

D. Antón Pradera  
**Instituto Sectorial de Promoción  
 y Gestión de Empresas, S.A.**  
 Alameda Mazarredo, 69  
 49009 Bilbao

Madrid, 30 de junio de 2010

Estimados Señores:

Nos referimos al informe de valoración emitido por Nmás1 Corporate Finance, S.A. ("N+1") el 25 de junio de 2010 (en adelante "el Informe") en virtud del mandato de asesoramiento financiero de 23 de junio de 2010, suscrito entre Instituto Sectorial de Promoción y Gestión de Empresas, S.A. (en adelante "INSSEC" o "el Mandante") y N+1, relativo a la valoración de una parte de las sociedades participadas por la filial de INSSEC, Global Dominion Access, S.A. (en adelante "Dominion Azul" ó la "Compañía").

De conformidad con la documentación e información transmitida por el Mandante a N+1, ésta concluyó en el Informe de fecha 25 de junio que el rango de valoración en términos de Enterprise Value de Dominion Azul se situaba entre €50,9mn y €58,6mn.

Con posterioridad a la fecha de emisión del citado Informe, se nos ha facilitado información adicional en relación con determinadas partidas del balance de Dominion Azul que difieren de la inicialmente aportada, según se recoge en la siguiente tabla:

Tabla 1: Desglose del capital circulante		
€'000	Informe de valoración 09 Proforma	Nueva Información 09 Proforma
<b>Cientes</b>	<b>43.639</b>	<b>24.000</b>
<b>Proveedores</b>	<b>30.718</b>	<b>30.598</b>

Fuente: Compañía

La diferencia en la partida de clientes entre el Informe de Valoración y la nueva información facilitada estriba en que, según esta última, dicha cuenta no incluye el *factoring* sin recurso que utiliza la Compañía como instrumento recurrente de financiación de su capital circulante. Según la nueva información facilitada, la Compañía mantiene un saldo anual de *factoring* sin recurso de €25,7mn a un coste financiero de entre un 1,5% y un 2,0%.

Atendiendo a lo anterior, se ha procedido a revisar el impacto de la citada estructura de financiación y saldo de fondo de maniobra de negocio en la

Padilla, 17  
 28006 Madrid

Teléfono 91 745 84 84  
 Fax 91 431 37 38

www.nmas1.es  
 www.nplus1.es

proyección de flujos de caja para el período 2010-2015. En concreto, se ha incorporado un saldo de *factoring* recurrente de €25mn anuales para el que se ha asumido un coste fijo del 2%. Dicho saldo resulta consistente atendiendo al volumen de actividad mantenido con el Grupo Telefónica, principal saldo factorizable.

A continuación se detallan las nueva proyecciones estimadas para el período 2010-2015 comparadas con las recogidas en el Informe de Valoración del pasado día 25 de junio:

Tabla 2: Proyecciones del fondo de maniobra							
€'000	2009PF	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
<b>Proyecciones Informe Valoración "Base Case" (25 de junio)</b>							
Cientes (netos)	43.639	53.050	56.162	58.907	60.526	62.109	63.848
Cientes totales		53.050	56.162	58.907	60.526	62.109	63.848
Factoring		-	-	-	-	-	-
Proveedores	30.718	34.280	35.909	37.251	38.014	39.038	40.123
Fondo de Maniobra	12.921	18.770	20.253	21.656	22.512	23.071	23.726
% de las ventas	13,0%	14,6%	14,8%	15,1%	15,4%	15,3%	15,3%
<b>Variación Fondo de Maniobra</b>		<b>(5.849)</b>	<b>(1.482)</b>	<b>(1.403)</b>	<b>(856)</b>	<b>(559)</b>	<b>(655)</b>
<b>Proyecciones según nueva información recibida</b>							
Cientes (netos)	24.000	27.285	30.491	33.119	34.923	36.553	38.030
Cientes totales		53.050	56.162	58.907	60.526	62.109	63.848
Factoring		(25.764)	(25.671)	(25.789)	(25.603)	(25.556)	(25.818)
Proveedores	30.598	34.280	35.909	37.251	38.014	39.038	40.123
Fondo de Maniobra	(6.598)	(6.994)	(5.418)	(4.133)	(3.091)	(2.486)	(2.092)
% de las ventas	(6,6%)	(5,4%)	(4,0%)	(2,9%)	(2,1%)	(1,7%)	(1,4%)
<b>Variación Fondo de Maniobra</b>		<b>396</b>	<b>(1.576)</b>	<b>(1.285)</b>	<b>(1.041)</b>	<b>(606)</b>	<b>(393)</b>
<b>Diferencia</b>							
Cientes	(19.639)	(25.764)	(25.671)	(25.789)	(25.603)	(25.556)	(25.818)
Proveedores	(120)	-	-	-	-	-	-
Fondo de Maniobra	(19.519)	(25.764)	(25.671)	(25.789)	(25.603)	(25.556)	(25.818)
<b>Variación Fondo de Maniobra</b>		<b>6.245</b>	<b>(94)</b>	<b>118</b>	<b>(185)</b>	<b>(47)</b>	<b>262</b>

Fuente: Compañía, N+1

La diferencia acumulada en el período 2010E-2015E entre la variación del fondo de maniobra en el Informe de valoración y las proyecciones según la nueva información facilitada, se sitúa en €6,3mn.

La consideración de las nuevas magnitudes facilitadas supone un impacto en la valoración de la Compañía. En concreto, en la aplicación del método de descuento de flujos de caja la variación del fondo de maniobra supone un mayor valor de Dominion Azul en términos de Enterprise Value de €2,6mn aproximadamente (véase tabla 4).

Padilla, 17  
28006 Madrid

Teléfono 91 745 84 84  
Fax 91 431 37 38

www.nmas1.es  
www.nplus1.es

Tabla 3: Proyección del flujo libre de caja "Base Case"

€'000	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
EBITDA	6.256,1	9.296,9	11.262,2	11.593,0	11.989,6	12.421,3
Gastos financieros por factoring	(515,3)	(513,4)	(515,8)	(512,1)	(511,1)	(516,4)
% Ventas	4,5%	6,4%	7,5%	7,6%	7,6%	7,7%
Crecimiento (%)		53,0%	22,3%	3,1%	3,6%	3,7%
Impuestos (t*EBIT)	(417,2)	(1.285,0)	(2.794,0)	(2.885,4)	(2.992,5)	(3.106,5)
<b>NOPAT</b>	<b>5.323,7</b>	<b>7.498,4</b>	<b>7.952,4</b>	<b>8.195,6</b>	<b>8.485,9</b>	<b>8.798,5</b>
% Ventas	4,1%	5,5%	5,6%	5,6%	5,6%	5,7%
Crecimiento (%)		40,8%	6,1%	3,1%	3,5%	3,6%
Variación fondo de maniobra	396,1	(1.576,1)	(1.285,2)	(1.041,4)	(605,8)	(393,2)
CAPEX	(1.145,8)	(1.365,5)	(1.432,7)	(1.463,0)	(1.503,3)	(1.546,0)
<b>Flujos de Caja Libres</b>	<b>4.573,9</b>	<b>4.556,9</b>	<b>5.234,5</b>	<b>5.691,1</b>	<b>6.376,8</b>	<b>6.859,3</b>
Conversión EBITDA	79,7%	51,9%	48,7%	51,4%	55,6%	57,6%
TV	-	-	-	-	-	74.976

Fuente: N+1

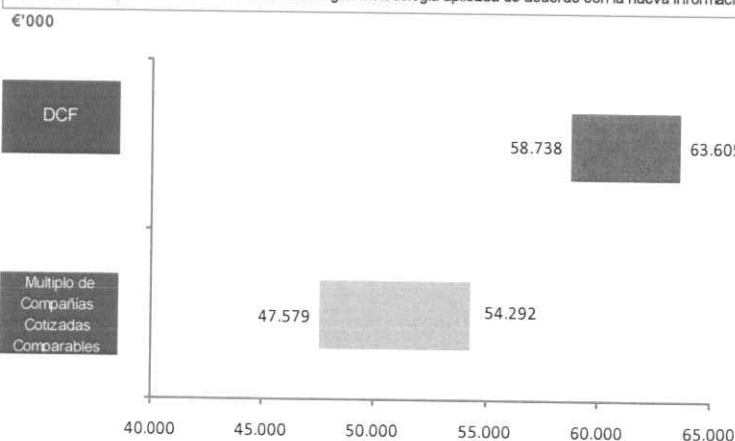
Tabla 4: Determinación del Enterprise Value de Dominión Azul por DCF

Valoración Azul (€mn)	Informe de Valoración	Según Nueva Información	Diferencia
VAN flujos de caja libres (2010E-2015E)	19.167	23.277	(4.110)
VAN Valor Terminal	38.872	37.256	1.616
VAN Bins	2.063	2.063	-
<b>EV</b>	<b>60.103</b>	<b>62.595</b>	<b>(2.492)</b>
<i>Análisis de sensibilidad</i>			
Min	56.078	58.738	(2.660)
Max	61.156	63.605	(2.449)
<b>Promedio</b>	<b>58.617</b>	<b>61.172</b>	<b>(2.555)</b>

Fuente: N+1

Teniendo en cuenta lo anterior, el valor mínimo y máximo del Enterprise Value de la Compañía según el método del Descuento de Flujos de Caja revisado se sitúa entre €58,7mn-€63,6mn vs €56,1mn-€61,2mn.

Tabla 5: Rangos de valoración resultantes según metodología aplicada de acuerdo con la nueva información



Fuente: N+1

Padilla, 17  
28006 Madrid

Teléfono 91 745 84 84  
Fax 91 431 37 38

www.nmas1.es  
www.nplus1.es

Atendiendo a todo lo anterior, y sobre la base de el resto de asunciones y condiciones referidos en la carta y en su Informe de Valoración Anexo remitidos el pasado día 25 de junio les comunicamos que hemos modificado las conclusiones de los mismos y **en consecuencia el rango de valoración (valor de Enterprise Value o Valor Empresa) de Dominion Azul se sitúa entre €50,9mn y €61,2mn frente al rango €50,9mn y 58,6mn inicial.**

Atentamente,



Oscar García Cabeza  
**Nmás1 Corporate Finance, S.A.U.**

Padilla, 17  
28006 Madrid

Teléfono 91 745 84 84  
Fax 91 431 37 38

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