) (**)	8.977.500	8.977.500	8.977.500	8.977.500	11.970.000	11.970.000
NAV por acción = ⁽¹¹⁾/₍₁₂₎	16,82 €	15,17 €	15,34 €	17,17 €	15,12 €	19,78 €
Incremento de valor del NAV por acción	46,0%	-9,8%	1,1%	11,9%		15,2%
Cotización del Ibex 35	8.397,6	6.036,9	7.737,2	9.080,8		10.733,9
Crecimiento del Ibex 35	-7,8%	-28,1%	28,2%	17,4%		18,2%
Cotización en Bolsa (aj. por dividendo)	8,49 €	9,42 €	11,22 €	13,74 €	18,50 €	18,50 €
Descuento (Premium) sobre NAV	49,5%	37,9%	26,9%	20,0%	(22,4%)	6,5%

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

(**) Número de acciones ajustado para datos a la ampliación liberada 1x20 de marzo de 2005

Evolución de la actividad durante 2005

- El 1 de Febrero de 2005, Dinamia vendió la totalidad de su participación en Educa Borrás, S.A. al equipo directivo. Dinamia ingresará 4.649 miles de euros (más intereses) en distintos plazos por la venta. La operación supone unas plusvalías brutas de 1.644 miles de euros. Incluyendo dividendos y plusvalías en la venta, la desinversión supone para Dinamia un múltiplo sobre su inversión inicial de 1,7x. Dinamia dotó una provisión por la totalidad de la plusvalía que se revertirá a medida que se vaya ingresando la misma.
- En Febrero de 2005, Dinamia invirtió 50 miles de euros en el capital social de Ydilo, comprando las acciones de un directivo que abandonó el grupo. Las acciones han sido repartidas entre todos los accionistas no gestores del grupo. La participación de Dinamia ha pasado del 6,52% al 7,06%.
- El 23 de Febrero de 2005, Dinamia realizó una ampliación de capital liberada mediante la emisión de 427.500 acciones por un importe nominal de 1.282,5 miles de euros con total cargo a la "Reserva de Prima de Emisión".
- 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 mayoritaria en las sociedades Ibérica de Droguería y Perfumería, S.A. y Compañía de Almacenaje, Distribución y Servicios, S.A. (en adelante todo ello Bodybell). Dicha inversión, se materializó mediante 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. es de 27,64% (en diciembre de 2005 las familias vendedoras ejecutaron su opción de compra). La operación fue comunicada al Servicio de Defensa de la Competencia y aprobada por este organismo el 18 de abril. La operación se completó el 27 de Abril de 2005.
- Con fecha 20 de Abril de 2005, Dinamia invirtió 8.062,5 miles de euros en la compañía "Émfasis Billing & Marketing Services, S.L." (en adelante éMfasis), vehículo utilizado para la adquisición del cien por cien de las sociedades Nueva Publimail, S.L., Mecapost, S.A. e Informática Proceso y Cálculo, S.L. Dinamia controla el 46,41% del capital de la nueva compañía.
- Con fecha 5 de julio de 2005, Dinamia Capital Privado adquirió el 50% 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.
- Con fecha 26 de julio, los Consejos de Administración de Industrias Anayak, S.A. y Nicolás Correa, S.A. (junto con sus accionistas de referencia: Dinamia Capital Privado, S.C.R., S.A. y la familia Nicolás Correa respectivamente) aprobaron por unanimidad y firmaron un protocolo de integración empresarial, así como los proyectos de escisión parcial de Nicolás Correa, S.A. y de fusión por absorción de Industrias Anayak, S.A. por Nicolás Correa, S.A. La familia Nicolás Correa y Dinamia Capital Privado, S.C.R., S.A. han firmado un pacto de permanencia en el accionariado por un período de 30 meses.
- Con fecha 5 de agosto de 2005, Dinamia adquirió el 20,6% del capital social de Holmes Place Iberia. Dicha inversión se ha materializado mediante la aportación de un importe total entre capital, prima de emisión y préstamo participativo de 9.070 miles de euros. Dinamia invirtió junto con otros inversores financieros y el equipo directivo a través de una sociedad vehículo denominada Colegiata Invest, S.L.
- Con fecha 5 de agosto de 2005, Dinamia procedió a la venta de la totalidad de la participación que poseía en Marie Claire S.A. Esta desinversión, junto con los gastos asociados a la misma, ha producido pérdidas para Dinamia en el ejercicio 2005 por un importe de 5.087 miles de euros.

- La Junta General de Accionistas de Dinamia de 29 de Junio de 2005 acordó el reparto entre los accionistas de 6.284 miles de euros (ó €0,7 por acción) en forma de Prima de Emisión. El pago a los accionistas se hizo efectivo durante el mes de Julio de 2005.
- Con fecha 22 de septiembre de 2005, Dinamia invirtió 12.025 miles de euros para la adquisición del 47,16% de las sociedades Cristher SL y Dopo SL (Grupo Cristher). La inversión se realizó a través de la compañía vehículo "Deimoral Inversiones 2005 SL", mediante una operación combinada de ampliación de capital y préstamo participativo.
- Con fecha 3 de octubre de 2005, Dinamia ejecutó una ampliación de capital de 750 miles de euros en High Tech Hotels & Resorts, S.A. mediante la emisión de acciones preferentes. Dicha ampliación ha sido íntegramente suscrita y desembolsada por los accionistas de High Tech Hotels & Resorts, S.A. Esta operación se encuadra en el compromiso que los inversores adquirieron con el equipo directivo de High Tech Hotels & Resorts S.A. en el momento de su entrada en el accionariado el pasado enero de 2003.

Tras esta operación, Dinamia acumula una inversión total de 12.000 miles de euros en la compañía, habiendo aumentado su participación en el capital de la sociedad hasta el 44,54%.

- Con fecha 5 de octubre de 2005, Dinamia procedió a la venta a Glowtrail Limited de la totalidad de la inversión en su participada Capital Safety Group Limited ("CSG") por un importe total de 11.478 miles de euros. La inversión inicial de Dinamia ascendió a 5.837 miles de euros, por lo que la plusvalía total obtenida en la vida de la inversión es de 5.960 miles de euros, incluyendo ingresos percibidos de la participada. Por tanto, Dinamia ha multiplicado por dos su inversión inicial.

Simultáneamente, Dinamia ha suscrito, al igual que el resto de inversores en CSG, una ampliación de capital de la compradora Glowtrail Limited por un importe de 2.937 miles de dólares (2.457 miles de euros), pasando a ser titular del 8,16% del capital de la misma.

- Dinamia completó una ampliación de capital el pasado 22 de noviembre. Esta ampliación de capital, cuyo período de suscripción preferente transcurrió entre el pasado 1 y 15 de noviembre y cuyo período de asignación de acciones sobrantes finalizó el pasado 22 de noviembre, fue íntegramente suscrita y desembolsada.

Esta ampliación ha supuesto la emisión de 2.992.500 acciones, elevando el número total de acciones en circulación hasta 11.970.000, con un precio de suscripción de 15 euros por acción. Gracias a ella, Dinamia ha obtenido 44.887 miles de euros.

- Con fecha 23 de diciembre de 2005, Dinamia adquirió un total de 40.017 acciones de Net TV a un precio de 3,5 euros por acción, lo que supuso una inversión total de 140 miles de euros. En consecuencia, Dinamia pasó a ser titular directo de un 2,29% de Net TV.

Hechos posteriores a 31 de Diciembre de 2005

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

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

Comisión de éxito de la gestora Nmás1 Capital Privado

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

Se presenta a continuación una simulación del valor liquidativo de Dinamia en el hipotético caso en que todas las sociedades hubieran sido vendidas el 31 de diciembre de 2005 a un precio igual al de las valoraciones realizadas por Nmás1 Capital Privado y que se detallan en el presente informe:

NAV a 31.12.2005	236.717
Performance fee teórico	(13.791)
Valor liquidativo a 31.12.2005	222.925

Por acción	18,62 €
-------------------	----------------

Cristher



Iluminación exterior

Fecha de Inversión Inicial:	Septiembre 2005
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Importe de adquisición:	12.025 miles de euros
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	47,16%
Valoración a 31 de Diciembre de 2005 (miles de euros):	12.235
(incluye el crédito participativo)	

Resumen de la Transacción

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

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

EBITDA	EBIT
6,1x	6,3x

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

Descripción de la compañía

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

Dirección de la compañía

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

D. Alfredo Díaz sustituye así en su labor al antiguo accionista y Presidente, D. Ramón Rocasalbas, si bien éste seguirá vinculado con la empresa realizando labores de producto,

proveedores así como otras labores corporativas. El resto de puestos directivos los ocupan las personas que los venían desempeñando anteriormente.

Cuenta de Pérdidas y Ganancias³

*Cifras en miles de euros

	Pro Forma 31.12.2004	Real 31.12.2005
Ingresos de Explotación	25.655	26.901
EBITDA	8.221	8.478
EBIT	8.009	8.222
BAI	8.359	7.041
Beneficio del ejercicio	5.518	4.084

Cifras ajustadas por resultados extraordinarios y gastos de transacción Real y Presupuesto de 2005 ajustado incluyendo Intereses de la Deuda de Adquisición y excluyendo Gastos de la Transacción

Balance de Situación

*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	Real 31.12.2005	Pro Forma 31.12.2004	<u>PASIVO</u>	Real 31.12.2005	Pro Forma 31.12.2004
Inmovilizado	801	12.044	Fondos Propios	7.199	19.565
Fondo de Comercio	38.330	0	Crédito Participativo	17.020	0
Activo Circulante	13.026	9.612	Acreedores a largo plazo	28.425	4
Tesorería	4.724	522	Deuda a corto plazo	1.575	0
TOTAL ACTIVO	56.880	22.178	Pasivo Circulante	2.661	2.609
			TOTAL PASIVO	56.880	22.178

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.

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

Evolución durante el 2005

Cristher ha cerrado el ejercicio con pocas variaciones respecto al presupuesto anual, con un 4% de crecimiento de las ventas y un 3% en EBITDA con respecto al año anterior. La ralentización del crecimiento se debe principalmente a la antigüedad de los catálogos existentes de Cristher y Dopo. Con una impresión de éstos cada 4 años, y una pequeña ampliación cada dos, las ventas se ven más perjudicadas en el último año de existencia de un catálogo, pues sus productos no muestran las nuevas tendencias del mercado, y los precios no han experimentado una revisión desde la última ampliación.

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

A principios de 2006 se estrenan los nuevos catálogos de ambas marcas, con lo que se prevé que las ventas aumenten en línea con el crecimiento histórico. El catálogo de Dopo se ha estrenado en enero, mostrando importantes crecimientos con respecto al año pasado. El catálogo de Cristher se espera que se publique en marzo de 2006, justo antes de la temporada de verano.

Valoración

Siguiendo las directrices de la EVCA, y dado que no ha transcurrido un año desde su incorporación a la cartera de Dinamia, se mantiene la valoración de la inversión en capital a coste de adquisición, esto es, 4.209 miles de euros, a los que hay que añadir el crédito participativo y su devengo de intereses del período por importe de 8.026 miles de euros, lo que hace un total de **12.235 miles de euros**.

A pesar de ello, se ha realizado, de forma ilustrativa, una valoración de Cristher siguiendo el siguiente criterio:

- Comparación con múltiplos de otras empresas cotizadas del sector de distribución de materiales de construcción europeas, aplicándose un descuento del 30% por iliquidez, con la que se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 40.322 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación en capital de Dinamia de 19.014 miles de euros a los que hay que añadir el crédito participativo y su devengo de intereses del período por importe de 8.026 miles de euros, lo que hace un total de 27.040 miles de euros.

Cristher

cifras en miles de euros

	Ventas	EBITDA	EBIT	B° Neto*	Deuda Neta**
Resultados a 31.12.2005	26.901	8.478	8.222	2.459	42.296

* Pro Forma para reflejar 12 meses de intereses

** Incluye crédito participativo

VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES						
Valoración según comparables	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	Media	Ajustado por iliquidez	Participación Dinamia 47,16%
		70.131	55.422	47.254	57.602	40.322
					Descuento por iliquidez 30%	
Medias	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E			
HAGEMEYER NV	14,7x					
WESCO INTERNATIONAL INC	16,0x	12,8x	20,8x			
WW GRAINGER INC	9,1x	10,9x	17,6x			

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
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	20,61%
Valoración a 31 de Diciembre de 2005 (miles de euros):	9.547
(incluye el crédito participativo)	

Resumen de la Transacción

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

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

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

EBITDA	EBIT
7,1x	N.A.

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

Descripción de la compañía

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

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

Dirección de la compañía

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

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

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

*Cifras en miles de euros

	Real 31.12.2004	Real 31.12.2005
Ingresos de Explotación	51.859	57.718
EBITDA	12.175	15.304
EBIT	5.401	10.065
BAI	(1.835)	n.d.
Beneficio del ejercicio	(2.403)	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 <u>31.12.2005</u>	<u>PASIVO</u>	Real <u>31.12.2005</u>
Inmovilizado	58.727	Fondos Propios	6.628
Fondo de Comercio	53.165	Crédito Participativo	33.322
Activo Circulante	5.084	Acreedores a largo plazo	69.263
Tesorería	5.523	Deuda a corto plazo	1.624
TOTAL ACTIVO	122.499	Pasivo Circulante	11.662
		TOTAL PASIVO	122.499

Descripción del mercado

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

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

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

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

Evolución durante el 2005

Holmes Place Iberia ha evolucionado satisfactoriamente en 2005. La compañía ha completado con éxito la transición surgida por el cambio de accionistas, sin ningún impacto negativo de importancia en términos tanto de negocio como financieros.

Los ingresos de Holmes Place Iberia se han incrementado un 10% respecto al 2004. Es especialmente reseñable el incremento del 35% en la facturación de entrenadores personales.

A su vez la compañía ha mejorado sus márgenes hasta lograr un aumento del EBITDA del 27%, superando ligeramente el presupuesto.

Valoración

Siguiendo las directrices de la EVCA, y dado que no ha transcurrido un año desde su incorporación a la cartera de Dinamia, se mantiene la valoración de la inversión en capital a coste de adquisición, esto es, 1.814 miles de euros, a los que hay que añadir el crédito participativo y su devengo de intereses del período por importe de 7.733 miles de euros, lo que hace un total de **9.547 miles de euros**.

Aseguramiento Atecsa



Inspección Técnica de Vehículos

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

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

	Auditoría 31.12.2004	Real 31.12.2005
Ingresos de Explotación	8.336	10.402
EBITDA	2.416	4.668
EBIT	2.137	4.012
BAI	1.945	3.804
Beneficio del ejercicio	1.379	2.944

Estados Financieros referentes a Aseguramiento Técnico de Calidad, S.A.

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

Balance de Situación

*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	Real	Auditoría	<u>PASIVO</u>	Real	Auditoría
	31.12.2005	31.12.2004		31.12.2005	31.12.2004
Inmovilizado	8.944	12.686	Fondos Propios	2.882	2.670
Activo Circulante	626	67	Acreedores a largo plazo	4.983	6.948
Tesorería	1.355	0	Deuda a corto plazo	73	315
TOTAL ACTIVO	10.924	12.753	TOTAL PASIVO	10.924	12.753

Cifras referentes a Aseguramiento Técnico de Calidad, S.A.

Descripción del mercado

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

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

Los principales factores de crecimiento son:

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

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

Evolución durante el 2005

La evolución de Atecsa durante el 2005 ha sido acorde con lo previsto en el momento de la adquisición. El crecimiento ha estado soportado principalmente por el incremento de las tarifas como consecuencia de la introducción de la inspección de Sonometría en la CA de Valencia.

Respecto del número de inspecciones, la compañía ha crecido en línea con el crecimiento del parque automovilístico histórico de la Comunidad.

Atecsa ha sido capaz de mantener una línea ascendente y de minimizar el impacto operativo después del cambio de accionistas que tuvo lugar en julio de este mismo año.

Para el año 2006, se espera que las actuaciones del nuevo equipo gestor junto con las mejoras derivadas de la introducción de nuevas actividades consoliden unos márgenes ligeramente superiores a los alcanzados durante el año 2005.

Valoración

Siguiendo las directrices de la EVCA, y dado que no ha transcurrido un año desde su incorporación a la cartera de Dinamia, se mantiene la valoración de la inversión a coste de adquisición, esto es, 14.250 miles de euros para el 100% de la inversión, lo que supone valorar la participación de Dinamia en **7.125 miles de euros**.

émfasis



Servicios de mailing y billing

Fecha de Inversión Inicial:	Abril 2005
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Importe de adquisición:	8.063 miles de euros
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	46,41%
Valoración a 31 de Diciembre de 2005 (miles de euros):	8.355
(incluye el crédito participativo)	

Resumen de la Transacción

Con fecha 20 de Abril de 2005, Dinamia alcanzó un acuerdo para invertir 8.062,5 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.

El accionariado de émfasis queda formado por Dinamia y Nmás1 PEF, ambos con un 46,4% de la sociedad cada uno y el equipo directivo con el restante 7,2%.

El precio de compra, una vez ajustado por pagos aplazados sujetos a la evolución de los resultados de 2005, representa los siguientes múltiplos de entrada (sobre cifras de 2005):

EBITDA*	EBIT
5,9x	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

El Grupo émfasis 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.

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

Dirección de la compañía

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

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

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

*Cifras en miles de euros

	Pro Forma 31.12.2004	Pro Forma 31.12.2005
Ingresos de Explotación	23.560	21.887
EBITDA	5.958	5.182
EBIT	4.457	3.226
Bº antes de impuestos	3.182	1.888
Beneficio del ejercicio	2.132	1.066

Las cuentas no incluyen el Fondo de Comercio ni los gastos derivados de la transacción

Balance de Situación

*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	Pro Forma 31.12.2005	Pro Forma 31.12.2004	<u>PASIVO</u>	Pro Forma 31.12.2005	Pro Forma 31.12.2004
Inmovilizado	4.444	13.666	Fondos Propios	7.804	11.516
Fondo de Comercio ⁽¹⁾	20.963	591	Crédito Participativo	8.955	0
Activo Circulante	9.663	8.616	Deuda a largo plazo	14.209	7.257
Tesorería	2.355	2.072	Deuda a corto plazo	601	935
TOTAL ACTIVO	37.426	24.945	Pasivo Circulante	5.857	5.237
			TOTAL PASIVO	37.426	24.945

(1) No incluye el pago aplazado a los vendedores (€2,85M)

Descripción del mercado

Sector del Mailing

Descripción

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

Principales características del sector:

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

Sector del Billing

Descripción

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

Principales características:

- Clientes: sector financiero, energético, telecomunicaciones y clubs de fidelización

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

Evolución durante el 2005

El ligero descenso en las ventas con respecto al año anterior en éMfasis era algo previsto para este primer año. La ralentización de las ventas se produce únicamente en una de las compañías adquiridas, Mecapost, y la razón está perfectamente identificada; durante el primer trimestre del ejercicio 2004, las ventas estuvieron afectadas por dos circunstancias extraordinarias, las elecciones generales y una campaña de tráfico. La cifra de ventas, eliminado este efecto, crece en torno al 9%. Dado que parte del precio por la sociedad estaba ligado a la obtención de resultados similares a los del año anterior, no será necesario hacer frente a dicho pago adicional.

El comportamiento de Publimail es muy positivo, con crecimientos del 5% en ventas y 27% en EBITDA. Este incremento se debe principalmente a la expansión que se ha producido como consecuencia de las nuevas gestiones comerciales y la mayor eficiencia de la nueva planta productiva.

Desde el punto de vista operativo, las compañías están en pleno proceso de integración, siendo el mismo hasta la fecha satisfactorio. El proceso de build-up sigue su curso y se espera poder concretar alguna nueva adquisición durante 2006.

Valoración

Siguiendo las directrices de la EVCA, y dado que no ha transcurrido un año desde su incorporación a la cartera de Dinamia, se mantiene la valoración de la inversión en capital a coste de adquisición, esto es, 3.881 miles de euros, a los que hay que añadir el crédito participativo y su devengo de intereses del período por importe de 4.473 miles de euros, lo que hace un total de **8.355 miles de euros**.

A pesar de ello, se ha realizado, de forma ilustrativa, una valoración del Grupo éMfasis siguiendo el siguiente criterio:

- Comparación con múltiplos de otras empresas del sector europeas, aplicándose un descuento del 30% por iliquidez, con la que se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 16.866 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 7.828 miles de euros a los que hay que añadir el crédito participativo y su devengo de intereses del período por importe de 4.473 miles de euros, lo que hace un total de 12.301 miles de euros.

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

éMfasis

cifras en miles de euros

	Ventas	EBITDA	EBIT	C-F*	Deuda Neta**
Resultados a 31.12.2005	21.887	5.182	3.226	2.180	21.409

* Calculado sobre un beneficio pro-forma

** Incluye crédito participativo

VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES

	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/CF	Ajustado		Participación	
				Media	por iliquidez	Dinamia	46,41%
Valoración según comparables	26.290	18.891	27.101	24.094	16.866	7.828	

Descuento por iliquidez 30%

	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/CF
Medias	9,2x	12,5x	12,4x
ADECCO SA-REG	10,5x	12,8x	19,5x
AGGREKO PLC	6,4x	12,6x	
BUNZL PLC	9,6x	10,7x	10,8x
MITIE GROUP PLC	8,7x	11,4x	15,9x
RENTOKIL INITIAL PLC	7,6x	12,2x	
SECURITAS AB-B SHS	9,7x	14,0x	9,8x
VEDIOR NV-CVA			10,7x
PROSEGUR COMP SEGURIDAD-REGD	10,1x		8,4x
RANDSTAD HOLDING NV	12,3x	14,1x	14,5x
GROUP 4 SECURICOR PLC	8,0x	12,1x	9,9x

Bodybell



Cadena de Perfumerías

Fecha de Inversión Inicial:	Abril 2005
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Importe de adquisición:	21.500 miles de euros
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	27,64%
Valoración a 31 de Diciembre de 2005 (miles de euros):	22.790
(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. es de 27,64%. La operación fue comunicada al Servicio de Defensa de la Competencia y aprobada por este organismo el 18 de abril.

El resto del accionariado está compuesto por Nmás1 PEF con un 27,64%, otros inversores financieros 30,2% y familias vendedoras y equipo directivo con un 14,5%.

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

EBITDA	EBIT
7,1x	8,6x

*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

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

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

Dirección de la compañía

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

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

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

*Cifras en miles de euros

	Real 31.12.2004	Real 31.12.2005
Ingresos de Explotación	177.420	182.883
EBITDA	24.605	25.970
EBIT	20.771	21.488
Bº antes de impuestos	20.969	13.717
Beneficio del ejercicio	13.737	9.829

*Estados Financieros Combinados de auditorías (2004) de Iberdroper S.A. y Cadyssa.
Las cuentas no incluyen el Fondo de Comercio ni los gastos derivados de la transacción*

Balance de Situación

*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	Real	Real	<u>PASIVO</u>	Real	Real
	<u>31.12.2005</u>	<u>31.12.2004</u>		<u>31.12.2005</u>	<u>31.12.2004</u>
Inmovilizado	22.296	17.374	Fondos Propios	18.604	66.112
Fondo de Comercio	132.105	0	Crédito Participativo	59.339	0
Activo Circulante	55.137	54.899	Deuda largo plazo	113.018	2
Tesorería	7.996	21.087	Deuda corto plazo	1.088	999
TOTAL ACTIVO	217.534	93.360	Pasivo Circulante	25.484	26.246
			TOTAL PASIVO	217.534	93.360

Descripción del mercado

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

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

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

Evolución durante el 2005

Bodybell ha completado un año 2005 con crecimientos por encima de mercado en el principal segmento de la compañía (la distribución al por menor en tiendas especializadas).

Este segmento ha crecido a nivel ventas al 9%, con un crecimiento fuerte en punto de venta de los productos selectivos y la contribución de las aperturas realizadas durante el año (8). Esta tendencia de mercado hacia el consumo de productos selectivos está produciendo que el resultado operativo de la compañía mejore debido al mejor margen de estos productos y su cada vez mayor peso en la compañía. En cuanto al negocio de mayor, el cual representa menos del 10% del margen operativo, presenta una evolución decreciente, influenciado por un mercado decreciente. No obstante, los márgenes se han mantenido constantes.

Para el año 2006 las perspectivas de mercado son similares a las del ejercicio recién completado. Bodybell espera ser capaz de mantener las tasas de crecimiento en tiendas comparables del año 2005, cercanos al 4% (superiores a la media del mercado), y aumentar este crecimiento intensificando el ritmo de aperturas de tiendas, siempre manteniendo el concepto y las señas de identidad de las tiendas de la cadena.

Valoración

Siguiendo las directrices de la EVCA, y dado que no ha transcurrido un año desde su incorporación a la cartera de Dinamia, se mantiene la valoración de la inversión en capital a coste de adquisición, esto es, 5.375 miles de euros, a los que hay que añadir el préstamo participativo y su devengo de intereses del período por importe de 17.415 miles de euros, lo que hace un total de **22.790 miles de euros**.

A pesar de ello, se ha realizado, de forma ilustrativa, una valoración de Bodybell siguiendo el siguiente criterio:

- Comparación con múltiplos de otras empresas del sector europeas, aplicándose un descuento del 30% por iliquidez, con la que se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 75.609 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 20.895 miles de euros a los que hay que añadir el préstamo participativo y su devengo de intereses del período por importe de 17.415 miles de euros, lo que hace un total de 38.310 miles de euros.

Bodybell

cifras en miles de euros

	Ventas	EBITDA	EBIT	B° Neto*	C-F	Deuda Neta**
Resultados a 31.12.2005	182.883	25.970	21.488	8.145	12.628	165.450

* Pro Forma para reflejar 12 meses de intereses

** Incluye crédito participativo

VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES							
Valoración según comparables	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF	Media	Ajustado por iliquidez	Participación Dinamia
		58.887	85.221	142.038	145.907	108.013	75.609
						Descuento por iliquidez	30%
Medias	8,6x	11,7x	17,4x	11,6x			
BARNES & NOBLE INC	6,6x	11,5x	19,2x	8,6x			
BOOTS GROUP PLC	6,1x	7,5x		9,6x			
DOUGLAS HOLDING AG			18,8x	7,8x			
MICHAEL HILL INTL LTD	10,5x	12,8x	18,4x	13,6x			
MICHAELS STORES INC	9,2x	11,7x					
OFFICE DEPOT INC	12,7x	19,8x		17,9x			
PARIS MIKI INC	7,5x	8,1x	15,8x				
WH SMITH PLC	7,1x	10,3x	12,8x	8,8x			
STAPLES INC	9,4x	11,5x	19,7x	14,6x			

Grupo Segur Ibérica



Servicios de Seguridad

Fecha de Inversión Inicial:	Marzo 2004
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Importe de adquisición:	9.500 miles de euros
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	17,82%
Valoración a 31 de Diciembre de 2005 (miles de euros):	11.108

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 17,8%.

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

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

Accionariado:

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

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

EBITDA*	EBIT
7,1x	7,8x

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

Descripción de la compañía

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

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

Dirección de la compañía

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

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

Para la gestión de los negocios de alarmas y sistemas, la empresa cuenta con D. Tomás Agrelo que se incorporó a la compañía en 2000.

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

*Cifras en miles de euros

	Pro Forma 31.12.2003	Pro Forma 31.12.2004	Real 31.12.2005
Ingresos de Explotación	160.052	166.991	186.140
EBITDA	17.575	17.895	17.303
EBIT	16.235	16.543	15.614
BAI ^{(1) (2)}	14.532	14.109	13.746
Beneficio del ejercicio ⁽¹⁾	10.207	10.858	10.273

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

(2) 2004 ajustado incluyendo Intereses de la Deuda de Adquisición de Coranzuli S.L. y excluyendo Gastos de la Transacción

Balance de Situación

*Cifras en miles de euros

ACTIVO	Real	Pro Forma	PASIVO	Real	Pro Forma
	31.12.2005	31.12.2004		31.12.2005	31.12.2004
Inmovilizado	12.403	8.582	Fondos Propios	60.432	56.545
Fondo de Comercio	85.277	90.253	Acreedores a largo plazo	51.938	46.672
Activo Circulante	65.510	48.686	Provisiones Riesgos y Gastos	2.467	
Tesorería	1.243	6.006	Deuda a corto plazo	9.315	3.729
TOTAL ACTIVO	164.433	153.527	Pasivo Circulante	40.281	46.581
			TOTAL PASIVO	164.433	153.527

Descripción del mercado

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

Servicios de vigilancia:

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

Instalación y gestión de alarmas:

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

Instalación de sistemas de seguridad:

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

Evolución durante el 2005

Los ingresos del Grupo Segur Ibérica han tenido un crecimiento cercano al 12%, con el segmento de vigilancia como el principal motor de dicho crecimiento.

La sociedad ha consolidado su posición en los segmentos de alarmas y sistemas, donde ha continuado con niveles de actividad similares a los de ejercicio 2004 y ha entrado en el segmento del control y detección de incendios, donde ha adquirido una sociedad que servirá de plataforma para el desarrollo de una nueva área de expansión, muy complementaria al resto de actividades. La totalidad de la adquisición ha sido financiada mediante deuda financiera.

Durante el ejercicio, tal como estaba previsto, se ha producido la sustitución del equipo directivo, dando entrada a un nuevo equipo liderado por D. Jose Luis Novales, que previamente había sido máximo responsable de Vinsa y uno de los máximos responsables de la seguridad en Telefónica. El proceso transitorio con el nuevo equipo directivo ha supuesto un período de solapamiento de ambos equipos, con el consecuente sobrecoste que no ha sido regularizado a efectos de valoración.

Valoración

Se ha realizado una valoración de 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 62.321 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 11.108 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 103.468 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 18.442 miles de euros.

Debido a la positiva evolución de la compañía, en especial en lo referente a repago de la deuda de adquisición, se ha decidido revalorizar la participación de Dinamia en el Grupo

Segur Ibérica según los múltiplos de compra de la compañía, quedando la participación de Dinamia valorada en 11.108 miles de euros.

Grupo Segur Ibérica

cifras en miles de euros

	Ventas	EBITDA	EBIT	Bº Neto	C-F	Deuda Neta
Resultados a 31.12.2005	186.140	17.303	15.614	10.273	11.962	60.009

1) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPRA

-

	EBITDAx	EBITx	Media	Participación Dinamia
Múltiplos de compra	7,1x	7,8x		17,82%
Valoración	63.305	61.337	62.321	11.108

2) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES

	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF	Media	Ajustado por iliquidez	Participación Dinamia
Valoración según comparables	99.246	135.051	208.220	148.729	147.812	103.468	18.442
						Descuento por iliquidez	30%
Medias	9,2x	12,5x	20,3x	12,4x			
ADECCO SA-REG	10,5x	12,8x	24,5x	19,5x			
AGGREKO PLC	6,4x	12,6x	17,3x				
BUNZL PLC	9,6x	10,7x		10,8x			
MITIE GROUP PLC	8,7x	11,4x	26,4x	15,9x			
RENTOKIL INITIAL PLC	7,6x	12,2x					
SECURITAS AB-B SHS	9,7x	14,0x	16,3x	9,8x			
VEDIOR NV-CVA				10,7x			
PROSEGUR COMP SEGURIDAD-REGD	10,1x		17,8x	8,4x			
RANDSTAD HOLDING NV	12,3x	14,1x	17,1x	14,5x			
GROUP 4 SECURICOR PLC	8,0x	12,1x	22,5x	9,9x			

General de Alquiler de Maquinaria (GAM)



Alquiler de Maquinaria

Fecha de Inversión:	Julio 2003/ Julio 2004
Cantidad invertida:	13.854 miles de euros
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	40,13%
Valoración a 31 de Diciembre de 2005 (miles de euros):	54.616

Resumen de la Transacción:

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

La operación se estructuró con acciones ordinarias y preferentes. Dinamia tomó una participación del 40,3% en el momento de la adquisición. A finales del ejercicio 2004, se dió entrada a nuevos miembros del equipo directivo en el accionariado del Grupo, lo que provocó una ligera dilución de Dinamia, que ahora ostenta un 40,13%. El resto del accionariado lo completan, Nmás1 PEF (40,13%), Cajastur (9,72%) y el Equipo Directivo (10,02%).

El precio de entrada supuso un múltiplo de entrada de 3,7x EV/EBITDA y 9,0x EV/ EBIT sobre cifras del grupo Pro Forma Diciembre 2002.

Descripción de la compañía

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

GAM es hoy el líder indiscutible del mercado del alquiler de maquinaria en la Península Ibérica, con más de 26.000 activos susceptibles de alquiler y 40 bases operativas (diciembre 2005).

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

Dirección de la compañía

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

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

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

*Cifras en miles de euros

	Real* 31.12.2004	Real* 31.12.2005
Ingresos Netos de Explotación	82.975	126.427
EBITDA	34.823	53.008
EBIT	15.289	23.732
Bº antes de impuestos	11.046	18.525
Beneficio del ejercicio	9.620	13.145

* Cifras bajo IFRS, no auditadas y por tanto sujetas a variaciones menores

Balance de Situación

*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	Real* 31.12.2005	Real* 31.12.2004	<u>PASIVO</u>	Real* 31.12.2005	Real* 31.12.2004
Inmovilizado	199.217	136.295	Fondos Propios	63.065	50.123
Activos Intangibles	26.479	20.409	Acreedores a largo plazo	137.571	90.265
Otros Activos a lp	12.738	12.673	Acreedores Comerciales	20.081	15.494
Activo Circulante	84.340	53.896	Otros Pasivos a corto plazo	107.146	71.686
Tesorería	5.089	4.295			
TOTAL ACTIVO	327.863	227.568	TOTAL PASIVO	327.863	227.568

* Cifras bajo IFRS, no auditadas y por tanto sujetas a variaciones menores

Descripción del mercado

El sector del Alquiler de Maquinaria en España se encuentra altamente fragmentado, con más de 1.000 compañías y un valor total de mercado superior a 1.500 millones de euros.

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

La industria ha venido creciendo a ritmos fuertes en los últimos años. El mercado tiene dos grandes motores: la industria de la construcción y la tendencia a la subcontratación (sustitución de la compra de maquinaria por el alquiler por parte de los constructores).

El sector de la construcción en España ha obtenido crecimientos importantes para los años 2000-2004, superiores al 5% de media. El porcentaje de penetración del alquiler de maquinaria en España es aún muy inferior al de otros países europeos (en Gran Bretaña es del 80%), con lo que se estima que parte del crecimiento de mercado ha de venir por esta vía.

Evolución durante el 2005

GAM ha conseguido superar en ventas la previsión realizada por el equipo directivo a mitad de año.

Los principales pilares de este crecimiento durante 2005 han sido:

- Niveles de ocupación elevados, en el entorno del 75%.
- Incremento del parque de maquinaria desde las aproximadamente 16.000 unidades que componían el parque a finales del año 2004 hasta las más de 26.000 unidades en diciembre 2005.
- Apertura de 10 nuevas delegaciones.
- Adquisición de J. Crespo (Los estados financieros recogen 8 meses de operación de la compañía adquirida).

En paralelo, se ha puesto en marcha un plan para la diversificación de los ingresos, con el objetivo de disminuir el peso de la construcción en el total de ventas (actualmente superior a dos tercios de la facturación total) hacia otros segmentos: industrial, energía, eventos y agricultura.

GAM opera hoy como una compañía en toda la Península Ibérica, con una imagen de marca única, sólida y que transmite fiabilidad entre sus clientes, lo que la posiciona como el referente en el sector.

Aunque en gran medida el proceso de consolidación por el que se desarrolló el proyecto se ha completado, se pueden producir, selectivamente y con el objetivo de aprovechar complementariedad geográfica o intensificar la presencia en alguna zona geográfica, determinadas adquisiciones de compañías del sector.

Valoración

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

- Comparación con múltiplos de otras empresas del sector europeas, aplicándose un descuento del 30% por iliquidez, con la que se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 140.875 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 54.616 miles de euros.

Como consecuencia de la magnífica evolución de la compañía durante el ejercicio, se ha decidido revalorizar la participación de Dinamia en GAM. De acuerdo con los múltiplos de mercado, se fija el valor de la compañía en 140.875 miles de euros, con lo que la **participación de Dinamia queda valorada en 54.616 miles de euros.**

Grupo GAM

cifras en miles de euros

	Ventas	EBITDA	EBIT	B° Neto	C-F	Deuda Neta*
Resultados a 31.12.2005	126.427	53.008	23.732	13.145	42.421	156.365

* Calculada como el promedio entre la deuda de Dic -04 y Dic -05. Excluyendo Factoring en balance e incluyendo credito a cuenta con Hacienda Pública por importe de € 1,75 millones

VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES

	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF	Ajustado por iliquidez		Participación Dinamia	
					Media			38,77%
Valoración según comparables	173.012	162.971	195.762	273.254	201.250	140.875	54.616	
					Descuento por iliquidez		30%	
Medias	6,2x	13,5x	14,9x	6,4x				
VP PLC	5,7x	12,6x	15,1x	6,0x				
SPEEDY HIRE PLC	6,6x	12,9x	13,6x	6,1x				
LAVENDON GROUP PLC	4,9x							
ASHTREAD GROUP PLC	7,5x			6,4x				
UNITED RENTALS INC	6,6x	14,9x						
RAMIRENT	7,6x	14,4x	16,7x	7,3x				
NORTHGATE	4,5x	12,5x	14,1x					

High Tech Hoteles



Gestión de una cadena de hoteles

Fecha de Inversión:	Enero 2003 / Enero 2004/ Octubre 2005
Cantidad invertida:	12.000 miles de euros
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	44,54%
Valoración a 31 de Diciembre de 2005 (miles de euros):	16.764

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. La participación final de Dinamia en el capital social de High Tech es de 44,54%.

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

La inversión acometida en la compañía hasta la entrada de Dinamia ascendía a unos 12 millones de euros (9 millones aportados por el anterior socio financiero y unos 3 millones aportados por el equipo directivo⁴)

Descripción de la compañía

High Tech Hotels & Resorts SA, es una cadena hotelera centrada en el segmento de tres estrellas y tres plus, enfocada a clientes de negocios y turísticos de ciudad. En este momento tiene 29 hoteles contratados, ubicados principalmente en Madrid (19 de ellos) y en las principales capitales de provincia. 20 de estos hoteles se encuentran operativos y el resto se irán abriendo una vez vayan 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 operativos⁵.

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

⁴ 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)

⁵ 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

Dirección de la compañía

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

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

*Cifras en miles de euros

	Auditoría 31.12.2003	Auditoría ¹ 31.12.2004	Real 31.12.2005	Pro Forma ² 31.12.2005
Ingresos de Explotación	11.026	16.676	26.525	33.943
EBITDA	716	2.372	6.805	8.664
EBIT	(1.796)	(1.492)	(1.655)	N.D.
B° antes de impuestos	(1.949)	(1.787)	(2.422)	N.D.
Beneficio del ejercicio	(1.949)	(1.783)	(2.422)	N.D.

(1) No incluye provisión dotada para cubrir la baja de inmovilizado derivada del abandono de High Tech France por importe de € 761 miles de euros

(2) Pro Forma 2005 calculado por Deloitte suponiendo que todos los hoteles operativos han estado abiertos al público desde el primer día del ejercicio

Balance de Situación

*Cifras en miles de euros

ACTIVO	Real	Auditoría	PASIVO	Real	Auditoría
	31.12.2005	31.12.2004		31.12.2005	31.12.2004
Inmovilizado	53.873	29.394	Fondos Propios	15.039	15.996
Activo Circulante	11.302	6.310	Provisiones	405	181
Tesorería	794	1.869	Acreedores largo plazo	14.320	4.132
TOTAL ACTIVO	65.969	37.572	Pasivo Circulante	36.204	17.263
			TOTAL PASIVO	65.969	37.572

Descripción del mercado

El sector hotelero de tres estrellas 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 2005

Durante el 2005 se firmaron 8 nuevos contratos en Madrid (Jorge Juan, Posada del Peine, Alfonso XII, Tres Cruces, Plaza del Carmen, San Bernardo, Caracas y Alcalá Torre) y uno en Málaga (Calle Larios), llevando la cartera de hoteles totales hasta 29, en línea con el plan de negocio inicial.

Los hoteles operativos están funcionando por encima de presupuesto, a pesar de que el mercado no muestra una clara recuperación. Por su parte, la ocupación media del ejercicio de toda la cadena ha sido superior al 75%, por encima de la mayoría de los competidores en el mercado.

El presupuesto para el ejercicio ha sido claramente superado, gracias a la buena evolución y a la apertura de hoteles no presupuestados. La mayoría de los hoteles están cumpliendo sus plazos de maduración según lo inicialmente proyectado por la compañía.

Valoración

Se ha realizado una valoración del Grupo High Tech teniendo en cuenta los siguientes criterios:

- Se han utilizado para la valoración las cifras Pro Forma calculadas por Deloitte y que suponen que la totalidad de hoteles operativos a 31.12.2005 hubieran estado abiertos al público todo el año. De la misma forma, de cara a la valoración, se ha considerado como deuda financiera a los Proveedores de Inmovilizado.
- 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 40.960 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 16.764 miles de euros.

Como consecuencia de la buena evolución de la compañía durante el ejercicio, se ha decidido revalorizar la participación de Dinamia en High Tech. Así, y de acuerdo con los múltiplos de mercado, se fija el valor de la compañía en 40.960 miles de euros, con lo que la **participación de Dinamia queda valorada en 16.764 miles de euros.**

Grupo High Tech

cifras en miles de euros

	<u>Ventas</u>	<u>EBITDA</u>	<u>Deuda Neta</u>
Resultados pro-forma a 31.12.2005	33.943	8.664	37.895

VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES					
	<u>EV/EBITDA</u>	Ajustado		Participación	
		Media	por iliquidez	Dinamia	40,93%
Valoración según comparables	58.515	58.515	40.960	16.764	
			Descuento por iliquidez	30%	
	<u>EV/EBITDA</u>				
Medias	11,1x				
ACCOR SA	9,7x				
SOL MELIA SA	14,3x				
NH HOTELES SA	13,0x				
WHITBREAD PLC	6,6x				
DE VERE GROUP PLC	7,4x				
HILTON HOTELS CORP	11,5x				
STARWOOD HOTELS & RESORTS	15,6x				
FELCOR LODGING TRUST INC	11,0x				

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
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	7,06%
Valoración a 31 de Diciembre de 2005 (miles de euros):	1.470

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 este 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 2005.

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

*Cifras en miles de euros

	Auditoría 31.12.2004	Real* 31.12.2005
Ingresos de Explotación	8.988	9.481
EBITDA	2.055	3.041
EBIT	714	2.146
Bº antes de impuestos	702	2.063
Beneficio del ejercicio	702	2.063

* 2005 No incluye resultados extraordinarios negativos por importe de € 493 miles

Balance de Situación

*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	Real 31.12.2005	Auditoría 31.12.2004	<u>PASIVO</u>	Real 31.12.2005	Auditoría 31.12.2004
Inmovilizado	3.512	3.946	Fondos Propios	4.468	2.899
Activo Circulante	4.290	3.570	Deuda largo plazo	1.653	3.018
Tesorería	1.289	1.290	Deuda corto plazo	1.758	448
TOTAL ACTIVO	9.090	8.806	Pasivo Circulante	1.211	2.441
			TOTAL PASIVO	9.090	8.806

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 permite 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 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 la telecomunicaciones y la tecnología se ha caracterizado por un mayor dinamismo y una mayor voluntad de inversión en tecnología por parte de las empresas que operan en España grandes centros de atención telefónica a clientes.

Evolución durante el 2005

En el ejercicio 2005 la compañía ha tenido una evolución satisfactoria del negocio. Por el lado de las ventas, la compañía ha alcanzado los objetivos marcados en el presupuesto con una desviación positiva de los ingresos por servicios y desarrollo de aplicaciones en formato ASP (que tienen una mayor recurrencia y mejor margen) y que ha compensado la menor venta de licencias sobre las previstas en el presupuesto. En cuanto al EBITDA se han logrado los objetivos fijados alcanzando esta partida un incremento del 50% sobre el año 2004. El beneficio del ejercicio 2005 por su parte muestra un crecimiento de más del doble sobre el año 2004.

La actividad del negocio ha estado marcada en 2005 por una fuerte actividad comercial, en especial entre clientes del sector de las telecomunicaciones. Además se ha ampliado significativamente la demanda de nuevos desarrollos y aplicaciones para clientes existentes. La compañía está recibiendo peticiones de servicio en otros países en Europa para nuevos clientes y para clientes actuales telco.

Sin embargo, es la convergencia multimedia en la que se ha realizado un mayor esfuerzo de inversión durante el ejercicio. Para anticiparse a la nueva generación de aplicaciones en las que convergerán las tecnologías de voz con las de audio y video, la compañía ha adaptado su plataforma People Base y ha iniciado el desarrollo de nuevas aplicaciones multimedia para telefonía móvil. A finales de 2005 se había comercializado con éxito la primera de estas aplicaciones a la vez que se han recibido encargos para desarrollar nuevos servicios.

En cuanto al ejercicio 2006, las previsiones son favorables y se ha previsto alcanzar un EBITDA en el entorno de los 4 millones de euros.

Valoración

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

Grupo Undesa



Desarrollo, producción y comercialización de productos oleoquímicos

Fecha de Inversión:	Julio 2000
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Importe de adquisición:	10.217 miles de euros
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.⁶:	49,09%
Valoración a 31 de Diciembre de 2005 (miles de euros):	10.903

Resumen de la Transacción:

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

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

- Fondos gestionados por Corpfín 27,7%
- Fondos gestionados por Espiga 18,8%
- Equipo directivo 4,4%

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

EBITDA*	EBIT
4,2x	6,3x

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

Descripción de la compañía

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

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

⁶ Ajustado por autocartera

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

Dirección de la compañía

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

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

	Auditoría 31.12.2003	Auditoría 31.12.2004	Auditoría 31.12.2005
Ingresos de Explotación	83.029	82.039	78.426
EBITDA	9.629	4.560	5.283
EBIT	6.035	832	1.448
Bº antes de impuestos	5.384	696	1.129
Beneficio del ejercicio	3.290	434	728

Las cuentas no incluyen amortización del Fondo de Comercio ni resultados extraordinarios.

Balance de Situación

**Cifras en miles de euros*

<u>ACTIVO</u>	Auditoría 31.12.2005	Auditoría 31.12.2004	<u>PASIVO</u>	Auditoría 31.12.2005	Auditoría 31.12.2004
Acciones Propias	1.485	1.485	Fondos Propios	25.186	30.149
Inmovilizado	21.502	23.945	Fondo de Pensiones	1.295	1.482
Activo Circulante	27.578	29.771	Acreedores a largo plazo	246	246
Tesorería	338	604	Deuda a corto plazo	4.832	2.930
TOTAL ACTIVO	50.902	55.804	Pasivo Circulante	19.344	20.997
			TOTAL PASIVO	50.902	55.804

Descripción del mercado

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

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

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

Evolución durante el 2005

Las condiciones de mercado han sido muy complicadas durante todo el 2005, con una demanda que ha continuado mostrándose débil y que ha llevado una disminución en el volumen total de toneladas vendidas respecto el año anterior. Por otro lado, la presión sobre los precios de la glicerina ha obligado a asumir la ausencia de beneficios en su venta. Con todo, la evolución de la compañía durante el 2005 ha estado en línea con lo esperado.

Los márgenes brutos han mejorado según avanzaba el año, si bien, toda vez que la mejoría se ha comenzado a sentir a partir del mes de abril, ha sido en la segunda mitad del año donde se ha podido observar de manera más clara este incremento en los márgenes.

La mejora en márgenes se ha debido al buen comportamiento de los precios de las materias primas, que han experimentado un estancamiento e incluso, en algunos casos determinados, leves bajadas, a la mejora en los procesos productivos, que ha generado una reducción en las mermas, y a un mix de ventas más favorable. La compañía ha seguido mejorando su eficacia y ha logrado reducir, asimismo, sus costes fijos.

En estas circunstancias, la compañía ha alcanzado unas ventas anuales de 78,5 millones de euros y un cash-flow operativo (Ebitda) de 5,5 millones de euros.

Por otro lado, y durante el 2005, Dinamia ha recibido un dividendo de la compañía por un valor de 2.872 miles de euros.

Valoración

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

- Según los múltiplos de compra de la compañía, se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 17.402 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 8.289 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 24.481 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 11.512 miles de euros.

Los dos métodos utilizados arrojan una valoración media cercana a la valoración del informe del ejercicio anterior, por lo que se mantiene la valoración anterior, **quedando la participación de Dinamia valorada en 10.903 miles de euros.**

Grupo Undesa

cifras en miles de euros

	Ventas	EBITDA	EBIT	B° Neto	C-F	Deuda Neta
Resultados a 31.12.2005	78.426	5.283	1.448	728	4.563	4.740

1) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPRA

	EBITDAx	Media	Participación Dinamia
Múltiplos de compra	4,2x		47,63%
Valoración	17.402	17.402	8.289

2) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES

	EV/EBITDA	P/CF	Media	Ajustado por iliquidez	Participación Dinamia	
Valoración según comparables	34.245	35.816	35.031	24.521	11.530	47,02%
						Descuento por iliquidez 30%
Medias	7,4x	7,8x				
DEGUSSA AG			6,4x			
CIBA SPECIALTY CHEMICALS-REG			8,0x			
CLARIANT AG-REG			6,8x	8,2x		
CRODA INTERNATIONAL PLC			8,3x	10,6x		
SOLVAY SA			7,6x	6,1x		
KONINKLIJKE DSM NV			7,1x	6,5x		

Net TV



Televisión digital terrestre en abierto

Fecha de Inversión:	Junio 2000
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Importe de adquisición:	225 miles de euros
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	2,29%
Valoración a 31 de Diciembre de 2005 (miles de euros):	140

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.

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

➤ Pantalla Digital ⁷	60,44%
➤ Europroducciones	9,84%
➤ Otros	27,43%

Descripción de la compañía

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

Valoración

Dado su carácter de start-up y el no haber comenzado apenas aún sus operaciones, y siguiendo las directrices de la EVCA, se mantiene su valoración a coste, esto es, una **valoración de la participación de Dinamia de 140 miles de euros.**

⁷ Participado mayoritariamente por el Grupo Vocento

Industrias Anayak, S.A.



Diseño, fabricación y comercialización de máquinas-herramienta

Fecha de Inversión:	Septiembre 1999
Cantidad invertida:	7.033 miles de euros
Fecha cierre de contabilidad:	31 de Diciembre
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	63,06%
Valoración a 31 de Diciembre de 2005 (miles de euros):	7.033

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.

El resto del accionariado se reparte de la forma siguiente:

- Equipo directivo 36,94%

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

EBITDA*	EBIT	B° Neto
4,4x	6,3x	7,5x

*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.

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 17,86% del capital de la sociedad resultante. A la fecha de emisión de este informe, se ha completado en su totalidad esta operación, por lo que Dinamia es ya titular de acciones cotizadas de Nicolás Correa.

Descripción de la compañía

Anayak se dedica al diseño, fabricación y comercialización de máquinas-herramienta de tamaño mediano-grande (fresadoras y centros de mecanizado). El tamaño de la fresadora va directamente relacionado con la complejidad de la misma: a mayor tamaño, mayor complejidad y valor añadido de la misma y, lógicamente, mayores márgenes. De hecho, las máquinas más pequeñas provenientes de Oriente han tomado una parte del mercado europeo, dedicándose a las máquinas más pequeñas y menos sofisticadas, debido a los

bajos costes de los países orientales, ya que por su simplicidad son capaces de fabricar las máquinas en serie. Por ello, ahora mismo en Europa se tiende a fabricar máquinas mayores, a las que, por su complejidad, se les puede añadir mayor valor y en las que el servicio técnico es fundamental; y a las cuales resulta complicado integrarlas en una producción en serie.

Las máquinas se adaptan a las especificaciones de cada cliente, e incluso las comercializadas sufren modificaciones para satisfacer las necesidades específicas de cada comprador. Las fresadoras de Anayak incluyen la tecnología más avanzada en sus cabezales, lo que le permite trabajar en cinco ejes, esto es, son capaces de producir elementos esféricos y otras formas geométricas complejas. Por otra parte, dos características esenciales diferencian a las máquinas de Anayak con respecto a los competidores: el cabezal rígido y las cinco vías (en lugar de tres) sobre las que reposa y se desliza la máquina. Estas dos características, además de garantizar una mayor durabilidad de la máquina, minimizan las vibraciones cuando la máquina está funcionando, con lo que el riesgo de que las vibraciones afecten a la pieza que se está fresando es mucho menor, además de permitir el fresado a alta velocidad.

Dirección de la compañía

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

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

*Cifras en miles de euros

	Auditoría 31.12.2003	Auditoría 31.12.2004	Real 31.12.2005
Ingresos de Explotación	16.554	17.576	26.702
EBITDA	(1.366)	(1.535)	274
EBIT	(2.226)	(2.323)	(475)
Bº antes de impuestos	(2.287)	(2.162)	(700)
Beneficio del ejercicio	(1.395)	(1.307)	(700)

Balance de Situación

*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	Real 31.12.2005	Auditoría 31.12.2004	<u>PASIVO</u>	Real 31.12.2005	Auditoría 31.12.2004
Inmovilizado	6.706	6.696	Fondos Propios	6.572	7.265
Activo Circulante	13.064	11.452	Acreedores a largo plazo	2.207	2.139
Tesorería	891	607	Deuda a corto plazo	2.830	1.372
TOTAL ACTIVO	20.661	18.755	Pasivo Circulante	9.052	7.979
			TOTAL PASIVO	20.661	18.755

Evolución durante el 2005

El año 2005 ha comenzado a dar signos de recuperación en la demanda de máquina-herramienta. Gracias a la buena posición competitiva de Anayak, la compañía se ha beneficiado de la incipiente recuperación del mercado, con una captación de pedidos y crecimiento de ventas superiores a los del mercado. De esta manera, la cifra de ventas ha crecido un 42,6%, volviendo a los números negros a nivel EBITDA.

Valoración

Tras la fusión de Anayak y Nicolás Correa, Dinamia quedó en posesión de 2.241.913 acciones, representando un 17,86% del capital total. A 31 de diciembre de 2005, la acción de Nicolás Correa cotizó a 4,63€, valor que se redujo en un 20% el pasado 28 de Febrero, en virtud de la escisión de activos considerados no estratégicos. La acción de Nicolás Correa quedó valorada así, post-escisión, en 3,70€. Consecuentemente, la participación de Dinamia resultante quedó valorada en 8.304 miles de euros. Siguiendo las directrices de la EVCA, este valor debería reducirse a su vez en un 20% adicional, por motivos de falta de liquidez. La valoración final de la participación de Dinamia quedaría, así, en 6.643 miles de euros.

Cotización NEA a 31.12.05	€4,63
Descuento por escisión activos no estratégicos	-20%
Cotización NEA a 31.12.05 ajustada por escisión	€3,70
Nº acciones de Dinamia en NEA	2.241.913
Valoración de mercado de acciones de Dinamia (miles de euros)	8.304
Descuento por iliquidez	-20%
Valoración acciones de Dinamia (miles de euros)	6.643

Este resultado representa una disminución de 390 miles de euros respecto del coste de adquisición (7.033 miles de euros). No obstante, se mantiene la valoración anterior, a coste de adquisición, debido principalmente a que la diferencia no es significativa y a que la evolución de la cotización ha sido positiva hasta la fecha de emisión del presente informe.

De esta manera, se mantiene **la participación de Dinamia, valorada a coste de adquisición, en 7.033 miles de euros.**

Arco Bodegas Unidas



Bodegas de vino

Fecha de Inversión:	Marzo 1999
Cantidad inicial invertida:	5.457 miles de euros
Ampliación de Capital Marzo 2001	12.020 miles de euros
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	8,36%
Valoración a 31 de Diciembre de 2005 (miles de euros):	18.040

Resumen de la Transacción:

En marzo de 1999, Arco Bodegas Unidas (antiguo Grupo Berberana) reorganizó su accionariado con la compra a NH Hoteles (antigua Cofir) del 56% de su capital por parte de diversos socios, entre los que se encontraba Dinamia. En marzo de 2000, se acometió una ampliación de 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	B° Neto
10,9x	12,3x	16,0x

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

Descripción de la compañía

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

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

Dirección de la compañía

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

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

*Cifras en miles de euros

	Auditoría 31.12.2003	Auditoría 31.12.2004	Real 31.12.2005
Ingresos de Explotación	183.705	189.250	175.590
EBITDA	19.546	22.558	21.137
EBIT	16.238	18.590	16.882
Bº antes de impuestos	15.807	17.963	16.297
Beneficio del ejercicio	12.671	13.384	13.539

Balance de Situación

*Cifras en miles de euros

ACTIVO	Real	Auditoría	PASIVO	Real	Auditoría
	31.12.2005	31.12.2004		31.12.2005	31.12.2004
Inmovilizado	83.223	76.352	F. Propios	107.969	92.997
Fondo de comercio	1.436	0	Socios Externos	510	10.554
Activo Circulante	98.670	97.302	Deuda a largo plazo	38.195	19.613
Tesorería	2.963	2.332	Deuda a corto plazo	9.406	19.752
TOTAL ACTIVO	186.292	175.986	Pasivo Circulante	30.214	33.070
			TOTAL PASIVO	186.292	175.986

Evolución durante el 2005

La evolución de la actividad de Arco en año 2005 ha sido satisfactoria ya que ha conseguido paliar la caída en ventas con un mantenimiento de márgenes operativos gracias al esfuerzo en comercializar las ventas de las marcas de mayor valor añadido.

Este hecho unido a una gestión orientada al control de gastos en la compañía ha permitido que el Beneficio Neto del ejercicio se mantenga en valor absoluto y aumente en porcentaje sobre ventas.

Para el año 2006 se espera que se consoliden las inversiones efectuadas tanto en el terreno productivo como en el comercial, además de intentar consolidar la comercialización internacional.

Valoración

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

- Según los múltiplos de compra de la compañía, se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 210.063 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 17.563 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 208.803 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia de 17.458 miles de euros.

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

Arco Bodegas Unidas, S.A.

cifras en miles de euros

	Ventas	EBITDA	EBIT	B° Neto	C-F	Deuda Neta*
Resultados a 31.12.2005	175.590	21.137	16.882	13.539	17.794	27.241

* Incluye deuda L/P con directivos y empleados

1) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPRA

	EBITDAx	EBITx	P/E	P/CF	Media	Participación* Dinamia
Múltiplos de compra	10,9x	12,3x	16,0x	13,5x		8,36%
Valoración	202.623	180.964	216.761	239.901	210.063	17.563

*Ajustada por autocartera

2) VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES

	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF	Media	Ajustado por iliquidez	Participación* Dinamia
Valoración según comparables	312.774	285.543	284.638	310.204	298.290	208.803	17.458
						Descuento por iliquidez	30%
Medias	16,1x	18,5x	21,0x	17,4x			
BARON DE LEY		12,8x	14,8x	10,4x			
BELVEDERE SA	17,2x	24,8x		29,8x			
BROWN-FORMAN CORP -CL A	16,7x	18,8x	27,0x	22,8x			
BODEGAS RIOJANAS SA	21,3x		13,9x	10,6x			
VINA CONCHA Y TORO S.A.	14,4x	17,9x	22,6x	16,7x			
CIA VINICOLA DEL NORTE DE ES	14,7x	22,4x	26,9x	15,9x			
VINCOR INTERNATIONAL INC	12,3x	14,5x	21,0x	15,8x			

*Ajustada por autocartera

Glowtrail Limited



CAPITAL SAFETY GROUP LIMITED

Fabricación de equipos de seguridad para el trabajo

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

Resumen de la Transacción:

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

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

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

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

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

EBITDA*	EBIT
8,11x	8,73x

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

Descripción de la compañía

CSG es líder mundial en la fabricación y venta de equipos de seguridad para evitar los accidentes laborales. CSG comercializa una amplia gama de productos orientados a la seguridad personal del trabajador: arneses, cinturones, acoladores, mallas, y otros diseños

que incluyen sistemas de seguridad a medida. Dentro de su estrategia está el desarrollo de nuevos productos mediante iniciativa propia o mediante la adquisición de compañías del sector, sobre todo en países europeos (Suecia, Alemania, Suiza).

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

Dirección de la compañía

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

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

*Cifras en miles de euros

	9 meses Real*	9 meses Real*	9 meses Pres*	12 meses Auditoría	12 meses Auditoría	12 meses Previsión
	31.12.2004	31.12.2005	31.12.2005	31.03.2004	31.03.2005	31.03.2006
Ingresos de Explotación	78.938	87.394	85.151	100.347	111.668	115.606
EBITDA	14.464	17.975	17.513	19.279	21.401	24.843
EBIT	13.321	16.625	16.130	17.719	19.889	22.821
Bº antes de impuestos	8.465	10.204	9.456	11.121	13.756	16.051
Beneficio del ejercicio	4.464	6.298	5.563	7.035	7.627	11.649

*No se incluye fondo de comercio y gastos de reestructuración no recurrentes

Balance de Situación

*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	Real	Auditoría	<u>PASIVO</u>	Real	Auditoría
	31.12.2005	31.03.2005		31.12.2005	31.03.2005
Inmovilizado	34.080	25.749	Fondos Propios	29.286	85.012
F. de Comercio	121.287	121.240	Crédito Accionistas	0	53.393
Activo Circulante	41.236	39.441	Acreedores a largo plazo	147.362	28.351
Tesorería	4.944	3.838	Deuda a corto plazo	0	16
TOTAL ACTIVO	201.547	190.268	Pasivo Circulante	24.899	23.496
			TOTAL PASIVO	201.547	190.268

Descripción del mercado

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

Evolución durante el 2005

La reestructuración acometida en el ejercicio anterior, que supuso el cierre de dos plantas productivas y el rediseño de la estructura comercial en EEUU, se ha visto reflejada en un importante crecimiento de ventas y beneficio operativo para el ejercicio cerrado el pasado 31 de marzo de 2005. Las ventas crecieron por encima del 20% y el beneficio operativo por encima del 12%.

Tras 9 meses de actividad, las cifras a diciembre son esperanzadoras, y el exigente presupuesto está al alcance. El beneficio operativo a diciembre de 2005 ha sido un 23% superior a del año anterior y un 3% superior al presupuesto.

Valoración

Se ha realizado una valoración de Glowtrail Limited siguiendo el siguiente criterio:

- Comparación con múltiplos de otras empresas del sector europeas, aplicándose un descuento del 30% por iliquidez, con la que se obtiene una valoración de los fondos propios de la compañía de 94.587 miles de euros, lo que supone una valoración de la participación de Dinamia en capital de 7.718 miles de euros.

Siguiendo las directrices de la EVCA, y como no ha pasado un año desde la inversión en Glowtrail Limited, se mantiene su valoración a coste, esto es, una **valoración de la participación de Dinamia de 2.457 miles de euros.**

Capital Safety Group

cifras en miles de euros

	Ventas	EBITDA	EBIT	B° Neto	C-F	Deuda Neta
Resultados estimados a 31.03.2006	115.606	24.843	22.821	11.649	13.671	142.418

VALORACIÓN SEGÚN MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES							
	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/CF	Media	Ajustado por iliquidez	Participación Dinamia 8,16%
Valoración según comparables	75.990	169.459	157.385	137.661	135.124	94.587	7.718
						Descuento por iliquidez	30%
Medias	8,8x	13,7x	13,5x	10,1x			
WMH WALTER MEIER AG-REG A	6,5x	14,4x					
CARDO AB	10,8x	19,3x		13,6x			
UPONOR OYJ	8,8x	14,2x	16,2x	9,5x			
ULTRAFRAME PLC		15,0x					
DECEUNINCK NV	10,3x			9,8x			
SIG PLC	6,6x	7,9x	9,8x	7,7x			
LATCHWAYS PLC	10,4x	11,9x	16,4x	13,6x			
BACOU DALLOZ	8,1x	13,0x	11,7x	6,3x			

Deutsche Woolworth



Cadena de grandes almacenes en Alemania y Austria

Deutsche Woolworth:

Fecha de Inversión:	Diciembre 1998
Cantidad invertida:	4.309 miles de euros
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	6,61%
➤ DWW Deutsche Woolworth Holdings GmbH	6,52%
➤ DWW Beteiligungs GMBH	7,35%
Valoración a 31 de Diciembre de 2005 (miles de euros):	-

Forthpanel Limited:

Fecha de Inversión:	Mayo 2003
Cantidad invertida:	1.000 miles de euros
Fecha cierre de contabilidad:	31 Diciembre
Participación de Dinamia Capital Privado, S.C.R.:	5,00%
Valoración a 31 de Diciembre de 2005 (miles de euros):	1.000

Resumen de la Transacción:

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

- Fondos gestionados por Electra y otros 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*	Real*
	31.12.2004	31.12.2005
Ingresos de Explotación	884.506	838.361
EBITDA	26.801	(2.000)
EBIT	(7.087)	(32.775)
Bº antes de impuestos	(29.914)	(53.281)
Beneficio del ejercicio	(16.120)	(52.407)

* Cifras bajo IFRS

Balance de Situación

*Cifras en miles de euros

<u>ACTIVO</u>	Real*	Real*	<u>PASIVO</u>	Real*	Real*
	31.12.2005	31.12.2004		31.12.2005	31.12.2004
Inmovilizado	452.646	475.288	Fondos Propios	77.421	130.108
Activo Circulante	116.037	158.535	Fondo de Pensiones	206.871	204.729
Tesorería	53.463	90.201	Deuda bancaria	204.907	246.156
TOTAL ACTIVO	622.146	724.023	Pasivo Circulante	132.946	143.030
			TOTAL PASIVO	622.146	724.023

* Cifras bajo IFRS

Evolución durante el 2005

El mercado del retail en Alemania sigue en recesión y sin visos de mejorar en el corto plazo. La medidas de reducción de costes y circulante parecen haber tocado techo, por lo que la compañía no ha podido conseguir las cifras del presupuesto, incurriendo en severas pérdidas.

En este contexto, la compañía está reestructurando sus operaciones a la espera de una recuperación de la demanda. En este sentido, está reformulando toda su política de compras y aprovisionamientos, junto con un profundo rediseño de su gama de productos y de los puntos de venta.

Valoración

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

Anexo

Revisión de la valoración realizada por el gestor

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

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

31 de marzo de 2006

Estimados Sres.:

De acuerdo con su solicitud de fecha 13 de marzo de 2006, que se adjunta como Anexo I, hemos revisado las valoraciones de la cartera de participaciones y préstamos participativos de Dinamia Capital Privado, S.C.R., S.A. (en adelante, "Dinamia") al 31 de diciembre de 2005, elaboradas por los Administradores de Nmás1 Capital Privado S.G.E.C.R., S.A. (en adelante, la "Sociedad Gestora"), en virtud de lo establecido en el punto 5.2 del contrato de gestión firmado entre ambas sociedades con fecha 29 de junio de 2000. Dichas valoraciones se incluyen en el Anexo I.

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

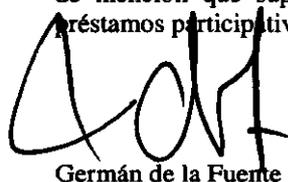
Nuestro trabajo ha consistido en comprobar que las valoraciones realizadas por la Sociedad Gestora de las participaciones y créditos que constituyen la cartera de inversión de Dinamia al 31 de diciembre de 2005, se han realizado según los criterios que han sido proporcionados por los Administradores de la Sociedad Gestora, aplicados tal y como se detalla en el párrafo anterior, bajo su responsabilidad. Adicionalmente, hemos revisado los cálculos matemáticos realizados, así como la periodificación de los intereses devengados y pendientes de cobro de los préstamos participativos concedidos a las sociedades participadas.

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

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

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

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



Germán de la Fuente

ANEXO 1

Solicitud de fecha 13 de marzo de 2006

Nmás1

Capital Privado

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

A la atención de D. Germán de la Fuente

Madrid, 13 de marzo de 2006

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 comparables¹.
- Valoración aplicando los múltiplos de adquisición originales por parte de Dinamia a los últimos resultados de las compañías.

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

sociedad gestora de

DINAMIA

Padilla, 17
28006 Madrid

Teléfono 91 745 84 48
Fax 91 431 64 60

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

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

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

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

De acuerdo con estos criterios, NMÁS1 CAPITAL PRIVADO valora las participaciones y créditos participativos y otros créditos concedidos a las sociedades participadas que integran su activo a 31 de diciembre de 2005 de acuerdo con el siguiente cuadro:

sociedad gestora de

DINAMIA

Padilla, 17
28006 Madrid

Teléfono 91 745 84 48
Fax 91 431 64 60

a) Acciones

Sociedad participada	Miles de euros	Valor de la
	Participación de Dinamia (8)	Participación de Dinamia
Deutsche Woolworth (1)	6,61%	-
Forthpanel Limited	5,00%	1.000
Arco Bodegas Unidas, S.A.	8,36%	18.040
Industrias Anayak (2)	63,06%	7.033
Soc. Gest. de Televisión NetTV, S.A.	2,29%	140
Unión Deriván S.A. (Grupo Undesa)	49,09%	10.903
Ydilo Advanced Solutions, S.A. (3)	7,06%	1.470
High Tech Hotels & Resorts, S.A.	44,54%	16.764
General de Alquiler de Maquinaria, S.L. (GAM)	40,13%	54.616
Grupo Segur Ibérica S.A.	17,82%	11.108
The Beauty Bell Chain, S.L. (Bodybell)	27,64%	5.375
Emfasis Billing & Marketing Services, S.L.	46,41%	3.881
Atecsa (4)	50,00%	7.125
Holmes Place (5)	20,61%	1.814
Grupo Cristher (6)	47,16%	4.209
Capital Safety Group (7)	8,16%	2.457
TOTAL		145.936

- (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) Tras la fusión de Industrias Anayak, S.A. y Nicolás Correa, S.A., Dinamia mantiene la valoración de su participación en la compañía cotizada resultante de la fusión a coste de adquisición de su inversión original en Industrias Anayak, S.A.
- (3) Anteriormente denominada People Communications, S.A.
- (4) Dinamia participa en Atecsa a través del vehículo Cusdritejos, S.L.
- (5) Dinamia participa en Holmes Place a través del vehículo Colegiata Invest, S.L.
- (6) Dinamia participa en el Grupo Cristher a través del vehículo Deimoral Inversiones 2005, S.L.
- (7) En octubre de 2005, Dinamia vendió a Glowtrail Limited la totalidad de su inversión en Capital Safety Group Limited, procediendo posteriormente a la suscripción de la ampliación de capital de ésta por importe de 2,5 millones de euros. Dinamia ha considerado esta adquisición como una nueva inversión, por lo que la valora al coste.
- (8) Ajustado, en su caso, por autocartera

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:

Nmás1

Capital Privado

Miles de Euros

Sociedad Participada	Intereses		Total
	Principal	Devengados	
The Beauty Bell Chain, S.L. (Bodybell)	16.125	1.290	17.415
Enfasis Billing & Marketing Services, S.L.	4.181	292	4.473
Holmes Place	7.256	477	7.733
Grupo Cristher	7.816	210	8.026
Total créditos a participadas	35.379	2.269	37.648

Atentamente,

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

sociedad gestora de

DINAMIA

Padilla, 17
28006 Madrid

Teléfono 91 745 84 48
Fax 91 431 64 60