

D. Manuel Moreno Tarazona, en representación de MADBULL, S.L. Presidente del Consejo de Administración de NATRA, S.A., con domicilio social en Camino de los Hornillos s/n, Quart de Poblet (Valencia) , por el presente documento:

MANIFIESTA:

Que el contenido del Folleto Informativo Completo remitido a la CNMV en soporte informático adjunto, para su difusión y puesta a disposición del público, es idéntico y se corresponde con el contenido del documento remitido firmado y que ha sido verificado con fecha de 2 de diciembre de dos mil cuatro.

Y para que conste, y a los efectos oportunos, firmo el presente, en Quart de Poblet (Valencia), a 2 de diciembre de dos mil cuatro.

FOLLETO INFORMATIVO COMPLETO



MODELO RV
DE AMPLIACIÓN DE CAPITAL POR EMISIÓN DE
3.621.176 ACCIONES
MEDIANTE
APORTACIÓN NO DINERARIA Y EXCLUSIÓN DEL
DERECHO DE SUSCRIPCIÓN PREFERENTE

REGISTRADO EN LA
COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES
CON FECHA 2 DE DICIEMBRE DE 2004



CAPÍTULO I

**PERSONAS QUE ASUMEN LA RESPONSABILIDAD DEL
CONTENIDO DE ESTE FOLLETO Y ORGANISMOS
SUPERVISORES DEL MISMO.**



CAPITULO I

PERSONAS QUE ASUMEN LA RESPONSABILIDAD DEL CONTENIDO DE ESTE FOLLETO Y ORGANISMOS SUPERVISORES DEL MISMO.

1.1. PERSONAS QUE ASUMEN LA RESPONSABILIDAD POR EL CONTENIDO DEL FOLLETO.

El Consejo de Administración de NATRA, S.A., y en su nombre y representación MADBULL, S.L., a través de su representante persona física Don Manuel Moreno Tarazona, de nacionalidad española, provisto de D.N.I nº 22.646.176-P, en su condición de Presidente asume la responsabilidad del contenido del presente Folleto, y confirma que, a su juicio, todos los datos e informaciones contenidos en el presente Folleto son veraces y que no se ha omitido en el mismo ningún dato relevante susceptible de alterar el alcance del Folleto o que induzca a error.

1.2. ORGANISMOS SUPERVISORES Y NATURALEZA DEL FOLLETO.

1.2.1 Mención sobre la verificación e inscripción de la emisión en los Registros Oficiales de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

El presente Folleto se encuentra inscrito en los registros oficiales de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Este Folleto se presenta en formato completo Modelo RV de conformidad con lo dispuesto en el Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores, modificado por Real Decreto 2590/1998, Orden Ministerial de 12 de julio de 1993, sobre Folletos Informativos y Circular 2/1999 de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

El registro del Folleto por la Comisión Nacional del Mercado de Valores no implica recomendación de la suscripción o compra de los valores a que se refiere el mismo, ni pronunciamiento en sentido alguno sobre la solvencia de la entidad emisora o la rentabilidad o calidad de los valores emitidos u ofertados.

1.2.2 Autorización o pronunciamiento previo.

Las acciones objeto de la presente emisión no precisan de autorización ni pronunciamiento administrativo previo distinto de la verificación y registro de su folleto en la Comisión Nacional del Mercado de Valores.



I.3 VERIFICACION Y AUDITORIA DE CUENTAS ANUALES.

La auditoría de los estados financieros de NATRA, S.A. correspondientes a los ejercicios de 2001, 2002 y 2003 ha sido realizada por DELOITTE & TOUCHE ESPAÑA, S.L., con nº S0692 del Registro Oficial de Auditores de Cuentas (R.O.A.C.) y domicilio en la calle Raimundo Fernández Villaverde nº 65 de Madrid.

Los informes de opinión de las cuentas individuales y consolidadas de NATRA, S.A. correspondientes al ejercicio finalizado a 31 de diciembre de 2001 presentaron una salvedad, cada uno de ellos, que fueron resueltas en 2002 y que se reproducen a continuación:

Informe de Auditoría Cuentas Anuales Individuales 2001.

*"A los Accionistas
de Natra, S.A.:"*

- 1. Hemos auditado las cuentas anuales de NATRA, S.A. que comprenden el balance de situación al 31 de diciembre de 2001 y la cuenta de pérdidas y ganancias y la memoria correspondientes al ejercicio anual terminado en dicha fecha, cuya formulación es responsabilidad de los Administradores de la Sociedad. Nuestra responsabilidad es expresar una opinión sobre las citadas cuentas anuales en su conjunto, basada en el trabajo realizado de acuerdo con las normas de auditoría generalmente aceptadas, que requieren el examen, mediante la realización de pruebas selectivas, de la evidencia justificativa de las cuentas anuales y la evaluación de su presentación, de los principios contables aplicados y de las estimaciones realizadas.*
- 2. De acuerdo con la legislación mercantil, los Administradores presentan, a efectos comparativos, con cada una de las partidas del balance, de la cuenta de pérdidas y ganancias y del cuadro de financiación, además de las cifras del ejercicio 2001, las correspondientes al ejercicio anterior. Nuestra opinión se refiere exclusivamente a las cuentas anuales del ejercicio 2001. Con fecha 23 de marzo de 2001 emitimos nuestro informe de auditoría acerca de las cuentas anuales del ejercicio 2000, en el que se expresaba una opinión con una salvedad similar a la descrita en el párrafo 4 siguiente y con una incertidumbre que ha quedado resuelta en el ejercicio 2001.*
- 3. La Sociedad es cabecera de un Grupo de empresas, al que presta su apoyo, y de acuerdo con la legislación vigente está obligada, al cumplir determinados requisitos, a formular separadamente cuentas anuales consolidadas. Con fecha 27 de marzo de 2002 hemos emitido nuestro informe de auditoría de las cuentas anuales consolidadas del ejercicio 2001, que incluye una opinión con salvedades. El efecto de la consolidación, realizada en base a los registros contables de las sociedades que componen el Grupo, en comparación con las cuentas anuales individuales adjuntas, supone un incremento del volumen total de activos y de reservas de 50.391 y 6.779 miles de euros respectivamente y una disminución de los resultados del ejercicio de 4.943 miles de euros.*
- 4. Tal como se indica en la Nota 13 de la memoria adjunta, la Sociedad tiene registrados contablemente créditos fiscales por Impuesto sobre Sociedades generados por deducción por la doble imposición de dividendos por 290.000 euros, generados en ejercicios anteriores. La recuperabilidad de dichos créditos dependerá de la capacidad de la Sociedad de generar, en el plazo legalmente estipulado, los beneficios necesarios para su compensación.*
- 5. En nuestra opinión, excepto por el efecto de cualquier ajuste que pudiera ser necesario si se conociera el desenlace final de la incertidumbre descrita en el párrafo 4 anterior, las cuentas anuales del ejercicio 2001 adjuntas expresan, en todos los aspectos significativos, la imagen fiel del patrimonio y de la situación financiera de Natra, S.A. al 31 de diciembre de 2001 y de los resultados de sus operaciones y de los recursos obtenidos y aplicados durante el ejercicio anual terminado en dicha fecha y contienen la información necesaria y suficiente para su interpretación y comprensión adecuada, de conformidad con principios y normas contables generalmente aceptados que guardan uniformidad con los aplicados en el ejercicio anterior.*



6. *El informe de gestión adjunto del ejercicio 2001 contiene las explicaciones que los Administradores consideran oportunas sobre la situación de la Sociedad, la evolución de sus negocios y sobre otros asuntos y no forma parte integrante de las cuentas anuales. Hemos verificado que la información contable que contiene el citado informe de gestión concuerda con la de las cuentas anuales del ejercicio 2001. Nuestro trabajo como auditores se limita a la verificación del informe de gestión con el alcance mencionado en este mismo párrafo y no incluye la revisión de información distinta de la obtenida a partir de los registros contables de la Sociedad.*

ARTHUR ANDERSEN
27 de marzo de 2002”

Informe de Auditoría Cuentas Anuales Consolidadas 2001.

“A los Accionistas de
Natra, S.A.:

1. *Hemos auditado las cuentas anuales consolidadas de NATRA, S.A. Y SOCIEDADES DEPENDIENTES, que comprenden el balance de situación consolidado al 31 de diciembre de 2001 y la cuenta de pérdidas y ganancias y la memoria consolidadas correspondientes al ejercicio anual terminado en dicha fecha, cuya formulación es responsabilidad de los Administradores de la Sociedad dominante. Nuestra responsabilidad es expresar una opinión sobre las citadas cuentas anuales consolidadas en su conjunto, basada en el trabajo realizado de acuerdo con las normas de auditoría generalmente aceptadas, que requieren el examen, mediante la realización de pruebas selectivas, de la evidencia justificativa de las cuentas anuales consolidadas y la evaluación de su presentación, de los principios contables aplicados y de las estimaciones realizadas.*
2. *De acuerdo con la legislación mercantil, los Administradores de la Sociedad dominante presentan, a efectos comparativos, con cada una de las partidas del balance y de la cuenta de pérdidas y ganancias consolidados, además de las cifras del ejercicio 2001, las correspondientes al ejercicio anterior. Nuestra opinión se refiere exclusivamente a las cuentas anuales consolidadas del ejercicio 2001. Con fecha 23 de marzo de 2001, emitimos nuestro informe de auditoría acerca de las cuentas anuales consolidadas del ejercicio 2000, en el que expresamos una opinión con salvedades, algunas de las cuales han quedado resueltas en el ejercicio 2001 (véase Nota 2 de la memoria).*
3. *El Grupo basa una parte significativa de su actividad en la transformación de cacao, materia prima que cotiza en el mercado de futuros y cuyos precios están sujetos a oscilaciones propias del mercado. En el ejercicio 2000, el Grupo siguió el criterio de valorar las existencias de materia prima a partir del valor de compra asignado a los contratos cuya entrega estaba comprometida en firme con sus clientes y pendiente de efectuarse al cierre del ejercicio. No obstante, tal como se describe en la Nota 4i de la memoria, en el ejercicio 2001 la Sociedad ha adoptado el criterio de valorar las existencias de materia prima al coste medio ponderado. Este cambio de criterio (que incluye la materia prima incorporada en los productos terminados y en curso de fabricación) ha supuesto un efecto negativo en la cuenta de pérdidas y ganancias del ejercicio de 1.250.000 euros.*
4. *Según se indica en la Nota 15 de la memoria adjunta, el Grupo tiene registrados contablemente créditos fiscales por Impuesto sobre Sociedades generados por deducción por la doble imposición de dividendos por 290.000 euros, generados en ejercicios anteriores. La recuperabilidad de dichos créditos dependerá de la capacidad del Grupo de generar, en el plazo legalmente estipulado, los beneficios necesarios para su compensación.*
5. *En nuestra opinión, excepto por el efecto de cualquier ajuste que pudiera ser necesario si se conociera el desenlace final de la incertidumbre descrita en el párrafo 4 anterior, las cuentas anuales consolidadas del ejercicio 2001 adjuntas expresan, en todos los aspectos significativos, la imagen fiel del patrimonio y de la situación financiera de Natra, S.A. y Sociedades Dependientes al 31 de diciembre de 2001 y de los resultados de sus operaciones durante el ejercicio anual terminado en dicha fecha y contienen la información necesaria y suficiente para su interpretación y comprensión adecuada, de conformidad con principios y normas contables generalmente aceptados que, excepto por el cambio de criterio descrito en el párrafo 3 anterior, con el que estamos de acuerdo, guardan uniformidad con los aplicados en el ejercicio anterior.*



6. *El informe de gestión consolidado adjunto del ejercicio 2001 contiene las explicaciones que los Administradores de la Sociedad dominante consideran oportunas sobre la situación del Grupo, la evolución de sus negocios y sobre otros asuntos y no forma parte integrante de las cuentas anuales consolidadas. Hemos verificado que la información contable que contiene el citado informe de gestión consolidado concuerda con la de las cuentas anuales consolidadas del ejercicio 2001. Nuestro trabajo como auditores se limita a la verificación del informe de gestión con el alcance mencionado en este mismo párrafo y no incluye la revisión de información distinta de la obtenida a partir de los registros contables de las Sociedades.*

ARTHUR ANDERSEN
27 de marzo de 2002”

El informe de auditoría de las cuentas individuales correspondientes al ejercicio terminado a 31 de diciembre de 2002 presenta una opinión favorable, por lo que no se reproduce. El informe de auditoría de las cuentas consolidadas correspondientes al ejercicio terminado a 31 de diciembre de 2002 contiene una salvedad que se reproduce a continuación:

Informe de Auditoría Cuentas Anuales Consolidadas 2002.

“A los accionistas de NATRA, S.A.

1. *Hemos auditado las cuentas anuales consolidadas de NATRA, S.A. Y SOCIEDADES DEPENDIENTES, que comprenden el balance de situación consolidado al 31 de diciembre de 2002 y la cuenta de pérdidas y ganancias y la memoria consolidadas correspondientes al ejercicio anual terminado en dicha fecha, cuya formulación es responsabilidad de los Administradores de la Sociedad dominante. Nuestra responsabilidad es expresar una opinión sobre las citadas cuentas anuales consolidadas en su conjunto, basada en el trabajo realizado de acuerdo con las normas de auditoría generalmente aceptadas, que requieren el examen, mediante la realización de pruebas selectivas, de la evidencia justificativa de las cuentas anuales consolidadas y la evaluación de su presentación, de los principios contables aplicados y de las estimaciones realizadas. Nuestro trabajo no incluyó el examen de las cuentas anuales del ejercicio 2002 de la sociedad dependiente Exnama – Extractos Naturais da Amazonia, Ltda., participada al 100%, cuyos activos representan un 5% aproximadamente, de la cifra consolidada de activos y aporta unas pérdidas de 564 miles de euros. Estas cuentas anuales han sido examinadas por Ernst & Young Auditores Independientes S.C., quienes nos facilitaron su informe de auditoría. Por tanto, nuestra opinión expresada en este informe sobre las cuentas anuales consolidadas del ejercicio 2002 adjuntas se basa, en lo relativo a la participación en dicha sociedad dependiente, únicamente en el informe de dichos auditores.*
2. *De acuerdo con la legislación mercantil, los Administradores de la Sociedad dominante presentan, a efectos comparativos, con cada una de las partidas del balance y de la cuenta de pérdidas y ganancias consolidados, además de las cifras del ejercicio 2002, las correspondientes al ejercicio anterior. Nuestra opinión se refiere exclusivamente a las cuentas anuales consolidadas del ejercicio 2002. Con fecha 27 de marzo de 2002 emitimos nuestro informe de auditoría acerca de las cuentas anuales consolidadas del ejercicio 2001, en el que expresamos una opinión con una incertidumbre que ha quedado resuelta en el ejercicio 2002.*
3. *Según se indica en las Notas 2 y 9 de la memoria consolidada adjunta, durante el ejercicio 2002 se ha producido la admisión a cotización en el Nuevo Mercado de las acciones de la sociedad dependiente Natraceutical, S.A. Según consta en el folleto de emisión, la Sociedad dominante ha adquirido el compromiso de alcanzar en un periodo de un año desde la fecha de admisión a cotización de las acciones de Natraceutical, S.A. un “free float” de, al menos, el 25%. Por este motivo, las acciones que al 31 de diciembre excedan del 75% del capital social se clasifican en el balance de situación como inversiones financieras temporales y no son objeto de consolidación. Los beneficios generados en el ejercicio 2002 como consecuencia de las compras y ventas de estas acciones realizadas en el Nuevo Mercado han ascendido a 1.888 miles de euros y figuran registrados en el epígrafe “Ingresos de participaciones en capital” de la cuenta de pérdidas y ganancias consolidada adjunta.*
4. *Según se indica en la nota 17 de la memoria, el epígrafe “Gastos extraordinarios” de la cuenta de pérdidas y ganancias consolidada del ejercicio 2002 adjunta incluye un saldo de 1.650 miles de euros correspondiente a las diferencias negativas de cambio que se han generado en la sociedad dependiente Exnama-Extractos Naturais da Amazonia, Ltda. como consecuencia de la conversión a moneda local al cierre del ejercicio de los créditos y débitos*



expresados en dólares americanos. Los administradores de la sociedad dominante prevén que se producirá un cierto equilibrio de las operaciones deudoras y acreedoras realizadas en dólares americanos y, por tanto, la evolución del tipo de cambio del real brasileño, moneda operativa de la sociedad respecto al dólar americano no debería afectar de forma significativa al resultado neto de las diferencias de cambio. Excepcionalmente, en el presente ejercicio, la devaluación del real brasileño ha generado esta diferencia negativa en el epígrafe "Gastos Extraordinarios" en lugar del epígrafe "Diferencias negativas de cambio - Resultados Financieros" de la cuenta de pérdidas y ganancias consolidada adjunta, tal y como establece el Plan General de Contabilidad. No obstante esta reclasificación no afecta al resultado neto del ejercicio.

5. *En nuestra opinión, basada en nuestra auditoría y en el informe de los auditores mencionados en el párrafo 1 anterior, excepto por el efecto de la salvedad descrita en el párrafo 4 anterior, las cuentas anuales consolidadas del ejercicio 2002 adjuntas expresan, en todos los aspectos significativos, la imagen fiel del patrimonio y de la situación financiera de Natra, S.A. y Sociedades Dependientes al 31 de diciembre de 2002 y de los resultados de sus operaciones durante el ejercicio anual terminado en dicha fecha y contienen la información necesaria y suficiente para su interpretación y comprensión adecuada, de conformidad con principios y normas contables generalmente aceptados que guardan uniformidad con los aplicados en el ejercicio anterior.*
6. *El informe de gestión consolidado adjunto del ejercicio 2002 contiene las explicaciones que los Administradores de la Sociedad dominante consideran oportunas sobre la situación del Grupo, la evolución de sus negocios y sobre otros asuntos y no forma parte integrante de las cuentas anuales consolidadas. Hemos verificado que la información contable que contiene el citado informe de gestión consolidado concuerda con la de las cuentas anuales consolidadas del ejercicio 2002. Nuestro trabajo como auditores se limita a la verificación del informe de gestión con el alcance mencionado en este mismo párrafo y no incluye la revisión de información distinta de la obtenida a partir de los registros contables de las Sociedades.*

*DELOITTE & TOUCHE ESPAÑA, S.L.
Inscrita en el R.O.A.C. N° S0692*

1 de abril de 2003"

Los informes de auditoría de las cuentas individuales y consolidadas de NATRA, S.A. correspondientes al ejercicio finalizado a 31 de diciembre de 2003 presentan una opinión favorable por lo que no se reproducen.

Las Cuentas Anuales, el Informe de Gestión y el Informe de Auditoría de NATRA, S.A. correspondientes al ejercicio de 2003, se acompañan al presente folleto como Anexo nº1.



CAPÍTULO II

**LA OFERTA PUBLICA Y LOS VALORES NEGOCIABLES
OBJETO DE LA MISMA.**



CAPITULO II

LA OFERTA PUBLICA Y LOS VALORES NEGOCIABLES OBJETO DE LA MISMA.

II.1 ACUERDOS SOCIALES.

II.1.1 Acuerdos sociales de emisión.

La Junta General Extraordinaria de Accionistas de la Sociedad, en su reunión celebrada el 22 de noviembre de 2004, acordó aumentar el capital social en la cifra de 4.345.411,20 euros mediante la emisión y puesta en circulación de 3.621.176 nuevas acciones de 1,20 euros de valor nominal cada una de ellas, con exclusión del derecho de suscripción preferente, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 159 de la Ley de Sociedades Anónimas, con una prima de emisión de 2,95 euros por acción, por una cifra total de prima de emisión de 10.682.469,20 euros, las cuales se desembolsarán mediante aportaciones no dinerarias de conformidad con los artículos 151.2 y 155 de la Ley de Sociedades Anónimas. Todo ello con la finalidad de dar cumplimiento al compromiso de compraventa y canje de acciones suscrito con los accionistas de la sociedad española ZAHOR, S.A.

Asimismo la Junta General Extraordinaria de Accionistas delegó en el Consejo de Administración la facultad de señalar la fecha en que el acuerdo de aumentar el capital social debía ejecutarse y fijar cualesquiera otras condiciones a la emisión que estimara oportunas y que no hubieran sido objeto de acuerdo por parte de la Junta General.

En virtud de dicha delegación, el Consejo de Administración, en su reunión celebrada el día 22 de noviembre de 2004 adoptó el acuerdo de proceder a la emisión de 3.621.176 nuevas acciones.

La ampliación de capital que motiva este Folleto se fundamenta en los siguientes documentos y acuerdos:

- a) Certificación de los acuerdos adoptados por la Junta General Extraordinaria de accionistas y por el Consejo de Administración celebrados el día 22 de noviembre de 2004. Se adjunta copia de la citada certificación como Anexo nº 2 de este Folleto.
- b) Informe de los Administradores de fecha 2 de noviembre de 2004, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 159 de la Ley de Sociedades Anónimas. Se adjunta copia del citado informe como Anexo nº 3 de este Folleto.
- c) Informe elaborado por los Auditores GASSÓ AUDITORES, S.L. de fecha 3 de noviembre de 2004, designados al efecto por el Registro Mercantil de Valencia, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 159 de la Ley de Sociedades Anónimas. Se adjunta copia del citado informe como Anexo nº 4 de este Folleto.
- d) Informe elaborado por la firma INTA, S.A. en su condición de experto independiente, de fecha 15 de octubre de 2004, designado a tal efecto por el Registro Mercantil de Valencia, de conformidad con lo establecido en el artículo 38 de la Ley de Sociedades Anónimas. Se adjunta copia de dicho informe como Anexo nº 5 de este Folleto.



II.1.2 Acuerdos de realización de oferta pública de venta.

No procede al tratarse de un folleto de emisión de acciones por ampliación de capital.

II.1.3 Información sobre los requisitos y acuerdos previos para la admisión a negociación en Bolsa.

a) Requisitos previos: la admisión a negociación en Bolsa de las acciones emitidas en la ampliación de capital objeto del presente Folleto tiene como requisitos previos los siguientes:

1. Cierre de la ampliación de capital, otorgamiento de la correspondiente escritura pública e inscripción de la misma en el Registro Mercantil.
2. Depósito de un testimonio notarial de la escritura pública en Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A. (en adelante IBERCLEAR), Comisión Nacional del Mercado de Valores y Sociedades Receptoras de las Bolsas de Valores de Madrid y Valencia, y práctica de la primera inscripción en el registro central a cargo de Iberclear.
3. En virtud de lo previsto en el RD 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores, con las modificaciones introducidas por el RD 2590/1998, de 7 de diciembre, sobre modificaciones del régimen jurídico de los mercados de valores, y considerando que el compromiso de la Sociedad es que las acciones emitidas sean admitidas a cotización en un plazo inferior a un mes desde el cierre de la suscripción, no está previsto realizar un folleto de admisión a cotización.
4. Acuerdo de admisión adoptado por las Sociedades Receptoras de las Bolsas de Madrid y Valencia a solicitud de NATRA, S.A.

b) Acuerdos previos: la admisión a negociación se basa en el acuerdo adoptado por el Consejo de Administración de NATRA, S.A. en fecha 22 de noviembre de 2004, en uso de la delegación otorgada por la Junta General Extraordinaria de misma fecha.

El contenido literal de los acuerdos de ampliación de capital y de admisión a cotización oficial de las acciones que se emitan se recoge en el Anexo nº 2 al presente Folleto Informativo.



II.2 AUTORIZACION ADMINISTRATIVA PREVIA.

La ampliación de capital a que se refieren el presente Folleto no requiere autorización administrativa previa, estando únicamente sujetas a la verificación por la CNMV.

II.3 EVALUACION DEL RIESGO .

No se ha realizado evaluación del riesgo inherente a los valores ofertados ni de su entidad emisora por ninguna Entidad calificadoras o de "rating".

II.4 VARIACIONES SOBRE EL REGIMEN LEGAL TIPICO DE LOS VALORES EMITIDOS PREVISTO EN LAS DISPOSICIONES LEGALES APLICABLES.

No existen variaciones sobre el régimen legal típico previsto en las disposiciones legales aplicables en materia de acciones de Sociedades Anónimas.

II.5 CARACTERISTICAS DE LOS VALORES.

II.5.1 Naturaleza y denominación de los valores que se emiten.

Se emiten acciones pertenecientes a la misma clase y serie (única) que las restantes acciones que componen el capital social de NATRA, S.A., es decir acciones ordinarias, de 1,20 euros de valor nominal cada una.

II.5.2 Forma de representación.

Las acciones están representadas por medio de anotaciones en cuenta. La entidad encargada del registro contable es la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A. (IBERCLEAR), con domicilio social en Madrid, C/Pedro Teixeira nº 8 y N.I.F. A-82695677.

II.5.3 Importe global de la emisión, en su caso desglosado entre ampliación de capital y prima de emisión.

El importe nominal de la emisión asciende a 4.345.411,20 euros, mediante la emisión de nuevas acciones ordinarias de 1,20 euros de valor nominal cada una.

El importe efectivo de la emisión asciende a 15.027.880,40 euros, correspondientes a la emisión de 3.621.176 nuevas acciones ordinarias de 1,20 euros de valor mas 2,95 euros de prima de emisión por acción, lo que supone que la prima del conjunto de las acciones a emitir es de 10.682.469,20 euros.

Tanto el valor nominal de las nuevas acciones como la correspondiente prima de emisión quedarán enteramente desembolsados mediante aportaciones



no dinerarias consistentes en 905.294 acciones representativas del 24,40% del capital social de ZAHOR, S.A. que serán aportadas por sus titulares actuales.

II.5.4 Número de valores, proporción sobre el capital, importes nominal y efectivo de cada uno de ellos.

Como ya se ha mencionado, se emiten y ponen en circulación 3.621.176 acciones de NATRA, S.A.

El presente aumento de capital representa el 15% del capital resultante de NATRA, S.A. y el 17,65% sobre el capital social actual.

El importe nominal del aumento de capital asciende a un total de 4.345.411,20 euros, y el importe efectivo es de 15.027.880,40 euros,

Las nuevas acciones serán desembolsadas íntegramente mediante aportaciones no dinerarias consistentes en 905.294 acciones representativas del 24,40% del capital social de ZAHOR, S.A. que serán aportadas por sus titulares.

Dicha cifra se corresponde al menos con el valor determinado en el informe de valoración elaborada por INTA SOCIEDAD DE TASACIONES, S.A., experto independiente designado al efecto por el Registro Mercantil a efectos de lo dispuesto en los artículos 38 de la Ley de Sociedades anónimas y 133 del Reglamento del Registro Mercantil, quien en cumplimiento de dicha normativa y como conclusión de la valoración efectuada sobre la sociedad ZAHOR, S.A. ha concluido que el valor atribuible a la aportación no dineraria se corresponde al menos con el importe del nominal de la ampliación de capital social de NATRA, S.A. mas la correspondiente prima de emisión, que está previsto emitir como contrapartida de dicha operación.

La **ecuación de canje** es de 4 acciones nuevas de NATRA, S.A. por cada acción de ZAHOR, S.A., de 1 euro de valor nominal.

En cuanto a la determinación de la ecuación de canje, el Consejo de Administración estableció en su propuesta, contenida en el informe escrito con la justificación de la misma, emitido en cumplimiento de lo dispuesto en el artículo 144.a) de la Ley de Sociedades Anónimas, para su aprobación por la Junta de accionistas, lo siguiente:

“Las acciones de NATRA, S.A. que se emitan en virtud de la ampliación de capital serán desembolsadas por los suscriptores mediante aportaciones no dinerarias consistentes en 905.294 de las acciones representativas del 24,40% del capital social de ZAHOR, S.A., de 1 Euro de valor nominal cada una de ellas.

De conformidad con la valoración de ZAHOR, S.A. efectuada por un experto independiente, INTA, S.A., designado por el Registro Mercantil de Valencia, por cada acción de ZAHOR, S.A., se entregarán 4 acciones de NATRA de nueva emisión.”



En cuanto a la valoración de ZAHOR, S.A., con fecha 15 de octubre de 2004 se emitió informe por INTA, S.A., designado como experto independiente por el Registro Mercantil de Valencia, informando de lo siguiente:

" Valencia, 15 de octubre de 2004

NATRA, S.A.
Camino de los Hornillos s/n
Quart de Poblet, Valencia

.....

6.- Conclusión

De acuerdo con lo establecido en el Artículo 38 del texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas y en el Artículo 133, apartado 2, del Reglamento del Registro Mercantil, nuestra actuación como experto independiente tiene como objetivo determinar si la aportación no dineraria descrita en el apartado 2 anterior tiene un valor suficiente para cubrir el número y el valor nominal y la prima de emisión de las acciones que está previsto emitir como contrapartida de dicha aportación no dineraria.

Como conclusión de la valoración efectuada sobre la sociedad ZAHOR, S.A., en nuestra opinión el valor atribuible a la aportación no dineraria se corresponde, al menos, con el importe del nominal de la ampliación de capital social de NATRA, S.A. más la correspondiente prima de emisión, que está previsto emitir como contrapartida de dicha operación.

Este informe, y la información en él contenida, se ha preparado para dar cumplimiento a lo establecido en el artículo 38 del texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, y no debe utilizarse para ninguna otra finalidad.

INTA, S.A. SOCIEDAD DE TASACION

Alejandro Centelles Enríquez
Inscrito en el R.O.A.C. nº 9.785"

En cuanto a la **determinación del precio de emisión de las acciones de NATRA, S.A.**, el tipo de emisión de 4,15 euros por acción se justifica, por corresponder a la valoración de las acciones de ZAHOR, S.A. que van a ser aportadas a NATRA en contrapartida de las nuevas acciones emitidas, la cual fue acordada por el Consejo de Administración de NATRA, S.A. y los accionistas de ZAHOR, S.A. y verificada por el experto independiente



designado por el Registro Mercantil, INTA, S.A. SOCIEDAD DE TASACIONES, S.A. Así, por cada acción de ZAHOR, S.A. se entregarán 4 acciones de NATRA, S.A.

En este sentido, el Consejo de Administración, en su informe hizo constar lo siguiente:

“El precio de emisión propuesto a la Junta General de accionistas se ha establecido por parte del Consejo de Administración en 4,15 euros por acción al ser el valor que se acordó con los accionistas mayoritarios de ZAHOR, S.A. para el pago en acciones de NATRA, S.A., en el marco de la operación arriba descrita, el cual se estableció en base al precio de cotización de los cinco meses anteriores a la fecha de cierre de la negociación, es decir entre febrero y junio de 2004, estando además dicho precio en línea con los múltiplos implícitos que arrojan las valoraciones de las compañías cotizadas comparables del sector de NATRA, S.A.”

Asimismo hizo constar que el valor nominal de las acciones emitidas [1,20 euros por acción] más el valor de la prima de emisión [2,95 euros por acción], son superiores al valor neto patrimonial de las acciones, lo cual queda justificado en el informe emitido al efecto por el auditor externo designado al efecto por el Registro Mercantil de Valencia.

De acuerdo con el informe del auditor externo designado al efecto por el Registro Mercantil de Valencia que integra el Anexo nº 4, en relación con la exclusión del derecho de suscripción preferente:

“Los Administradores de la Sociedad han elaborado el informe adjunto, en el que se justifica detalladamente la propuesta y el tipo de emisión de las acciones, con indicación de las personas a las que éstas habrán de atribuirse, así como la naturaleza de las aportaciones .

...

4) Teniendo en cuenta todo lo indicado anteriormente, en nuestro juicio profesional como expertos independientes:

...

El tipo de emisión de 4,15 euros por acción, propuesto por los Administradores a la aprobación de la Junta General Extraordinaria de Accionistas, es superior al valor neto patrimonial consolidado de las acciones de la Sociedad actualmente en circulación, que asciende a 1,82 euros por acción al 31 de julio de 2004. Asimismo, el citado tipo de emisión es superior al valor razonable determinado por la cotización bursátil.

El tipo de emisión propuesto no produce efecto dilución teórico ni sobre el valor de cotización por acción del período trimestral terminado el 30 de septiembre de 2004 y al 25 de octubre de 2004, ni sobre el valor teórico contable auditado al 31 de julio de 2004.”



El PER consolidado estimado para antes y después de la ampliación de capital, calculado sobre la base del beneficio obtenido en el año 2003, calculado a partir de la cotización de cierre del día 19 de noviembre de 2004 (4,09 euros) es de 13,98 y 16,45 veces respectivamente.

Euros	Antes de la ampliación	Después de la ampliación
Número de acciones	20.520.000	24.141.176
Beneficio Neto Individual 2003	3.326.951	3.326.951
Beneficio Neto Consolidado 2003	6.004.096	6.004.096
BPA (€/Acción) Individual	0,162	0,138
BPA (€/Acción) Grupo	0,293	0,249
Dividendo por acción (euros)	-	-
Precio de cierre 19/11/04	4,09	4,09
PER Individual	25	30
PER Consolidado	13,98	16,45

II.5.5. Comisiones y gastos para el suscriptor.

Las acciones que se emiten son libres de gastos para los accionistas de ZAHOR, S.A. por lo que NATRA, S.A. no repercutirá los gastos que le corresponden como Sociedad emisora. Ello independientemente de los importes que puedan cargar, en su caso, las entidades a través de las que los accionistas de ZAHOR, S.A. tramiten su suscripción, que serán de cuenta de éstos.

II.6 COMISIONES POR REPRESENTACION EN ANOTACIONES EN CUENTA.

IBERCLEAR no cargará, según sus tarifas, comisiones por inscripción y mantenimiento a los inversores, siendo los gastos de alta de la ampliación de capital a que se refiere este Folleto, en el registro del citado Servicio, a cargo de la entidad emisora. Ello, no obstante, se señala que los Aportantes soportarán las comisiones que, en su caso, las Entidades Adheridas repercutan en los mismos en concepto de apertura, mantenimiento y gestión de depósito.

II.7 LEY DE CIRCULACION DE LOS VALORES, SEÑALANDO ESPECIALMENTE SI EXISTEN RESTRICCIONES A SU LIBRE TRANSMISIBILIDAD.

Las acciones de la Sociedad son libremente transmisibles, de acuerdo con lo dispuesto en el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, la Ley del Mercado de Valores y las disposiciones que las desarrollan o complementan.



II.8 MERCADOS SECUNDARIOS ORGANIZADOS RESPECTO DE LOS QUE SE PRETENDE SOLICITAR LA ADMISION A NEGOCIACION DE LOS VALORES.

La Sociedad tiene intención de tener admitidas a contratación pública y cotización oficial las acciones emitidas en la ampliación de capital objeto del presente Folleto en las Bolsas de Valores de Madrid y Valencia, y su contratación oficial se realizará a través del Sistema de Interconexión Bursátil (Mercado Continuo), haciendo constar que se conocen los requisitos y condiciones que se exigen para la admisión, permanencia y exclusión de la cotización oficial según la legislación vigente y los requerimientos de aquellas instituciones que se acepta cumplir.

Dicha admisión deberá tener lugar en un plazo no superior a tres meses desde la fecha de ejecución de la ampliación de capital con aportación no dineraria, si bien la compañía se compromete a realizar todos los trámites necesarios para que las acciones objeto del aumento de capital estén admitidas a negociación oficial en el plazo máximo de un mes a contar desde el día en que el órgano de administración de la Sociedad declare ejecutada la ampliación de capital mediante la suscripción por parte de los accionistas de ZAHOR, S.A. de las nuevas acciones emitidas.

En caso de incumplimiento de dicho plazo y sin perjuicio de la responsabilidad en que pueda incurrir la Sociedad emisora si ello fuese por causa imputable a la misma, la Sociedad publicará un hecho relevante con las razones de tal incumplimiento.

II.9 DERECHOS Y OBLIGACIONES DE LOS TENEDORES DE LOS VALORES QUE SE OFRECEN.

II.9.1 Derecho a participar en el reparto de las ganancias sociales y en el patrimonio resultante de la liquidación.

Cada acción confiere a su titular legítimo la condición de socio y los derechos de participación económica, esto es, de participación en el reparto de las ganancias sociales y en el patrimonio resultante de la liquidación, en las condiciones establecidas en la Ley de Sociedades Anónimas.

No existe el derecho a percibir un dividendo mínimo.

Los rendimientos que producen las acciones podrán ser hechos efectivos en la forma que para cada caso se anuncie, siendo el plazo de la prescripción del derecho a su cobro el establecido en el artículo 947 del Código de Comercio, es decir, a los cinco años, siendo la beneficiaria de este derecho la Sociedad.

II.9.2 Derecho de suscripción preferente en la emisión de nuevas acciones o de obligaciones convertibles en acciones.

Cada acción confiere a su titular legítimo el derecho de suscripción preferente en las ampliaciones de capital y en las emisiones de obligaciones convertibles en acciones, en los términos previstos en la Ley de Sociedades Anónimas y en los Estatutos de la Sociedad. Gozarán asimismo del derecho de asignación gratuita reconocido por la Ley de Sociedades Anónimas, para



el supuesto de realización de ampliación de capital con cargo a reservas de la Sociedad.

II.9.3 Derecho de asistencia y voto en las Juntas Generales e impugnación de acuerdos sociales.

Las acciones de NATRA, S.A. confieren a su titular el derecho de asistir y votar en las Juntas Generales de Accionistas y el derecho de impugnar los acuerdos sociales, de acuerdo con el régimen general establecido en la Ley de Sociedades Anónimas. Cada acción dará derecho a un voto, sin que exista limitación estatutaria alguna para el ejercicio de tal derecho. No existen acciones sin voto. Se exige la titularidad de un número mínimo de 250 acciones para la asistencia a las Juntas Generales. No existen limitaciones al número máximo de votos que puede ser emitido por un único accionista o por sociedades pertenecientes a un mismo grupo.

II.9.4 Derecho de información.

Las acciones emitidas confieren el derecho de información regulado en los artículos 48.2.d) y 112 de la Ley de Sociedades Anónimas, tal y como dicho artículo ha sido modificado por la Ley 26/2003, de 17 de julio por la que se modifican la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas.

Gozarán asimismo de aquellas especialidades que en materia de derecho de información son recogidas en el articulado de la Ley de Sociedades Anónimas de forma pormenorizada al tratar de: la modificación de estatutos; ampliación y reducción del capital social; aprobación de las cuentas anuales; emisión de obligaciones convertibles o no en acciones; transformación, fusión y escisión; disolución y liquidación de la Sociedad, y otros actos y operaciones societarias.

II.9.5 Prestaciones accesorias y privilegios, facultades y deberes que conlleva la titularidad de las acciones.

No se exigen a los titulares de acciones prestaciones accesorias. La titularidad de las acciones no conlleva privilegios, facultades ni deberes especiales distintos de los establecidos con carácter general en la Ley de Sociedades Anónimas.

II.9.6 Fecha en que los derechos citados en los puntos anteriores comenzarán a regir para las nuevas acciones que se ofrecen.

Las acciones emitidas gozarán de los mismos derechos políticos y económicos que las actualmente en circulación, a partir de su fecha de emisión.



II.10 SOLICITUDES DE SUSCRIPCION.

II.10.1 Colectivo de potenciales inversores a los que se ofrecen los valores.

La presente emisión va dirigida a las personas físicas o jurídicas, cualquiera que sea su nacionalidad, que tuvieren la condición de accionistas de ZAHOR, S.A. el día de ejecución de la misma, es decir la sociedad INVERSIONES IZYN, 2004, S.L. titular único de las acciones de ZAHOR, S.A., según se detalla mas adelante en el punto II.16.2.

La presente emisión será desembolsada mediante aportaciones no dinerarias consistentes en una acción de ZAHOR, S.A. por cada cuatro acciones de NATRA, S.A. emitidas, totalizando un total de 905.294 acciones de ZAHOR, S.A. representativas del 24,40% de su capital social.

II.10.2 Fecha de suscripción.

Dadas las características de la operación, la suscripción se realizará íntegramente dentro los cinco días hábiles siguientes a haber obtenido la verificación por parte de la CNMV.

II.10.3 Dónde y ante quién puede tramitarse la suscripción.

La suscripción se realizará mediante otorgamiento de escritura pública otorgada ante el Notario del Ilustre Colegio de Valencia, con domicilio en Torrente, D. Agustín Verdera.

Las Entidad Agente de la ampliación de capital es RIVA Y GARCIA-1877, S.V., S.A., con domicilio en Barcelona, C/ Diputación nº 246, planta principal. Teléfono (93) 270 15 30 y Fax (93) 270 12 14.

La función de la Entidad Agente consiste principalmente en gestionar la asignación de las correspondientes Referencias de Registro ante Iberclear y, en su caso emitir el resguardo provisional de suscripción a que se refiere el punto II.10.5 siguiente.

II.10.4 Forma y fechas de hacer efectivo el desembolso.

El desembolso íntegro de la suscripción, se realizará por INVERSIONES IZYN 2004, S.L., actual accionista único de ZAHOR, S.A., de una sola vez, en el acto notarial de ejecución de ampliación de capital, mediante aportación no dineraria de 905.294 acciones de ZAHOR, S.A., representativas del 24,40% de su capital social, lo cual tendrá lugar en los cinco días hábiles siguientes a haber obtenido la verificación de la operación por parte de la CNMV.

II.10.5 Forma y plazo de entrega a los suscriptores de las copias de los boletines de suscripción o resguardos provisionales, especificando sus posibilidades de negociación y su período máximo de validez.

La Entidad Agente emitirá el resguardo provisional de suscripción a los Aportantes, si éstos lo consideran pertinente.



II.11 DERECHOS PREFERENTES DE SUSCRIPCION.

II.11.1 Indicación de sus diversos titulares.

En atención a exigencias del interés social, y con la finalidad de permitir que las nuevas acciones sean suscritas por los accionistas de ZAHOR, S.A., la Junta General Extraordinaria de accionistas de NATRA, S.A., celebrada en Valencia el día 22 de noviembre de 2004, acordó la exclusión del derecho de suscripción preferente de accionistas de NATRA, S.A.

II.11.2 Reproducción del acuerdo de exclusión del derecho de suscripción preferente.

En relación a la exclusión del derecho de suscripción preferente, el acuerdo primero adoptado por la indicada Junta General Extraordinaria de accionistas de NATRA, S.A., en relación con el Punto Primero de su Orden del Día, establece literalmente lo siguiente:

“Asimismo, para poder llevar a cabo el canje de acciones de NATRA, S.A. por las acciones de ZAHOR, S.A., se propone que la ampliación de capital se lleve a efecto con exclusión del derecho de suscripción preferente, para que los accionistas de ZAHOR, S.A., puedan suscribir las nuevas acciones emitidas por NATRA, S.A. Todo ello se justifica por el interés de la sociedad en que los actuales accionistas de ZAHOR, S.A. pasen a formar parte del grupo, habida cuenta de las sinergias y conocimientos que pueden aportar a la compañía para la estrategia de desarrollo del proyecto global de la actividad de NATRA-ZAHOR, tal y como se ha expuesto anteriormente.

Por razones de interés social, tal y como han quedado descritas en el acuerdo de la Junta General Extraordinaria de Accionistas sobre el aumento, la exclusión del derecho de suscripción preferente fue aprobada por dicho órgano, previa puesta a disposición a los accionistas del indicado Informe de Administradores y del Informe de Auditor designado al efecto por el Registro Mercantil que se señalan en el artículo 159 de la Ley de Sociedades Anónimas y que, como ya se ha indicado, quedan incorporados a este Folleto como Anexos 3 y 4, respectivamente.

II.12 COLOCACION Y ADJUDICACION DE VALORES.

II.12.1. Entidades que intervienen en la suscripción de las nuevas acciones.

Dadas las características del aumento, no intervendrá ninguna entidad colocadora en la suscripción de las nuevas acciones.



II.12.2 Declaración de la Entidad Directora.

D. Ignacio García-Nieto Portabella como representante de RIVA Y GARCIA 1877, S.V., S.A., declara, en el sentido de lo previsto en el artículo 31 apartado 2 del Real Decreto 291/1992, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores:

- a) Que ésta ha llevado a cabo las comprobaciones necesarias para contrastar la veracidad e integridad de la información contenida en el folleto.
- b) Que, como consecuencia de esas comprobaciones, no se advierten circunstancias que contradigan o alteren la información recogida en el folleto, ni éste omite hechos o datos significativos que puedan resultar relevantes para el inversor.

La presente declaración no hace referencia a los datos objeto de la auditoria de cuentas.

Como Anexo nº 6 a este folleto figura copia de la carta del representante de RIVA Y GARCIA -1877, S.V., S.A.

II.13 TERMINACION DEL PROCESO.

II.13.1 Transcripción literal de la previsión acordada para el caso de que el aumento de capital no se suscriba íntegramente dentro del plazo fijado para ello.

La totalidad de las acciones serán suscritas por INVERSIONES IZYN 2004, S.L., actual accionista único de ZAHOR, S.A., según se detalla en el punto II.16.2 siguiente.

II.13.2 Plazo y forma de entrega de los certificados definitivos de los valores.

Las acciones a emitir quedarán definitivamente representadas por medio de anotaciones en cuenta. De conformidad con lo dispuesto en el Real Decreto 116/1992 de 14 de febrero, tan pronto como la escritura de ampliación de capital, debidamente inscrita en el Registro Mercantil sea depositada en el IBERCLEAR, Comisión Nacional del Mercado de Valores y Sociedades Rectoras de las Bolsas de Madrid y Valencia, y una vez que dichas acciones queden anotadas en el Registro central a cargo de IBERCLEAR, podrá obtenerse por los accionistas de ZAHOR, S.A. los certificados de legitimación, expedidos por las correspondientes Entidades Adheridas.

II.14 Cálculo de los gastos de emisión, suscripción, puesta en circulación, admisión a cotización en un mercado secundario y demás conexos que sean por cuenta del emisor de la oferta pública de valores. Porcentaje que representan sobre el total efectivo de la emisión u oferta.

Los gastos de emisión, suscripción, puesta en circulación y admisión a cotización oficial correrán a cargo de la Sociedad, estimándose que representarán aproximadamente un 1,42% sobre el importe efectivo de la emisión, de acuerdo con el siguiente detalle (en euros):

**ESTIMACION DE GASTOS DE LA AMPLIACION DE CAPITAL**

	EUROS
Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales	Exenta
Comisión de Dirección y Agencia de RIVA Y GARCIA-1877, SV	150.279 €
IBERCLEAR	451 €
Inclusión en cotización	5.545 €
Notaría, Reg. Mercantil, Corretajes, Anuncios y Otros	49.570 €
Tasa CNMV	7.387 €
Total Gastos	213.232 €

II.15 Imposición personal sobre la renta derivada de los valores ofrecidos, distinguiendo entre suscriptores residentes y no residentes.

Se facilita a continuación una breve descripción de las principales consecuencias fiscales en España derivadas de la suscripción, titularidad y transmisión, en su caso, de las acciones de NATRA, S.A. que se emitirán como consecuencia de la ampliación de capital.

Esta descripción tiene en cuenta exclusivamente el régimen general aplicable conforme a la legislación estatal vigente en la fecha de aprobación del presente Folleto, sin perjuicio de los regímenes tributarios de los territorios forales y de la normativa específica aprobada, en su caso, por cada Comunidad Autónoma en el ejercicio de su capacidad normativa.

Sin embargo, debe tenerse en cuenta que el presente análisis no especifica todas las posibles consecuencias fiscales de las mencionadas operaciones ni el régimen fiscal aplicable a todas las categorías de inversores, algunos de los cuales (como por ejemplo, las Instituciones de Inversión Colectiva) están sujetos a normas especiales.

Por tanto, se aconseja a los accionistas que consulten con sus abogados o asesores fiscales, quienes les podrán prestar un asesoramiento personalizado teniendo en cuenta sus circunstancias particulares y la legislación aplicable en el momento de la obtención y declaración de las rentas correspondientes.

II.15.1. Tributación derivada de la titularidad y transmisión de las acciones objeto de la Oferta**II.15.1.1. Tributación indirecta**

La adquisición de las nuevas acciones y, en su caso, la transmisión de las mismas estará exenta del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados y del Impuesto sobre el Valor Añadido, según lo dispuesto en el artículo 108 de la Ley 24/1988, de 28 de junio, del Mercado de Valores.



II.15.1.2. Tributación directa

II.15.1.2.1. Personas físicas residentes en territorio español

a) Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas

Tributación de dividendos y otros rendimientos

Los rendimientos percibidos por los inversores residentes en España en concepto de dividendos, participaciones en beneficios, primas de asistencia a juntas o cualquier otra utilidad derivada de su condición de accionista, constituirán rendimientos íntegros del capital mobiliario, a integrar en la base imponible de su IRPF.

A efectos de su integración en la base imponible del IRPF, el dividendo o rendimiento íntegro se multiplicará por el porcentaje del 140 por 100 con carácter general. Para el cálculo del rendimiento neto serán deducibles los gastos de administración y depósito de las acciones, conforme a lo previsto en la Ley del IRPF. Los accionistas tendrán derecho a deducir de su cuota líquida total del IRPF el 40 por 100 del importe íntegro percibido, en concepto de deducción por doble imposición de dividendos. Las cantidades no deducidas por insuficiencia de cuota líquida podrán deducirse en los cuatro años siguientes.

El dividendo o rendimiento se integrará en la base imponible multiplicado por el coeficiente del 100 por 100, sin posibilidad de aplicar deducción por doble imposición de dividendos, si se trata de acciones adquiridas dentro de los dos meses anteriores a la fecha en que los dividendos se hubieran satisfecho cuando, con posterioridad a esta fecha, dentro del mismo plazo, se produzca una transmisión de valores homogéneos.

Los dividendos y otros rendimientos percibidos por su condición de accionistas están sujetos, con carácter general, a retención o ingreso a cuenta en el porcentaje del 15 por 100.

Tributación de ganancias patrimoniales

En la transmisión a título oneroso de las acciones de NATRA, la ganancia o pérdida patrimonial se computará por diferencia entre el valor de adquisición y el valor de transmisión.

A estos efectos, el valor de adquisición de las nuevas acciones vendrá determinado por la suma del importe pagado, en su caso, para la adquisición de los derechos de suscripción preferente, y el importe desembolsado para la suscripción o adquisición de las nuevas acciones, y el valor de transmisión será el importe real de la transmisión minorado en los gastos e importes inherentes a la misma satisfechos por el transmitente.

Cuando el inversor posea acciones de NATRA adquiridas en distintas fechas, se entenderán transmitidas las adquiridas en primer lugar.



El importe obtenido por la transmisión de los derechos de suscripción preferente minorará el valor de adquisición de las acciones de las cuales procedan tales derechos, a efectos de futuras transmisiones. No obstante, si el importe obtenido llegara a ser superior a dicho valor de adquisición, la diferencia tendrá la consideración de ganancia patrimonial. Cuando se transmitan derechos de suscripción, pero no en su totalidad, se entenderá que los transmitidos corresponden a los valores adquiridos en primer lugar.

Las ganancias patrimoniales puestas de manifiesto en transmisiones de acciones adquiridas con más de un año de antelación a la fecha de transmisión, o de derechos de suscripción que correspondan a valores adquiridos, asimismo, con dicha antelación, se integrarán en la parte especial de la base imponible, tributando al tipo del 15 por 100.

Las ganancias patrimoniales que no cumplan los requisitos anteriores se integrarán en la parte general de la base imponible, tributando con arreglo a la escala general del impuesto.

Las ganancias patrimoniales obtenidas por personas físicas residentes en territorio español no estarán sujetas a retención o ingreso a cuenta.

b) Impuesto sobre el Patrimonio

A los inversores personas físicas residentes en territorio español se les exigirá el Impuesto sobre el Patrimonio ("IP") por la totalidad del patrimonio neto del que sean titulares el 31 de diciembre de cada año, con independencia del lugar donde estén situados los bienes o puedan ejercitarse los derechos.

Sin perjuicio de la normativa específica aprobada, en su caso, por cada Comunidad Autónoma, la Ley del IP fija a estos efectos un mínimo exento de 108.182,18 euros, y una escala de gravamen cuyos tipos marginales oscilan entre el 0,2 por 100 y el 2,5 por 100. A tal efecto, aquellas personas físicas residentes fiscales en España que adquieran las nuevas acciones y que estén obligadas a presentar declaración por el IP, deberán declarar las nuevas acciones que posean a 31 de diciembre de cada año, las cuales se computarán según el valor de negociación media del cuarto trimestre de dicho año. El Ministerio de Hacienda publicará anualmente dicha cotización media.

c) Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones

Las transmisiones de acciones a título lucrativo (por causa de muerte o donación) en favor de personas físicas residentes en España estarán sujetas al Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones ("ISD") en los términos previstos en la Ley del ISD, siendo sujeto pasivo el adquirente de las acciones, todo ello sin perjuicio de la normativa específica aprobada, en su caso, por cada Comunidad Autónoma. El tipo impositivo aplicable, dependiendo de la escala general de gravamen y de determinadas circunstancias del adquirente, oscilará entre el 0 por 100 y el 81,6 por 100.

II.15.1.2.2. Sujetos pasivos del Impuesto sobre Sociedades



Tributación de dividendos

Los contribuyentes del IS que reciban dividendos de NATRA deberán integrar en su base imponible el importe íntegro de los dividendos o participaciones en beneficios recibidos, en la forma prevista en los artículos 10 y siguientes de la Ley del IS. Además tendrán derecho a deducir, salvo excepciones, en concepto de deducción por doble imposición de dividendos, el 50 por 100 de la cuota íntegra que corresponda a la base imponible derivada de dichos dividendos.

No obstante, la deducción anterior será del 100 por 100 de la cuota íntegra cuando el porcentaje de participación, directo o indirecto, en NATRA sea igual o superior al 5 por 100, siempre que dicho porcentaje se hubiera tenido de manera ininterrumpida durante el año anterior al día en que sea exigible el beneficio que se distribuya o, en su defecto, que se mantenga durante el tiempo que sea necesario para completar el año.

Las cantidades no deducidas por insuficiencia de cuota íntegra podrán deducirse de las cuotas íntegras de los periodos impositivos que concluyan en los siete años inmediatos y sucesivos.

Los dividendos pagados por NATRA a los inversores sujetos pasivos del IS estarán sujetos, como regla general, a retención o ingreso a cuenta en un porcentaje del 15 por 100, salvo determinadas excepciones. Esta retención o ingreso a cuenta será deducible de la cuota íntegra del IS, y el exceso sobre la cuota resultante de la autoliquidación, en su caso, será devuelto de oficio por la Administración Tributaria.

Tributación de rentas derivadas de la transmisión de las acciones

Los sujetos pasivos del IS deberán integrar en su base imponible la renta derivada de la transmisión de las acciones objeto de la Oferta, en la forma prevista en los artículos 10 y siguientes de la Ley del IS.

Los sujetos pasivos del IS que tengan un porcentaje de participación con anterioridad a la transmisión, directo o indirecto, igual o superior al 5 por 100 del capital social de NATRA, y hubieran poseído dicho porcentaje durante el año anterior al día de la transmisión, tendrán derecho a deducir de su cuota íntegra el resultado de aplicar el tipo del 35 por 100 al incremento neto de los beneficios no distribuidos generados por NATRA que correspondan a la participación transmitida durante el tiempo de tenencia de dicha participación, o al importe de la renta computada si ésta fuese menor, en las condiciones y con los requisitos establecidos en la deducción para evitar la doble imposición de plusvalías de fuente interna.

Adicionalmente, y por la parte de renta que no se beneficie de la indicada deducción por doble imposición, dichos inversores podrán beneficiarse de la deducción por reinversión de beneficios extraordinarios regulada en la Ley del IS, si reinvierten el importe obtenido en la transmisión de las acciones dentro de los plazos y de acuerdo con los requisitos indicados en el citado artículo.



Las ganancias patrimoniales derivadas de la transmisión de las acciones de NATRA no estarán sujetas a retención.

El IS no contiene ningún precepto relativo a la transmisión de derechos de suscripción preferente, así que la renta que deba integrarse, en su caso, en la base imponible, vendrá determinada por el resultado contable. A estos efectos, las normas contables de valoración establecen que el importe del coste de los derechos transmitidos disminuirá el precio de adquisición de las acciones de las que proceden.

II.15.1.2.3. Inversores no residentes en territorio español

a) Impuesto sobre la Renta de no Residentes

El presente apartado analiza, con carácter general, el tratamiento fiscal aplicable a los inversores no residentes en territorio español, excluyendo a aquellos que (i) actúen en territorio español mediante establecimiento permanente al cual estén afectas las acciones de NATRA, cuyo régimen fiscal es idéntico al descrito para los inversores residentes sujetos pasivos del IS, y aquellos que (ii) tengan o hayan tenido una participación, directa o indirecta, de al menos el 25 por 100 del capital de NATRA.

Los inversores deberán tener en cuenta las particularidades de los Convenios para evitar la doble imposición que sus Estados de residencia hayan firmado con España y que puedan serles de aplicación.

Tributación de dividendos

Los dividendos distribuidos por NATRA a los accionistas no residentes en territorio español estarán, como regla general, sometidos a tributación por el IRNR al tipo de gravamen del 15 por 100 sobre el importe íntegro distribuido.

Con carácter general, NATRA efectuará, en el momento del pago del dividendo, una retención a cuenta del IRNR del 15 por 100. No obstante, cuando en virtud de la residencia fiscal del perceptor resulte aplicable una exención prevista en el IRNR o en un Convenio para evitar la doble imposición suscrito por España que establezca un tipo reducido de tributación, se aplicará, en su caso, la exención interna o el tipo de gravamen reducido previsto en el Convenio para dividendos, previa la acreditación de su residencia fiscal en la forma establecida por la normativa en vigor.

A estos efectos, en la actualidad se encuentra vigente un procedimiento especial, aprobado por la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 13 de abril de 2000, para hacer efectiva la práctica de retención al tipo que corresponda en cada caso, o la exclusión de retención, cuando en el procedimiento de pago intervengan entidades financieras domiciliadas, residentes o representadas en España que sean depositarias o gestionen el cobro de dividendos derivados de valores negociables. De acuerdo con esta norma, NATRA practicará en el momento de distribuir el dividendo una retención sobre el importe íntegro del mismo al tipo general del 15 por 100 y transferirá el importe líquido a las entidades depositarias. Las entidades depositarias que, a su vez, tengan acreditado el derecho de los accionistas a la



aplicación de tipos reducidos o a la exclusión de retención (para lo cual éstos deberán justificar su residencia fiscal aportando a la entidad depositaria el certificado de residencia fiscal o el formulario específico que, en su caso, resulte procedente, antes del día 10 del mes siguiente a aquél en el que se distribuya el dividendo) recibirán de inmediato el importe retenido en exceso para su abono a los mismos.

En todo caso, practicada la retención por NATRA o reconocida la procedencia de la exención, los accionistas no residentes no estarán obligados a presentar declaración en España por el IRNR.

Derecho a la devolución

Cuando resulte de aplicación una exención o un tipo reducido de tributación previsto en un Convenio, y el inversor no haya acreditado el derecho a la tributación al tipo reducido o a la exclusión de retención dentro del plazo señalado en el párrafo anterior, el inversor podrá solicitar de la Hacienda Pública la devolución del importe retenido en exceso con sujeción al procedimiento y al modelo de declaración previstos en la Orden Ministerial de 23 de diciembre de 2003.

Se aconseja a los inversores que consulten con sus abogados o asesores fiscales sobre el procedimiento a seguir, en cada caso, a fin de solicitar la mencionada devolución a la Hacienda Pública española.

Tributación de ganancias patrimoniales

Las ganancias patrimoniales obtenidas por inversores no residentes derivadas de la transmisión de las acciones objeto de la Oferta se consideran renta obtenida en territorio español y estarán, como regla general, sometidas a tributación por el IRNR al tipo general del 35 por 100.

No obstante, estarán exentas del IRNR las ganancias patrimoniales derivadas de la transmisión de las acciones de NATRA en los siguientes casos:

- ✍ Cuando la transmisión se realice en alguno de los mercados secundarios oficiales de valores españoles, y el transmitente sea residente en un Estado que tenga suscrito con España un Convenio para evitar la doble imposición con cláusula de intercambio de información (en la actualidad, todos los Convenios firmados por España contienen dicha cláusula, excepto el suscrito con Suiza); o
- ✍ Cuando el transmitente sea residente en otro Estado miembro de la Unión Europea.

Ninguna de las exenciones anteriores será aplicable cuando la ganancia patrimonial se obtenga a través de países o territorios calificados reglamentariamente como paraísos fiscales. Además, será necesario justificar la residencia fiscal mediante un certificado de residencia expedido por las autoridades fiscales del país de residencia.



Adicionalmente, la ganancia patrimonial no estará sometida a tributación por el IRNR si el transmitente tiene derecho a la aplicación de un Convenio para evitar la doble imposición suscrito por España que establezca que dicha ganancia patrimonial sólo puede someterse a imposición en el Estado en que reside el transmitente. A estos efectos será necesario aportar un certificado de residencia fiscal expedido por la autoridad fiscal correspondiente, donde deberá constar expresamente que el contribuyente es residente en el sentido definido en el Convenio.

La ganancia o pérdida patrimonial se calculará y someterá a tributación separadamente para cada transmisión, no siendo posible la compensación de ganancias y pérdidas patrimoniales. Cuando el inversor posea valores homogéneos, adquiridos en distintas fechas, se entenderán transmitidos los adquiridos en primer lugar.

Las ganancias patrimoniales obtenidas por inversores no residentes no estarán sujetas a retención o ingreso a cuenta del IRNR. El inversor no residente estará obligado a presentar declaración, determinando e ingresando, en su caso, la deuda tributaria correspondiente. Podrán también efectuar la declaración e ingreso su representante fiscal en España o el depositario o gestor de las acciones, con sujeción al procedimiento y el modelo de declaración previstos en la Orden Ministerial de 23 de diciembre de 2003.

Transmisión de derechos de suscripción

El importe obtenido por la transmisión de los derechos de suscripción preferente minorará el valor de adquisición de las acciones de las cuales procedan tales derechos, a efectos de futuras transmisiones. No obstante, si el importe obtenido llegase a ser superior a dicho valor de adquisición, la diferencia tendrá la consideración de ganancia patrimonial. Cuando se transmitan derechos de suscripción, pero no en su totalidad, se entenderá que los transmitidos corresponden a los valores adquiridos en primer lugar.

b) Impuesto sobre el Patrimonio

Sin perjuicio de lo que resulte de los Convenios para evitar la doble imposición suscritos por España, las personas físicas no residentes en territorio español estarán sujetas al IP por los bienes y derechos de los que sean titulares cuando los mismos estuvieran situados o pudieran ejercitarse en territorio español, siendo la aplicación la escala de gravamen general del impuesto, cuyos tipos marginales oscilan entre el 0,2 por 100 y el 2,5 por 100.

Las autoridades fiscales españolas consideran que las acciones emitidas por sociedades españolas están situadas en España a estos efectos por lo que, en caso de que proceda su gravamen por el IP, las nuevas acciones propiedad de personas físicas no residentes se computarán por la cotización media del cuarto trimestre de cada año. El Ministerio de Hacienda publicará anualmente la mencionada cotización media a efectos de este impuesto.

Se aconseja a los inversores no residentes que consulten con sus abogados o asesores fiscales sobre los términos en los que, en cada caso concreto, les sea de aplicación el IP.



c) Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones

Las adquisiciones a título lucrativo de bienes situados en territorio español o de derechos que puedan ejercitarse en el mismo realizadas por personas físicas no residentes en España, cualquiera que sea la residencia del transmitente, estarán sujetas al ISD. En general, el gravamen por el ISD de las adquisiciones de no residentes sujetas al impuesto se realiza en la misma forma que para los residentes. Las sociedades no residentes en España no son sujetos pasivos de este impuesto y las rentas que obtengan por adquisiciones a título lucrativo tributarán generalmente de acuerdo con las normas del IRNR anteriormente descritas.

Se aconseja a los inversores no residentes que consulten con sus abogados o asesores fiscales sobre los términos en los que, en cada caso concreto, les sea de aplicación el ISD.

II.16 FINALIDAD DE LA OPERACIÓN.

II.16.1 Destino del importe neto de la emisión.

No resulta aplicable, ya que el aumento será desembolsado mediante aportaciones no dinerarias consistentes en 905.294 acciones representativas del 24,40% del capital social de ZAHOR, S.A.

II.16.2 Objetivos del aumento.

El objetivo del aumento es materializar la adquisición del 24,40% del capital social de la compañía ZAHOR, S.A. Como ha quedado indicado dicha adquisición se realizará totalmente en acciones de NATRA, S.A., a cuyos efectos se realiza el presente aumento de capital.

Adicionalmente, como se indica mas adelante, se adquirirá el porcentaje restante de acciones de ZAHOR, S.A. mediante compraventa y mediante permuta de acciones de NATRACEUTICAL, S.A.

ZAHOR, S.A. es fabricante de bombones, barras y tabletas de chocolate, especializado en la fabricación de producto para marca de distribución, donde, a nivel europeo ocupa el 2º lugar en barras (con el 36% de la cuota de mercado) y el 5º en tabletas (con el 4,5% de cuota de mercado). A nivel español, en marca de distribución ZAHOR ocupa el primer lugar en el ranking de tabletas con aproximadamente el 50% de cuota de mercado y barras donde se sitúa por encima del 60% de cuota de mercado. En marca propia, a nivel español, ocupa el 4º lugar en el ranking de ventas de bombones, con una cuota de mercado del 7%.

ZAHOR, desarrolla su actividad principalmente en Oñate (Guipúzcoa) y tras la reciente adquisición de la empresa Excella, en Saint-Etienne (Francia). Excella dispone de una cuota de mercado en tabletas de chocolate, marca de distribución, de aproximadamente el 6%, a nivel europeo.



Con esta operación NATRA, S.A. espera que su división de cacao pase de ser una empresa principalmente industrial a ser una empresa de alimentación referente en su sector, controlando toda la cadena de valor, desde el aprovisionamiento hasta el desarrollo de nuevos productos, generando sinergias en todas las fases de la cadena (planificación de la producción, reducción de las necesidades de capital de trabajo, incremento de la capacidad de producción por una mayor eficiencia, etc.).

Hasta la fecha NATRA, S.A. era un compañía concentrada básicamente en el procesamiento de grano de cacao con una incipiente presencia en el sector de coberturas de chocolate. La adquisición de ZAHOR permite a NATRA, S.A. posicionarse directamente en la parte final de la cadena de valor con acceso directo al consumidor final suministrándole productos de mayor valor añadido (con mayores márgenes) con marca propia o con marca de distribución tanto a nivel nacional como internacional (el 65% de las ventas de ZAHOR son exportaciones a países del Unión Europea y el resto en España). Cabe destacar la capacidad de I+D+i (Investigación, Desarrollo e Innovación) que ZAHOR aportará al grupo, clave en la industria de la alimentación para conseguir crecimientos superiores a los competidores.

El Consejo de Administración de NATRA, S.A. considera que la unión resultará en un grupo muy sólido y competitivo, con presencia efectiva en toda la cadena de valor y con grandes posibilidades de expansión tanto geográfica como de producto, ya que ha identificado en la integración de ZAHOR, S.A. una oportunidad estratégica que permitirá:

- ✍ Consolidar la posición de liderazgo de NATRA, S.A. en los productos semielaborados
- ✍ Alcanzar una posición de liderazgo en el mercado nacional de coberturas de chocolate y establecer una selectiva presencia internacional
- ✍ Desarrollar la gama de productos en la gama de coberturas de chocolate
- ✍ Entrar en producto acabado con una posición sólida en marca propia y de distribución

Términos de la adquisición de ZAHOR, S.A.

El día 27 de julio de 2004, se suscribió ante el Notario de Zumárraga (Guipúzcoa) D. Antonio Pedro Mula Soto un contrato de compromiso de compraventa y canje de acciones entre NATRA, S.A como adquirente y determinados accionistas mayoritarios de ZAHOR, S.A. como aportantes.

Se determinó un precio de adquisición de ZAHOR de 55 millones de euros, los cuales serían satisfechos de la siguiente forma:

- ✍ 30 millones de euros en efectivo
- ✍ 3.621.176 acciones de nueva emisión de NATRA, S.A.
- ✍ 13.333.333 acciones de NATRACEUTICAL, S.A., (representativas del 7% de su capital social), valoradas a un precio de 0,75 euros por acción.

Dicho compromiso estaba sujeto al cumplimiento de determinadas condiciones suspensivas, las cuales a fecha de redacción del presente folleto se han cumplido.



Finalmente, tras las negociaciones definitivas y la revisión de ZAHOR, S.A. se ha acordado incluir en el perímetro de adquisición unos terrenos de ésta, que se han valorado en 3.450 miles de euros, los cuales se satisfarán en efectivo, elevando pues el precio final de la operación a 58.450 miles de euros que serán satisfechos de la siguiente forma:

- ✍ 33.450 miles de euros en efectivo mediante compraventa de 1.954.224 acciones de ZAHOR, S.A.
- ✍ 3.621.176 acciones de nueva emisión de NATRA, S.A., que serán emitidas a un precio de 4,15 euros por acción en contraprestación de 905.294 acciones de ZAHOR, S.A.
- ✍ 13.333.333 acciones de NATRACEUTICAL, S.A., (representativas del 7% de su capital social), valoradas a un precio de 0,75 euros por acción, que serán permutadas por 584.223 acciones de ZAHOR, S.A.

Accionistas de ZAHOR, S.A.

A la fecha de la firma del compromiso arriba mencionado el accionariado de ZAHOR, S.A. estaba formado por aproximadamente cien accionistas, integrados en diversos grupos familiares, los cuales eran titulares del 92,82% de su capital social. El 7,18% restante estaba en autocartera directa de la propia ZAHOR, S.A. dónde continúa en la actualidad, sin que se hayan adoptado decisiones al respecto sobre su destino.

Al objeto de que la ejecución de la transmisión de las acciones de ZAHOR, S.A. fuese mas operativa, los accionistas de ZAHOR, S.A. han aportado sus acciones a una sociedad de nueva creación denominada INVERSIONES IZYN 2004, S.L.

Determinados accionistas han venido prestando servicios en ZAHOR, S.A., cuya permanencia para el desarrollo del proyecto de NATRA, S.A. es de gran importancia, dadas las sinergias que pueden aportar al mismo. A dichos efectos el Presidente de ZAHOR, S.A. y máximo ejecutivo de la misma, D. Ignacio Egaña Azurmendi va a continuar desarrollando su labor profesional en ZAHOR, S.A. y ha suscrito un compromiso de no concurrencia durante un período de cinco años en empresas de objeto idéntico o análogo a ZAHOR, S.A.

Compromiso de mantenimiento por parte de INVERSIONES IZYN 2004, S.L., titular de las acciones de ZAHOR, S.A.

El titular único de las acciones de ZAHOR, S.A., INVERSIONES IZYN 2004, S.L. se ha comprometido formalmente a no enajenar ni ceder por ningún título y en consecuencia mantener la titularidad de la totalidad de las acciones que suscriba de NATRA, S.A., por el plazo mínimo de tres años a contar desde la fecha de la ejecución de la ampliación. Por su parte las acciones de NATRACEUTICAL, S.A. están sujetas al mismo compromiso durante el plazo de un año desde su permuta.

Dichos compromisos quedarán formalizados ante Notario público en el mismo acto de elevación a público del canje de acciones en el caso de NATRA, S.A. y de permuta en el caso de NATRACEUTICAL, S.A.



Una vez dichos pactos estén formalizados serán objeto de inscripción en el Registro Mercantil y depositados en CNMV, según lo dispuesto en la legislación del mercado de valores.

Instrumentación de la operación por parte de NATRA, S.A.

NATRA, S.A. por su parte ha constituido una nueva sociedad denominada TXOCAL OÑATI, S.A. con domicilio en Oñate (Guipúzcoa) al objeto de que la misma integre las actividades de chocolate desarrolladas por el grupo tras la incorporación de ZAHOR, S.A.

A dichos efectos, NATRA, S.A. ha vendido el pasado día 26 de noviembre de 2004, 13.333.333 de acciones de NATRACEUTICAL, S.A. a TXOCAL OÑATI, S.L. a 0,75 euros por acción, que serán permutadas por ésta a INVERSIONES IZYN 2004, S.L. por 584.223 acciones de ZAHOR, S.A.

Asimismo, TXOCAL OÑATI, S.L. procederá a adquirir 1.954.224 acciones de ZAHOR, S.A. mediante compraventa. Al objeto de financiar el pago derivado de la misma (33.450 miles de euros, a satisfacer en efectivo) la sociedad TXOCAL OÑATI, S.L., con la garantía de NATRA, S.A., ha suscrito un préstamo sindicado con diversas entidades bancarias por importe de 33 millones de euros. Las principales características de dicho préstamo se indican en el apartado VI.7 del presente folleto. En cuanto a los restantes 450 miles de euros se los facilitará NATRA, S.A.

Posteriormente cuando la escritura de ampliación de capital a que se refiere el presente folleto informativo haya sido inscrita en el Registro Mercantil de Valencia, NATRA, S.A. aportará las acciones que ha adquirido de ZAHOR, S.A. a su filial TXOCAL OÑATI, S.L. mediante ampliación de capital con aportación no dineraria de modo que la totalidad de las acciones de ZAHOR, S.A. sean titularidad de TXOCAL OÑATI, S.L.

Formalización de la transmisión

Dentro de los cinco días hábiles siguientes a la obtención de la verificación por parte de la CNMV, se realizarán las siguientes operaciones al objeto de formalizar la adquisición de las acciones de ZAHOR, S.A.:

- Suscripción y desembolso de escritura de ampliación de capital, mediante aportaciones no dinerarias consistentes en 905.294 acciones de ZAHOR, S.A. a realizar por la sociedad INVERSIONES IZYN 2004, S.L.
- Firma de escritura de compraventa por la que TXOCAL OÑATI, S.A. comprará 1.954.224 acciones de ZAHOR, S.A. propiedad de INVERSIONES IZYN 2004, S.L. mediante pago en efectivo y permutará 13.333.333 acciones de NATRACEUTICAL, S.A. a cambio de 584.223 acciones de ZAHOR, S.A., propiedad de INVERSIONES IZYN 2004, S.L.
- Firma de contrato sindicado con las entidades bancarias y pignoración del 100% de las acciones de ZAHOR, S.A. en garantía del mismo.

**II.16.3 Si se trata de un folleto de oferta pública de venta de valores, finalidad perseguida.**

No procede al tratarse de un folleto de emisión de acciones por ampliación de capital.

II.17 DATOS RELATIVOS A LA NEGOCIACION DE LAS ACCIONES**II.17.1 Número de acciones, por clases y valor nominal, admitidas a negociación bursátil en la fecha de elaboración del folleto informativo.**

A la fecha de elaboración del Folleto, están admitidas a cotización oficial en las Bolsas de Madrid y Valencia a través del Sistema de Interconexión Bursátil 20.520.000 acciones de la misma clase, con un valor nominal de 1,20 euros.

II.17.2 Datos de negociación de las acciones.

AÑO 2001	CONTRATACION MES			CONTRATACION MEDIA DIARIA		CAMBIO		
	DIAS	TITULOS	EFFECTIVO	TITULOS	EFFECTIVO	MAX	MIN	MEDIA
ENE	22	967.661	2.316.432	43.985	105.292	2,74	2,13	2,39
FEB	20	258.952	645.805	12.948	32.290	2,62	2,34	2,49
MAR	22	298.501	679.031	13.568	30.865	2,40	2,20	2,27
ABR	19	160.190	357.527	8.431	18.817	2,30	2,17	2,23
MAY	22	182.976	420.930	8.317	19.133	2,39	2,25	2,30
JUN	21	98.347	222.488	4.683	10.595	2,30	2,20	2,26
JUL	19	86.800	186.332	4.568	9.807	2,20	2,08	2,15
AGO	22	195.013	395.785	8.864	17.990	2,12	1,99	2,03
SEP	20	191.308	320.353	9.565	16.018	2,00	1,50	1,67
OCT	22	262.608	500.919	11.937	22.769	2,00	1,75	1,91
NOV	21	673.243	1.191.328	32.059	56.730	2,00	1,68	1,77
DIC	16	1.760.172	2.656.938	110.011	166.059	1,58	1,44	1,51
2001	246	5.135.771	9.893.869	20.543	40.219			1,93

AÑO 2002	CONTRATACION MES			CONTRATACION MEDIA DIARIA		CAMBIO		
	DIAS	TITULOS	EFFECTIVO	TITULOS	EFFECTIVO	MAX	MIN	MEDIA
ENE	22	872.769	1.200.202	39.671	54.555	1,49	1,30	1,38
FEB	20	405.746	526.653	20.287	26.333	1,34	1,27	1,30
MAR	20	790.057	1.062.068	39.503	53.103	1,40	1,28	1,34
ABR	21	1.994.796	3.019.614	94.990	143.791	1,61	1,34	1,51
MAY	22	1.521.232	2.499.088	69.147	113.595	1,75	1,54	1,64
JUN	20	1.489.745	2.542.071	74.487	127.104	1,82	1,59	1,71
JUL	23	839.080	1.443.642	36.482	62.767	1,79	1,69	1,72
AGO	21	246.348	398.643	11.731	18.983	1,67	1,58	1,62
SEP	21	2.544.908	5.285.088	121.186	251.671	2,27	1,66	2,08
OCT	23	3.740.870	7.559.410	162.647	328.670	2,42	1,68	2,02
NOV	20	11.376.956	34.636.179	568.848	1.731.809	3,39	1,96	3,04
DIC	17	4.839.299	12.590.473	284.665	740.616	2,76	2,39	2,60
	250	30.661.806	72.763.131	122.647	291.053			2,37



AÑO 2003	CONTRATACION MES			CONTRATACION MEDIA DIARIA		CAMBIO		
	DIAS	TITULOS	EFFECTIVO	TITULOS	EFFECTIVO	MAX	MIN	MEDIA
ENE	21	1.727.047	3.995.672	82.240	190.270	2,47	2,11	2,31
FEB	20	482.559	1.007.027	24.128	50.351	2,18	2,05	2,09
MAR	21	1.142.753	2.673.052	54.417	127.288	2,53	2,09	2,34
ABR	20	1.984.934	5.527.459	99.247	276.373	3,02	2,58	2,78
MAY	21	1.542.906	4.496.278	73.472	214.108	3,01	2,77	2,91
JUN	21	1.906.723	5.623.638	90.796	267.792	3,07	2,87	2,95
JUL	23	1.787.122	5.507.603	77.701	239.461	3,17	2,93	3,08
AGO	20	1.764.672	5.601.054	88.234	280.053	3,27	3,05	3,17
SEP	22	1.673.438	5.353.556	76.065	243.343	3,28	3,12	3,20
OCT	23	1.613.420	5.286.585	70.149	229.852	3,36	3,10	3,28
NOV	20	839.146	2.767.101	41.957	138.355	3,34	3,23	3,30
DIC	18	730.480	2.469.194	40.582	137.177	3,43	3,37	3,38
	250	17.195.200	50.308.218	68.781	201.233			2,93

AÑO 2004	CONTRATACION MES			CONTRATACION MEDIA DIARIA		CAMBIO		
	DIAS	TITULOS	EFFECTIVO	TITULOS	EFFECTIVO	MAX	MIN	MEDIA
ENE	20	2.459.521	9.618.591	122.976	480.930	4,25	3,40	3,91
FEB	20	1.780.967	7.942.198	89.048	397.110	4,60	4,26	4,46
MAR	23	1.386.586	5.884.246	60.286	255.837	4,43	4,15	4,24
ABR	21	583.532	2.484.585	27.787	118.314	4,34	4,21	4,26
MAY	21	1.407.628	5.540.319	67.030	263.825	4,29	3,83	3,94
JUN	22	575.712	2.201.775	26.169	100.081	3,94	3,81	3,82
JUL	22	546.353	2.156.010	24.834	98.000	4,09	3,82	3,95
AGO	21	323.541	1.299.047	15.407	61.859	4,15	4,00	4,02
SEP	22	357.826	1.466.450	16.265	66.657	4,17	4,00	4,10
OCT	20	256.389	1.041.430	12.819	52.071	4,13	4,03	4,06
	226	9.996.997	40.936.904	39.988	181.137			4,09

II.17.3 Resultado y dividendos por acción, en su caso, ajustados, a nivel consolidado.

Miles de Euros	2001	2002	2003
Beneficio Neto Consolidado	-6.447.139	1.848.980	6.004.096
Dividendos	-	2.055.803 *	1.224.083
Capital último día del periodo	24.624.000	24.624.000	24.624.000
Capital ajustado	13.932.000	24.624.000	24.624.000
Nº de acciones último día del periodo	20.520.000	20.520.000	20.520.000
Nº de acciones ajustado	11.610.000	20.520.000	20.520.000
Valor Nominal (€/Acción)	1,20	1,20	1,20
BPA (€/Acción)	-	0,090	0,293
BPA (€/Acción) ajustado	-	0,090	0,293
Cotización al cierre del ejercicio (€/Acción)	-	2,27	3,35
PER (calculado al precio de cierre del ejercicio)	-	25,19	11,45
Dividendo unitario (€/Acción)	-	0,100	0,060
Dividendo unitario (€/Acción) ajustado	-	0,100	0,060

* Mediante entrega en especie de acciones de Natraceutical, S.A.



II.17.4 Ampliaciones de capital realizadas durante los tres últimos ejercicios.

2001

Entre los meses de noviembre y diciembre de 2001 se llevó a una ampliación de capital social, por importe de 11.664.000 euros y efectivas, mediante la emisión por su valor nominal de 9.720.000 acciones. Dicha ampliación de capital se realizó en base a los acuerdos de delegación adoptados por la Junta General Ordinaria y Extraordinaria de 27 de junio de 2001 y las acciones pudieron ser suscritas por los accionistas de la Sociedad en la proporción de 9 acciones nuevas por cada 10 antiguas.

El valor de cotización máximo de los derechos de suscripción fue de 0,42 euros por derecho, y el mínimo de 0,10 euros. La ampliación fue suscrita en su totalidad.

II.17.5 Acciones no admitidas a negociación.

NATRA, S.A. tiene la totalidad de las acciones que componen su capital social admitidas a negociación en las Bolsas de Valores de Madrid y de Valencia, a través del Sistema de Interconexión Bursátil.

II.17.6 Condiciones y resultado de la Oferta Pública de Adquisición en el supuesto de que hubiera sido formulada sobre los valores emitidos por la Sociedad.

Los valores emitidos por la Sociedad no han sido objeto de Oferta Pública de Adquisición.

II.18 DISEÑO O ASESORAMIENTO DE LA OPERACIÓN QUE CONSTITUYE EL OBJETO DEL FOLLETO.

II.18.1 Enumeración de las personas físicas o jurídicas que han participado en el diseño y/o asesoramiento de la emisión.

El diseño y asesoramiento de la presente ampliación de capital ha sido realizado por:

RIVA Y GARCIA – 1877, S.V., S.A.

Asesores jurídicos del emisor:

BUSUTIL ABOGADOS

II.18.2 Declaración del emisor acerca de si conoce la existencia de algún tipo de vinculación o intereses económicos de dichos expertos y/o asesores con el propio emisor o con alguna Entidad controlada por él.

El emisor declara no conocer la existencia de ningún tipo de vinculación ni interés económico alguno entre la entidad emisora y los profesionales enumerados en el apartado anterior, distintos de los derivados de una relación profesional.



D. Xavier Adserà Gebellí Consejero de NATRA, S.A., es socio de forma indirecta, a través de GRUPO FINANCIERO RIVA Y GARCIA, y Consejero de RIVA Y GARCIA – 1877, S.V., S.A, entidad que por sus servicios en la presente operación, percibirá unos honorarios por importe de 150 miles de euros. Asimismo la sociedad del grupo RIVA Y GARCIA PROYECTOS, S.A. ha prestado sus servicios de asesoramiento a NATRA, S.A. en el proceso de integración de ZAHOR, S.A. habiendo percibido unos honorarios de 450 miles de euros por dicho concepto. Durante 2003 las sociedades de GRUPO FINANCIERO RIVA Y GARCIA, S.L. no han percibido honorarios del conjunto de las sociedades que componen Grupo NATRA, S.A., habiendo percibido honorarios por importe de 188 miles de euros a 30 de septiembre de 2004.

GRUPO FINANCIERO RIVA Y GARCIA y RIVA Y GARCIA PROYECTOS, S.A. tienen en la actualidad un 0,88% del capital social de NATRA, S.A. y un 1,01% del capital social de NATRACEUTICAL, S.A.

D. Rafael Busutil Chillida, Consejero y Secretario de NATRA, S.A. hasta el día 22 de noviembre y actualmente Secretario no Consejero, es Socio Director de BUSUTIL ABOGADOS, asesor legal de NATRA, S.A. BUSUTIL ABOGADOS ha prestado sus servicios de asesoramiento legal a NATRA, S.A. en el proceso de integración y due diligence de ZAHOR, S.A. Durante 2003 BUSUTIL ABOGADOS ha percibido honorarios por importe de 43 miles euros y a 30 de septiembre de 2004, por importe de 42 miles de euros. Por sus servicios en la presente operación de integración de ZAHOR, S.A., percibirá unos honorarios por importe de 60 miles de euros.



CAPÍTULO III

EL EMISOR Y SU CAPITAL.



CAPITULO III

EL EMISOR Y SU CAPITAL.

III.1 IDENTIFICACION Y OBJETO SOCIAL.

III.1.1 Denominación completa del emisor.

Denominación social: NATRA, S.A.

C.I.F.I: A- 460 14 528

Domicilio Social: Camino de los Hornillos, s/n.

Autovía A-3, Salida 343

46930 QUART DE POBLET (Valencia)

Teléfono: 96 159 73 00

Fax: 96 192 09 88

Página Web:<http://www.natra.es/>

C.N.A.E.: 0074 Servicios financieros y contables

III.1.2 Objeto Social.

El objeto social de la Sociedad es el definido en el artículo 2º de los Estatutos Sociales, expresando textualmente que:

"Artículo 2º.- OBJETO SOCIAL

Constituye el objeto de la sociedad:

1.- La elaboración de productos químicos y alimenticios, así como la comercialización, importación, exportación y en general cualquier intermediación en la fabricación o comercialización de los mismos.

2.- La explotación de plantaciones agrícolas y productos tropicales.

3.- Compraventa y administración de valores, así como la participación en otras compañías, en todo caso por cuenta propia, y la gestión y dirección de dichas participaciones, todo ello con la salvedad de lo establecido en la Ley 46/1984 de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva, y lo que establece para las Agencias de Valores, la Ley 24/1988 del Mercado de Valores, de 28 de julio.

4.- El asesoramiento en orden a la dirección y gestión de otras sociedades.

5.- La ordenación por cuenta propia de medios materiales y humanos en orden a la dirección y gestión efectiva de las actividades



económicas de tipo agrícola, industrial o comercial, de otras sociedades participadas.

6.- La actividad propia de la Gerencia de todo tipo de empresas. Quedan excluidas del objeto social aquellas actividades que precisen por Ley de requisitos no cumplidos por la sociedad y por sus Estatutos, en especial, aquellas que la Ley del Mercado de Valores atribuye con carácter exclusivo a otras entidades, así como las propias de las Instituciones de Inversión Colectiva."

III.2 INFORMACIONES LEGALES.

III.2.1 Fecha y forma de constitución de la Sociedad emisora.

NATRA, S.A se constituyó el día 20 de junio de 1962 por la transformación en sociedad anónima de la sociedad "Faubel, Benlloch y Ferrandiz, S.R.C, Laboratorios Natra" esta última fundada el 10 de agosto de 1950.

La transformación se realizó mediante escritura pública otorgada ante el Notario de Valencia, D. Ramón Fraguas Massip, e inscrita en el Registro Mercantil de Valencia, folio 208, del tomo 265, de la sección 3ª de Anónimas, hoja 749.

Sus actividades se iniciaron en el año 1962 y su duración, de acuerdo con el artículo 3º de los Estatutos Sociales, será indefinida.

Sus Estatutos pueden ser consultados en el Registro Mercantil de Valencia donde se encuentra actualmente inscrita, en el Registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en el domicilio social y en la página web de la compañía (<http://www.natra.es/>).

III.2.2 Forma jurídica y legislación especial que le sea de aplicación.

La Sociedad adopta la forma jurídica de Sociedad Anónima, siéndole de aplicación las leyes relativas a dicho tipo de sociedades.

III.3 INFORMACIONES SOBRE EL CAPITAL.

III.3.1 Importe nominal del capital suscrito y del desembolsado, hasta la fecha de redactar el folleto.

El importe del capital nominal suscrito y desembolsado asciende en la actualidad a 24.624.000,00 euros representado por 20.520.000 acciones de 1,20 euros de valor nominal unitario, representadas mediante anotaciones en cuenta, totalmente suscritas y desembolsadas. Están admitidas en las Bolsas de Valores de Madrid y Valencia, a través del Sistema de Interconexión Bursátil (Mercado Continuo).

III.3.2 En su caso, indicación de los importes a liberar, plazos y forma en que debe tener lugar.

El capital social indicado en el punto III.3.1. se halla totalmente suscrito y desembolsado.



III.3.3 Clases y series de acciones.

El capital está representado por 20.520.000 acciones. Todas las acciones son de la misma clase, de 1,20 euros de valor nominal, están íntegramente suscritas y desembolsadas, gozan de idénticos derechos políticos y económicos y están representadas mediante anotaciones en cuenta.

La entidad encomendada de la llevanza del Registro Contable de anotaciones en cuenta es IBERCLEAR con domicilio en Madrid, C./ Pedro Teixeira, 8.

III.3.4 Cuadro esquemático de la evolución del capital social.

	Capital Social (euros)	Nº de Acciones	Nominal	Cifra variación
A 31/3/00	4.320.000 €	3.600.000	1,2 euros	—
A 31/12/00	12.960.000 €	10.800.000	1,2 euros	8.640.000 €
A 31/12/01	24.624.000 €	20.520.000	1,2 euros	11.664.000 €
A 30/09/04	24.624.000 €	20.520.000	1,2 euros	—

En noviembre de 2000, NATRA, S.A. realizó una ampliación de capital por importe de 8.640 miles de euros, mediante la emisión de 7.200.000 acciones de 1,2 euros de valor nominal cada una. La emisión se realizó a la par, es decir, sin prima de emisión. La cotización máxima de los derechos fue de 0,42 euros y la mínima de 0,18 euros.

El día 22 de diciembre de 2001 se formalizaron los acuerdos de ampliación de capital acordados en la Junta General de Accionistas de fecha 27 de junio de 2001 y en las sesiones del Consejo de Administración de 30 de julio, 24 de octubre y 20 de diciembre de 2001, consistentes en el aumento de capital en la cifra de once millones seiscientos sesenta y cuatro mil euros, mediante la creación de nueve millones setecientos veinte mil acciones de 1,2 euros de valor nominal cada una.

A la fecha de verificación del presente folleto informativo el capital social está representado por 20.520.000 acciones de 1,20 euros cada una de ellas, que supone una cifra de capital social de 24.624.000 euros.

III.3.5 Existencia de empréstitos de obligaciones convertibles, canjeables o con "warrants".

La Sociedad no tiene emitidos empréstitos de ningún tipo.

III.3.6 Títulos que representen las ventajas atribuidas a fundadores y promotores y bonos de disfrute.

La Sociedad no tiene emitidos títulos que representen ventajas atribuidas a fundadores y promotores ni bonos de disfrute.

III.3.7 Capital autorizado.

La Junta General Ordinaria de accionistas de la Sociedad, celebrada el día 28 de junio de 2004, adoptó el acuerdo de delegar en el Consejo de



Administración de la Sociedad la facultad de acordar, en una o varias veces, el aumento del capital social hasta una cifra a determinar en la oportunidad y en la cuantía, pero que en ningún caso podrá ser superior a la mitad del capital social actual. Las ampliaciones de capital deberán realizarse mediante aportaciones dinerarias dentro del plazo máximo de cinco años a contar desde el acuerdo de la Junta.

Asimismo en dicha Junta se acuerda dejar sin efecto en lo no utilizado, la autorización concedida en la Junta General de 27 de junio de 2001.

III.3.8 Condiciones a las que los Estatutos sometan las modificaciones del capital y de los respectivos derechos de las diversas categorías de acciones.

El artículo 20º de los Estatutos sociales en su párrafo 2º establece que:

“Para que las juntas puedan acordar validamente la emisión de obligaciones, pagarés, bonos y demás instrumentos financieros análogos, el aumento o la reducción del capital, la transformación, fusión o escisión de la sociedad y, en general, cualquier modificación de los Estatutos Sociales, deberán concurrir los accionistas en la cuantía exigida para tales casos en la Ley “

III.4 NUMERO Y VALOR NOMINAL DEL TOTAL DE LAS ACCIONES ADQUIRIDAS Y CONSERVADAS EN CARTERA POR LA PROPIA SOCIEDAD O POR PERSONA INTERPUESTA, INCLUYENDO LAS POSEIDAS A TRAVES DE FILIALES PARTICIPADAS EN MAS DEL 50 POR 100.

De conformidad con la propuesta del Consejo de Administración de la Compañía, y dejando sin efecto la autorización concedida en la Junta de 20 de junio de 2003, se acordó por la Junta General de Accionistas de fecha 28 de junio de 2004 de delegar en el Consejo de Administración la facultad de adquirir acciones propias, con el fin de poder dotar en momentos puntuales de mayor liquidez a las acciones de la compañía cotizadas en el Mercado de Valores.

La adquisición de acciones propias deberá en todo caso efectuarse dentro de los límites establecidos al efecto por la mencionada Junta, siendo el precio mínimo y máximo de adquisición el de 0,5 y 10 euros por acción, respectivamente.

La autorización es por un plazo de 18 meses y cumpliendo con la totalidad de términos y condiciones establecidos en los artículos 74 y siguientes de la ley de Sociedades Anónimas y legislación concordante.

Las operaciones realizadas durante los últimos años por la compañía se detallan en el cuadro siguiente.



	2001	2002	2003	Fecha redaccion
Saldo inicial (nº acciones)	5.000	56.164	342.984	82.393
% sobre capital a fin periodo	0,02%	0,27%	1,67%	0,40%
Nº acciones Compradas	75.429	426.048	279.097	161.172
% sobre capital a fin periodo	0,37%	2,08%	1,36%	0,79%
Precio Medio de Compra (€)	2,24	2,41	2,60	3,90
Nº acciones Vendidas	24.265	139.228	539.688	0
% sobre capital a fin periodo	0,12%	0,68%	2,63%	0,00%
Precio Medio de Venta (€)	2,30	2,49	2,75	0,00
Beneficio / Pérdida (€)	1.859 €	26.192 €	189.844 €	—
Saldo final (nº acciones)	56.164	342.984	82.393	243.565
% sobre capital a fin periodo	0,27%	1,67%	0,40%	1,19%

A la fecha de redacción del presente Folleto, la Sociedad posee en cartera 243.565 acciones, con un valor nominal de 292.278,00 euros, y un precio medio de compra de 3,67 € por acción, por un importe total de 893.223,74 euros, representativas del 1,19% del capital social.

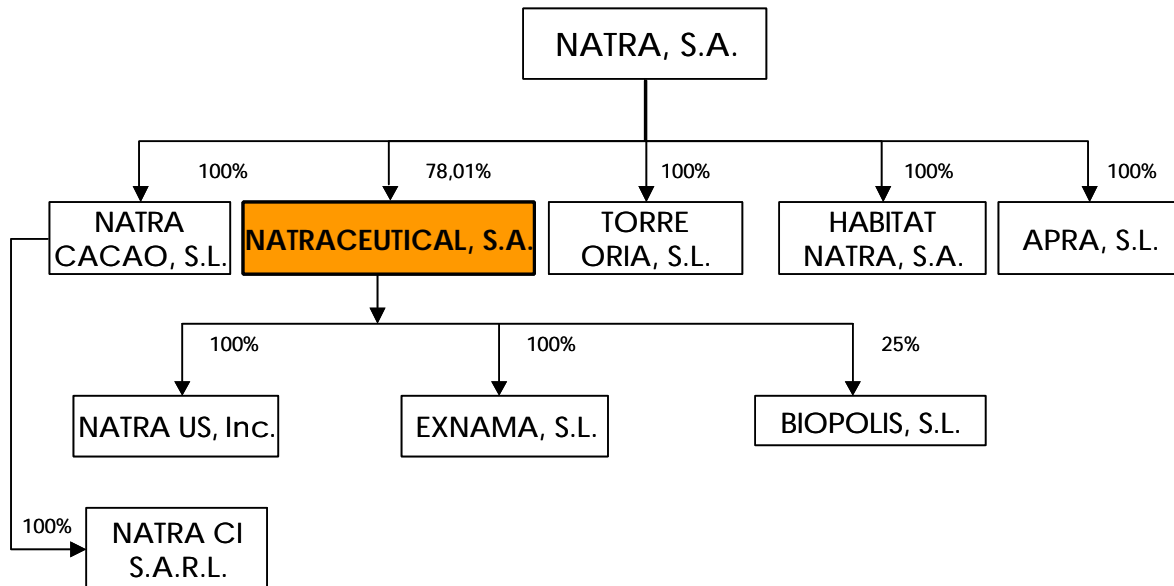
En cuanto a sus filiales participadas en más del 50 por 100, no disponen de acciones de NATRA, S.A. en cartera.

III.5 BENEFICIOS Y DIVIDENDOS POR ACCIÓN.

Los beneficios y dividendos por acción correspondientes a los últimos tres ejercicios cerrados se recogen en el punto II.17.3.

III.6 SI LA SOCIEDAD FORMA PARTE DE UN GRUPO DE SOCIEDADES CONFORME A LA LEGISLACION QUE LE RESULTE DE APLICACIÓN, INDÍQUESE CUAL Y LA POSICION QUE OCUPA DENTRO DE EL, PREFERENTEMENTE DE FORMA GRAFICA.

A continuación se detalla la estructura societaria de NATRA, S.A. y sus participadas a fecha 31 de diciembre de 2003.



A la fecha de redacción del presente folleto, NATRA, S.A. tiene una participación directa del 68,216% del capital social de NATRACEUTICAL, S.A., una vez realizada la venta del 7,211% a su filial TXOCAL OÑATI, S.L. realizada el pasado día 26 de noviembre, tal y como se explica en el capítulo II del presente folleto informativo. Por ello, a la fecha de redacción de este folleto, la participación total de NATRA, en NATRACEUTICAL, SA, asciende al 75,427%.

El detalle de las participaciones financieras de NATRA, S.A. a 31 de diciembre de 2003 y a 30 de septiembre de 2004 se indican a continuación (en euros):

DETALLE DE LAS INVERSIONES FINANCIERAS DE NATRA, S.A. (en euros) a 31/12/03

(En euros)	Participación		Capital	Prima de Emisión	Reservas Acumuladas	Resultados ejercicio	Valor Tco Contable	Valoren Libros	Provisión	Valor Neto
	Directa	Indirecta								
Natra U.S., Inc.	-	78,01%	1.607.284	0	-148.429	124.021	1.582.876	0	-	0
Apra, S.L.	100%	-	442.988	0	-72.928	-2.737	367.323	492.037	-121.976	370.061
Hábitat Natra, S.A.	100%	-	60.212	0	-	57.207	117.419	60.212	-	60.212
Torre Oria, S.L.	100%	-	3.876.450	0	2.663.398	-291.411	6.248.437	7.532.186	-712.791	6.819.395
Natra Cacao, S.L.	100%	-	16.763.760	0	2.779.435	1.510.724	21.053.919	17.870.407	-	17.870.407
Natraceutical, S.A. (*)	78,01%	-	14.638.043	0	-1.879.539	1.476.974	14.235.478	7.317.945	-	7.317.945
Exnama-Extratos Naturais da Amazonia	-	78,01%	1.098.479	0	-282.918	1.696.895	2.512.456	0	-	0
Natra CI Srl.	-	100%	1.524	0	6.356	-435.992	-428.112	0	-	0
Biopolis, S.L.	-	19,5% (*)	300.000	0	-	-131.769	168.231	0	-	0



DETALLE DE LAS INVERSIONES FINANCIERAS DE NATRA, S.A. (en euros) a 30/09/04 (NO AUDITADO)

(En euros)	Participación		Capital	Prima de Emisión	Reservas Acumuladas	Resultados ejercicio	Valor Tco Contable	Valor en Libros	Provisión	Valor Neto
	Directa	Indirecta								
Natra U.S., Inc.	-	75,48%	1.635.909	0	-24.773	47.483	1.658.619	0	-	0
Apra, S.L.	100%	-	442.988	0	70.192	-112.148	401.032	492.037	-91.005	401.032
Hábitat Natra, S.A.	100%	-	60.200	0	63.704	-2.875	121.029	60.212	-	60.212
Torre Oria, S.L.	100%	-	3.876.450	0	2.371.987	24.409	6.272.846	7.532.186	-966.040	6.566.146
Natra Cacao, S.L.	100%	-	16.763.760	0	4.290.158	848.109	21.902.027	17.870.407	-	17.870.407
Natraceutical, S.A. (*)	75,48%	-	18.490.160,00	16.178.889	-402.565	851.436	18.939.031	21.573.168	-	21.573.168
Exnama-Extratos Naturais da Amazonia	-	75,48%	1.095.890	0	1.345.100	1.469.352	3.910.342	0	-	0
Natra CI Srl.	-	100%	1.524	0	-429.636	-64.323	-492.435	0	-	0
Biopolis, S.L.	-	18,9%	300.000	0	-131.769	-118.600	181.400	0	-	0

(*) La Sociedad considera como participación permanente el 75% de NATRACEUTICAL, S.A. y el resto como inversión financiera temporal, no teniendo en cuenta dicho resto a los efectos de la consolidación. Dicho criterio está motivado por el compromiso asumido por NATRA, S.A., frente a la CNMV, recogido en el folleto de emisión de la salida a bolsa de las acciones de NATRACEUTICAL, S.A, consistente en dotar de liquidez a dicho valor, pretendiendo alcanzar un "free float" de, al menos, el 25%.

III.7 SOCIEDADES PARTICIPADAS DISTINTAS DE LAS ENUMERADAS EN EL PUNTO ANTERIOR.

No existen sociedades participadas distintas de las enumeradas en el punto anterior.



CAPÍTULO IV

ACTIVIDADES PRINCIPALES DEL EMISOR



CAPÍTULO IV

ACTIVIDADES PRINCIPALES DEL EMISOR

IV.1 ANTECEDENTES

NATRA, S.A. se constituyó por transformación en Sociedad Anónima de la Sociedad Regular Colectiva "FAUBEL, BENLLOCH Y FERRÁNDIZ, S.R.C., LABORATORIOS NATRA", fundada el día 10 de Agosto de 1950.

La transformación en Sociedad Anónima tuvo lugar el 20 de Julio de 1962 mediante escritura pública otorgada ante Notario y posterior inscripción de dicha escritura en el Registro Mercantil de Valencia el 8 de Noviembre de 1962.

En 1943 Faubel, Benlloch y Ferrándiz, tres químicos valencianos, se asocian y constituyen Laboratorios Natra S.R.C., que posteriormente daría origen a **Natra, S.A.** Su intención es extraer teobromina a partir de subproductos del cacao. En un principio, su interés meramente investigador les llevó a extraer y comercializar este alcaloide natural mientras se deshacían de la materia prima sobrante: el grano de cacao. Sin embargo, conscientes de la oportunidad que suponía la elaboración y comercialización de derivados del cacao y puesto que contaban con la materia prima necesaria para ello, ponen en marcha una nueva línea de negocio que daría origen a la hoy denominada **Natra Cacao, S.L.**

Actualmente, el **Grupo Natra** está compuesto por la empresa matriz Natra S.A. y una serie de sociedades filiales cuya actividad empresarial gira, fundamentalmente, en torno a la producción, elaboración y comercialización de productos derivados del cacao, de nutracéuticos, y otros principios activos de origen natural, así como de vino, de forma que aseguran tanto el aprovisionamiento de las materias primas necesarias, como la comercialización y exportación de los productos terminados.

Natra Cacao, S.L.

Es hoy la mayor industria de cacao de España y es uno de los pocos productores a escala mundial que mantienen su independencia en un mercado tan competitivo. Con el fin de asegurarse la producción de cacao, un producto estrictamente tropical, Natra Cacao, mantiene una política de aprovisionamiento muy diversificada, lo que le permite reducir en gran medida el riesgo político y climatológico de los países productores a los que compra: Costa de Marfil, Ghana, Nigeria, Guinea Ecuatorial, Camerún, Perú y Venezuela principalmente.

Con este objetivo, así como para evitar las comisiones a intermediarios, Grupo Natra ha constituido dos compañías en África: Natra CI, ubicada en Abidján, Costa de Marfil, y APRA, localizada en Malabo (Guinea Ecuatorial). Esta decisión estratégica ha permitido una mejora sustancial en los márgenes comerciales.

APRA, S.L.

Es una compañía fundada en 1963, con sede social en Guinea Ecuatorial. Su actividad se centra en las explotaciones agrícolas y en las exportaciones de cacao y sus derivados, exclusivamente para Natra Cacao.

Con esta actividad, APRA permite mantener la producción de cacao en la isla y mejorar su calidad en beneficio de los agricultores locales así como ampliar su participación en el desarrollo económico de Guinea Ecuatorial mediante la búsqueda y comercialización de plantas o productos de origen vegetal autóctonos. Desde 1990,



el Grupo Natra ha invertido recursos humanos y materiales en la investigación del aprovechamiento racional de la flora local.

Natra CI Srl.

En 2001, Grupo Natra fundó Natra CI en Costa de Marfil, una nueva sociedad dedicada a la adquisición de cacao en grano (exclusivamente para Natra Cacao) en ese país, líder mundial en la producción de cacao, puesto que representa el 40% del total mundial.

Torre Oria, S.L.

Estas bodegas centenarias, propiedad 100% del Grupo Natra, son una de las principales bodegas dentro de la Denominación de Origen Utiel-Requena, a la que pertenece. Fue la primera bodega con autorización para utilizar la denominación de origen cava en la Comunidad Valenciana. La gran capacidad de producción de vino que tiene esta región junto con sus variedades autóctonas, permite adquirir el vino a unos precios altamente competitivos y elaborar caldos de excelente calidad. Torre Oria exporta más del 70% de su producción, principalmente a Europa y Estados Unidos. En la actualidad la estrategia de la compañía se dirige a reforzar su presencia en el mercado norteamericano con cavas, reservas y grandes reservas y a abrir un cauce en los mercados asiáticos, donde ya se han firmado contratos con importantes comercializadoras. Además, dentro de su política de calidad, se reforzará la línea de vinos de autor y la difusión de la marca, tanto en el mercado nacional como en el internacional.

Natraceutical, S.A.

Natraceutical, S.A. se constituye como nueva sociedad en 2002, concentrando toda la actividad de biotecnología y recursos asociados del Grupo Natra. Con esta operación, se consolida la firme apuesta por la innovación y la obtención de nuevos derivados que otorgan mayor valor añadido y que incrementan las ventas, posicionándose en un lugar de liderazgo dentro de un sector en expansión.

La compañía elabora, investiga y desarrolla principios activos e ingredientes nutracéuticos procedentes de fuentes naturales, dirigidos principalmente al sector de la alimentación y también al farmacéutico y al cosmético.

Natraceutical, S.A. cuenta con 22 productos en el mercado y cuatro en diferentes fases de investigación. Asimismo, Natraceutical, S.A. elabora y comercializa patentes para su posterior cesión de uso y venta a terceros. La sociedad cotiza en el Nuevo Mercado de la bolsa española desde noviembre de 2002.

Natraceutical cuenta a su vez con dos filiales:

Exnama - Extratos Naturais de Amazônia, Ltda.

Exnama es una compañía constituida en Manaus (Brasil) centrada en la purificación y comercialización de cafeína.

Natra, US, Inc.

Dedicada a la comercialización de sus productos en el mercado norteamericano.

Natraceutical cuenta también con una participada, **BIOPOLIS** (con un 25%), en la que también participan el C.S.I.C., Talde y CAPSA. Esta sociedad tiene como meta la



investigación, desarrollo y elaboración de fermentos, levaduras, enzimas para su aplicación industrial.

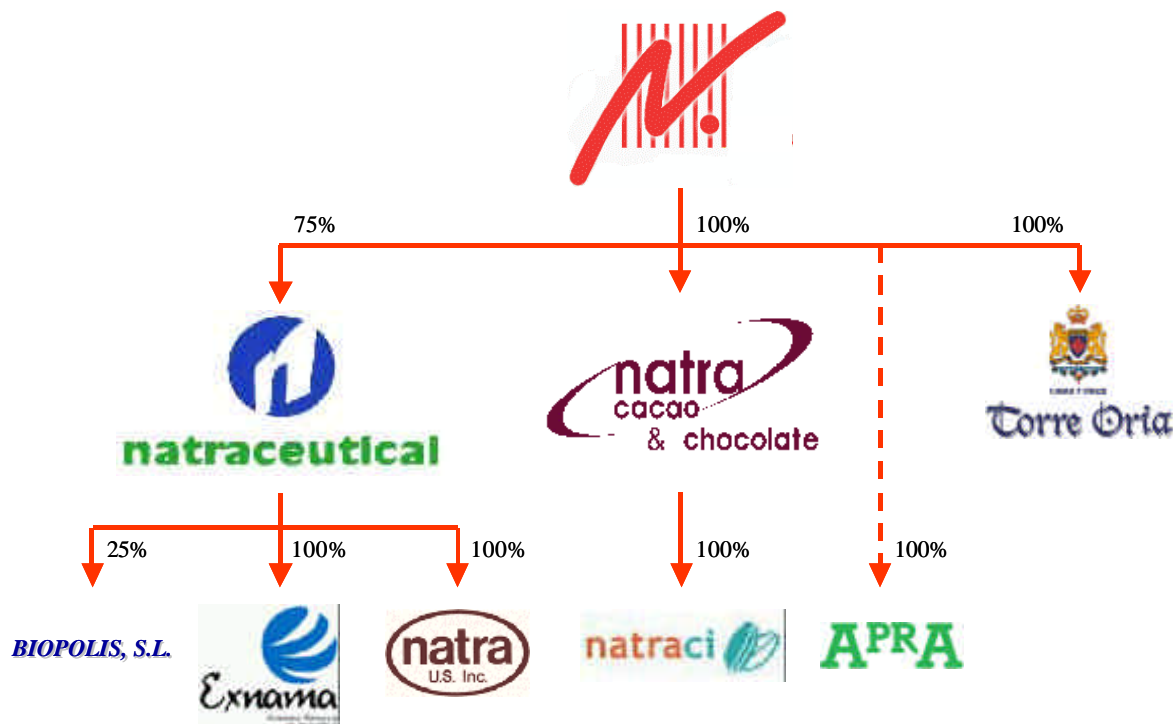
Hábitat Natra, S.A.

Hábitat Natra, S.A. fue constituida el 22 de julio de 1992 y tiene su domicilio social en Valencia. El objeto social es la promoción, construcción, compraventa y arrendamiento de inmuebles.

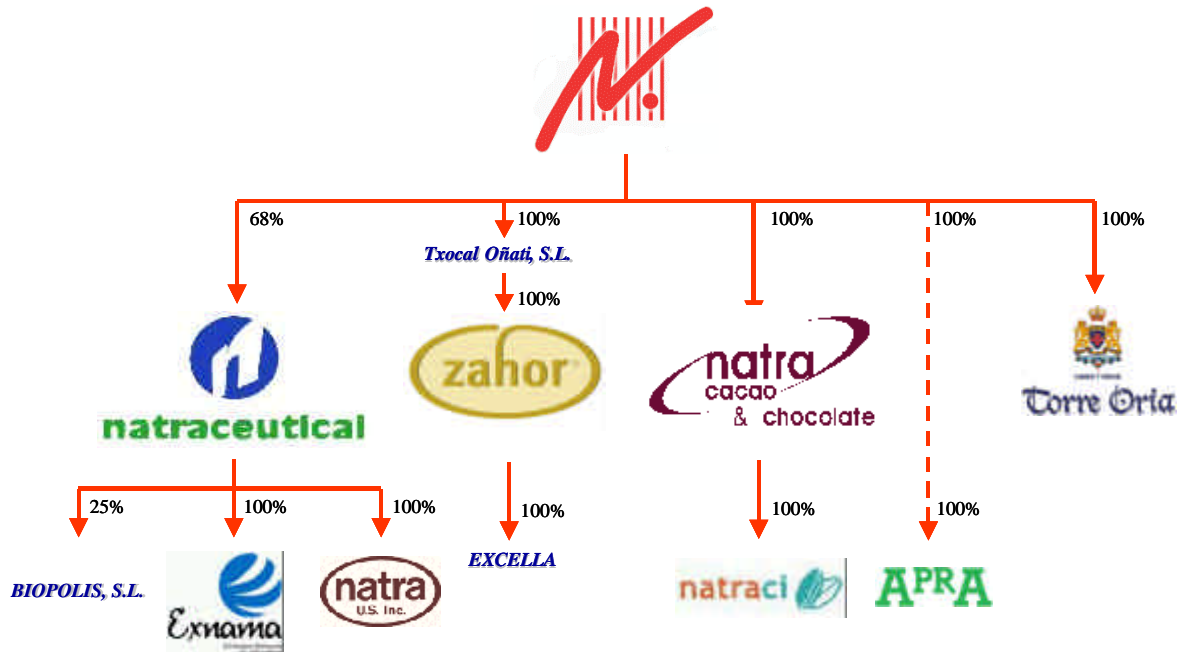
En los últimos años se ha ido desprendiendo de todos sus activos, siendo los últimos enajenadas en 2003, lo que le generó unos ingresos de 0,8 millones de euros.

La sociedad ya no mantiene actividad alguna ni personal alguno en nómina, por lo que no se realiza mayor análisis de esta filial a lo largo del presente capítulo.

En el gráfico siguiente se detalla la estructura societaria del grupo y las participaciones accionariales en las distintas compañías a fecha de verificación del presente folleto.



En el gráfico siguiente se detalla la estructura societaria del grupo y las participaciones accionariales en las distintas compañías a fecha posterior a la operación de compra de Zahor.



NATRA, S.A., como se ha explicado en el capítulo II apartado 16.2 de este folleto, ha constituido una nueva sociedad denominada TXOCAL OÑATI, S.A. con domicilio en Oñate (Guipúzcoa) al objeto de que la misma integre las actividades de chocolate desarrolladas por el grupo tras la incorporación de ZAHOR, S.A.

IV. 2 ACTIVIDADES PRINCIPALES DEL EMISOR

IV.2.1 Descripción de las principales líneas de actividad.

En primer lugar se presentan determinados datos seleccionados de los estados financieros consolidados de Natra, S.A., auditados por Andersen durante el año 2001 y por Deloitte & Touche durante los años 2002 y 2003, para proceder a continuación a la descripción detallada de sus actividades.



NATRA, S.A. Consolidado
Balance de Situación a 31 de diciembre de 2001, 2002 y 2003

BALANCE (euros)	2001	2002	2003
Gastos de Establecimiento	1.116.315	1.258.226	917.716
Inmovilizado Inmaterial	1.953.640	1.729.790	2.407.799
Inmovilizado Material	35.085.391	33.627.663	37.703.149
Inmovilizado Financiero	28.474	693.773	666.314
Acciones de la Sociedad dominante	79.753	482.146	170.394
Total Inmovilizado	38.263.573	37.791.598	41.865.372
Fondo de comercio de consolidación	2.898.520	2.601.307	2.304.093
Gastos a distribuir en varios ejercicios	0	429.959	286.640
Existencias	28.411.529	36.473.340	38.461.935
Deudores	13.250.275	16.819.379	16.974.841
Tesorería e Inversiones Financieras Temporales	1.885.613	3.453.946	2.985.585
Ajustes de periodificación	261.117	301.795	375.315
Total Activo Circulante	43.808.534	57.048.460	58.797.676
ACTIVO	84.970.627	97.871.324	103.253.781
Fondos Propios	31.003.698	30.153.628	36.400.381
Socios externos	0	1.612.312	1.854.544
Ingresos a distribuir en varios ejercicios	756.135	662.408	598.842
Provisiones pararriesgos y gastos	15.025	0	0
Deudas con entidades de crédito	6.153.923	11.226.019	13.195.606
Otros acreedores	2.967.058	2.398.605	1.963.223
Acreedores a largo plazo	9.120.981	13.624.624	15.158.829
Deudas con entidades de crédito	31.576.904	42.271.760	40.402.058
Acreedores comerciales	7.820.875	6.879.148	5.642.525
Otras deudas no comerciales	4.644.493	2.661.626	3.175.954
Provisiones para operaciones de tráfico	25.873	0	3.396
Ajustes por periodificación	6.643	5.818	17.252
Acreedores a corto plazo	44.074.788	51.818.352	49.241.185
PASIVO	84.970.627	97.871.324	103.253.781
Endeudamiento Financiero Neto	38.491.214	52.140.225	52.291.897
Fondo de Maniobra (AC-PC)	-266.254	5.230.108	9.556.491
Activo Circulante / Acreedores a corto plazo	0,99	1,10	1,19
Endeudamiento Financiero Neto / Fondos Propios	1,24	1,73	1,44
Endeudamiento Financiero Neto / Total Pasivo	0,45	0,53	0,51
Endeudamiento Financiero Neto / EBITDA	-84,58	8,63	6,88

Cuenta de Pérdidas y Ganancias Consolidada correspondiente a los ejercicios anuales terminados a 31 de diciembre de 2001, 2002 y 2003

RESULTADOS (euros)	2001	2002	2003
+ Ingresos Totales	60.997.827	78.099.138	88.105.738
- Reducción de existencias productos terminados	0	0	0
- Aprovisionamientos	45.680.800	54.761.139	63.230.156
- Gastos de personal	6.560.573	6.121.729	7.614.779
- Amortizaciones	3.395.201	2.995.700	3.479.381
- Provisiones	88.062	324	714.991
- Otros gastos de explotación	9.211.533	11.173.675	9.660.991
= Resultado de Explotación	-3.938.342	3.046.571	3.405.440
+/- Resultados Financieros y Amortiz. Fdo Comercio	-1.896.516	-775.423	3.913.984
= Resultado de las Actividades Ordinarias	-5.834.858	2.271.148	7.319.424
+/- Resultado Extraordinario	-583.636	-1.131.197	-312.347
= Resultado antes de impuestos	-6.418.494	1.139.951	7.007.077
- Impuesto sobre Sociedades	28.645	-679.517	495.442
= Resultado antes de minoritarios	-6.447.139	1.819.468	6.511.635
- Resultado atribuido a socios externos	0	-29.512	507.539
= Resultado del ejercicio	-6.447.139	1.848.980	6.004.096
Resultado de Explotación / Ingresos Totales	-6,5%	3,9%	3,9%
Resultado Ordinario / Ingresos Totales	-9,6%	2,9%	8,3%
Resultado del Ejercicio / Ingresos Totales	-10,6%	2,4%	6,8%
EBITDA / Gastos Financieros	-0,21	2,35	2,72



El Grupo Natra

Como se ha comentado, el **Grupo Natra** está compuesto por la empresa matriz Natra S.A. y una serie de sociedades filiales cuya actividad empresarial gira, fundamentalmente, en torno a la producción, manipulación, elaboración y comercialización de productos derivados del cacao, de nutracéuticos, y otros principios activos de origen natural, de forma que aseguran tanto el aprovisionamiento de las materias primas necesarias, como la comercialización y exportación de los productos terminados.

A continuación se presentan determinados datos seleccionados de las principales filiales de Natra, S.A., así como su aportación al importe de la cifra de negocios del grupo a 31 de diciembre de 2003.

Datos seleccionados de las principales filiales a 31 de diciembre de 2003

(cifras en euros)	NATRA CACAO	NATRACEUTICAL	TORRE ORIA	NATRA, S.A.	RESTO *	TOTAL
Ingresos Totales	61.409.473	19.410.711	6.287.392	236.553	761.609	88.105.738
Margen Bruto	12.467.471	8.875.933	3.066.707	178.561	286.910	24.875.582
% s / ingresos	20,30%	45,73%	48,78%			
EBITDA	4.706.676	3.709.179	609.389	-2.311.258	885.826	7.599.812
% s / ingresos	7,66%	19,11%	9,69%			
EBIT	2.746.726	2.418.016	-211.581	-2.131.251	583.530	3.405.440
% s / ingresos	4,47%	12,46%	-3,37%			
Resultado del ejercicio	1.510.724	1.978.092	-291.411	3.326.951	-520.260 **	6.004.096
% s / ingresos	2,46%	10,19%	-4,63%			

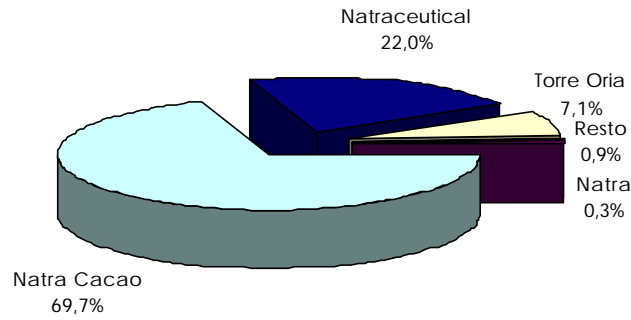
% s / consolidado	NATRA CACAO	NATRACEUTICAL	TORRE ORIA	NATRA, S.A.	RESTO	TOTAL
Ingresos Totales	69,7%	22,0%	7,1%	0,3%	0,9%	100,0%
Margen Bruto	50,1%	35,7%	12,3%	0,7%	1,2%	100,0%
EBITDA	61,9%	48,8%	8,0%	-30,4%	11,7%	100,0%
EBIT	80,7%	71,0%	-6,2%	-62,6%	17,1%	100,0%
Resultado del ejercicio	25,2%	32,9%	-4,9%	55,4%	-8,7%	100,0%

(*) La columna Resto incluye las partidas de las filiales Habitat Natra, APRA y NATRA CI, así como el conjunto de los ajustes de consolidación. Por su importancia poco significativa se incluyen de forma agregada.

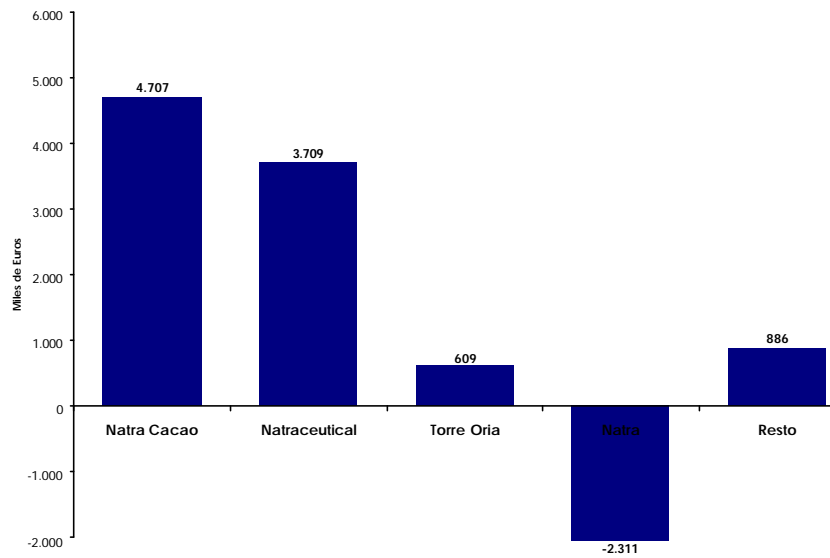
(**) El resultado real de Natraceutical a 31 de diciembre de 2003 ha sido de 1,98 millones de euros si bien solo consolida por el 78,01%. En la columna Resto se incluye el resultado neto correspondiente a los intereses minoritarios por el beneficio de Natraceutical.



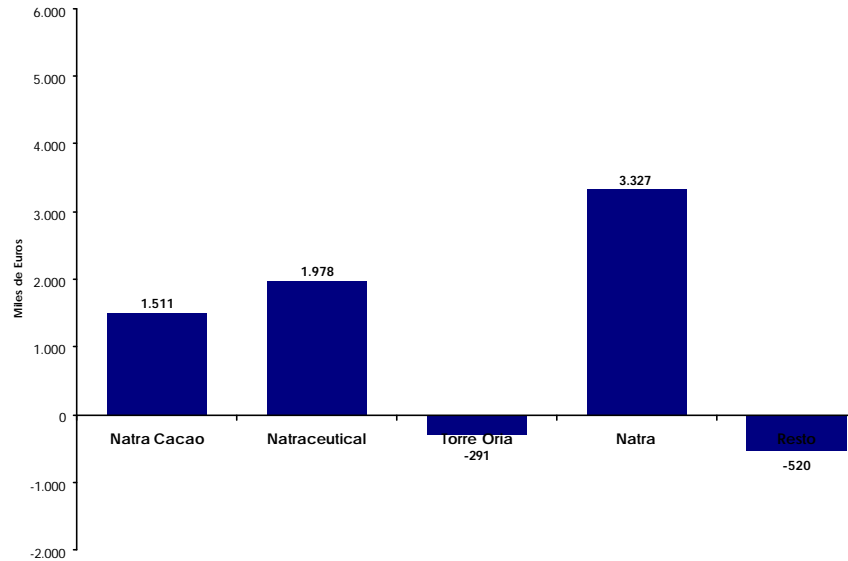
Distribución del importe neto de la cifra de negocios en 2003 por actividades



Aportación al EBITDA en 2003 por actividades



Aportación al Beneficio Neto en 2003 por actividades



El importante crecimiento de Natraceutical, compañía dedicada al desarrollo, producción y comercialización de cafeína purificada, principios activos y productos e ingredientes nutraceuticos, ha permitido que esta filial haya supuesto el 22% de las ventas en 2003, mientras que aportó al EBITDA del ejercicio un total de 3,7 millones de euros. No obstante, la primera de las filiales sigue siendo Natra Cacao, que aporta el 70% de la facturación del grupo y está dedicada, por una parte, a la elaboración de derivados del cacao (es decir, pasta de cacao, manteca de cacao y cacao en polvo) a partir de cacao en grano procedente de diversos países y, por otra, a la producción de coberturas de chocolate.

Estas dos compañías configuran la actividad principal del Grupo Natra.

A nivel de beneficio neto, el impacto de la desinversión en Natraceutical por el cumplimiento por parte de Natra de su compromiso de aumentar el free float de su filial, ha provocado que se genere un beneficio neto en la sociedad matriz de 3,3 millones de euros.

Para llevar a cabo los procesos productivos de transformación del cacao, el grupo importa materias primas de la mayoría de países tropicales, principalmente de Costa de Marfil, manteniendo una política de Investigación y Desarrollo constante, y realizando a través de los diferentes laboratorios de los que dispone, severos controles de calidad tanto de materias primas como de productos en curso y acabados. De esta forma, sus productos cumplen los requisitos técnicos de los clientes más exigentes, no sólo de España sino de todos los países a los que exporta el 54% de su producción de cacao y chocolate.

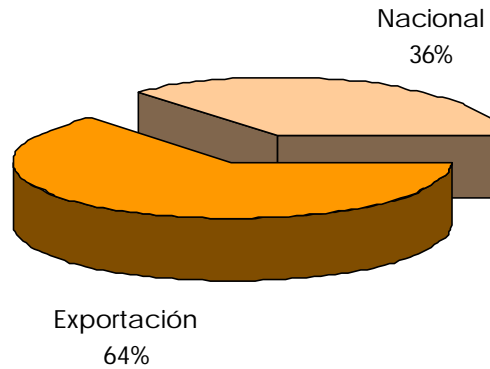
Del mismo modo y, a través de su filial Natraceutical, la compañía se perfila como uno de los principales productores mundiales de cafeína purificada, y como un referente en el sector de ingredientes funcionales.

TORRE ORIA, S.L., que se dedica a elaborar vinos y cavas, aporta el 7% de la facturación del grupo y fue la primera bodega de la Comunidad Valenciana autorizada para la elaboración de cavas, al tiempo que ha conseguido mantenerse como una de las bodegas con mayor prestigio en la Denominación de Origen Utiel-Requena. En la actividad de vino y cavas exporta el 57%, principalmente al Norte de Europa y Estados Unidos.



Durante el año 2003, el conjunto de filiales de Natra, S.A., han exportado el 64% del importe neto de la cifra de negocios, principalmente a países de la Unión Europea, Estados Unidos, Latinoamérica y Asia.

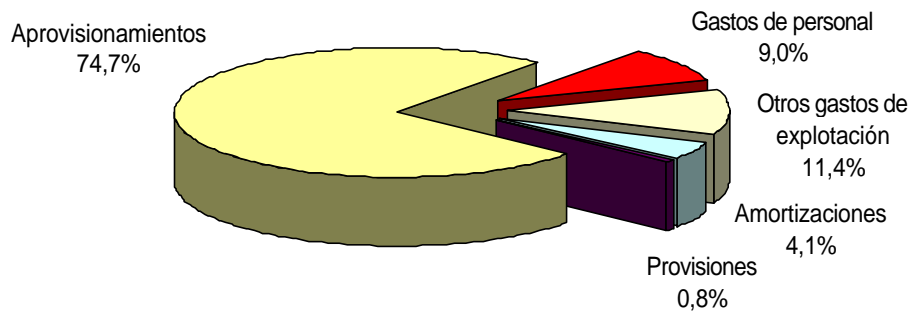
Distribución del importe neto de la cifra de negocios en 2003



A continuación se presenta la estructura de costes de la compañía, a nivel consolidado, así como la evolución del resultado de explotación:

Cifras en euros	2001	%	2002	%	2003	%
Ingresos Totales	60.997.827	100%	78.099.138	100%	88.105.738	100%
% de crecimiento			28,0%		12,8%	
Aprovisionamientos	45.680.800	74,9%	54.761.139	70,1%	63.230.156	71,8%
Gastos de personal	6.560.573	10,8%	6.121.729	7,8%	7.614.779	8,6%
Otros gastos de explotación	9.211.533	15,1%	11.173.675	14,3%	9.660.991	11,0%
BAITDA - Cash Flow de Explotación	-455.079	-0,7%	6.042.595	7,7%	7.599.812	8,6%
Amortizaciones	3.395.201	5,6%	2.995.700	3,8%	3.479.381	3,9%
Variación provisiones	88.062	0,1%	324	0,0%	714.991	0,8%
BAIT - Resultado de Explotación	-3.938.342	-6,5%	3.046.571	3,9%	3.405.440	3,9%

Estructura de Costes de Grupo Natra, S.A. en 2003



Como puede observarse, la compañía arrojó pérdidas en 2001 debido principalmente a la negativa evolución del margen de la manteca refinada destinada a la alimentación producida y comercializada por la antigua Extractos Natra. Ante esta situación, y puesto que a pesar de los esfuerzos realizados para la mejora de la rentabilidad de este producto, ésta seguía siendo una actividad deficitaria, el Consejo decidió en 2001 establecer una reordenación del negocio destinando el know how de la compañía hacia productos de mayor valor añadido y más avanzados



tecnológicamente. De esta manera, se abandonó la actividad de manteca refinada (dejando de comercializarse una vez cerrado el ejercicio 2001) destinada a la alimentación, formulándose un expediente de regulación de empleo, lo que se refleja en la partida de gastos de personal.

Como consecuencia de lo anterior, en 2001 el Grupo Natra llevó a cabo una remodelación de sus negocios y su estructura que se culminó a finales de 2002 con la salida a bolsa de su filial Natraceutical. Dicha reestructuración ha permitido una mejora de los márgenes por cuanto se comercializan productos con un mayor margen bruto y se realizó un ajuste de otras partidas de costes. Como se ha comentado, se produjo una reducción de plantilla que disminuyó su peso sobre ventas del 10,8% en 2001 al 7,8% en 2002. Adicionalmente, se emprendió un importante plan de ahorro de coste que ha permitido reducir la partida de otros gastos de explotación desde un 15% de las ventas en 2001 a un 8,6% en 2003.

Los **aprovisionamientos** son la principal partida dentro de los costes de Natra y comprende los **consumos de materia prima** de las distintas actividades del grupo, principalmente cacao en grano (77% de los aprovisionamientos del grupo), materia prima para la obtención de cafeína, principios activos e ingredientes nutracéuticos (18% de los aprovisionamientos del grupo), y la uva necesaria para la elaboración de vinos y cavas (5% de los aprovisionamientos del grupo). La evolución de dicha partida en términos porcentuales está condicionada por la evolución de los precios de las distintas materias primas, de la capacidad de Natra de repercutir en el precio final al cliente y de la venta de productos con mayores márgenes brutos.

Durante el año 2003, el margen bruto del grupo se ha situado en 24,9 millones de euros, lo que representa un 28,2% sobre ingresos respecto al 25,1% de 2001 y en línea con el año anterior, 29,9%. Respecto a 2002, el margen bruto mejoró sensiblemente en Natra Cacao (20% en 2003 frente a 17% en 2002) y Natraceutical (46% en 2003 frente a 43% en 2002), mientras que en Torre Oria se redujo (desde un 55% en 2002 a un 49% en 2003). Cabe destacar que el empeoramiento en el margen bruto de Torre Oria se ha debido a la aparición de nuevos competidores, como Chile, Australia y Sudáfrica y al exceso de producto almacenado en el mercado, todo ello ha provocado un cierto estancamiento del crecimiento del sector vinícola español en su conjunto.

Los **costes de personal** se han incrementado en términos absolutos junto con el incremento de la plantilla media del grupo, que se ha situado en 255 personas frente a las 240 de 2001. De este modo, los gastos de personal se han situado en 7,6 millones de euros, frente a los 6,6 millones de euros en 2001. No obstante, su peso sobre la cifra de ventas se ha reducido desde un 10,8% en 2001 hasta un 8,6% en 2003.

La partida de **Otros gastos de explotación**, asciende a 9,7 millones de euros en 2003, lo que supuso un 11,0% de las ventas, porcentaje significativamente inferior al 15,1% registrado durante 2001. Los principales conceptos de gastos incluidos en el apartado de **otros gastos de explotación** son: suministros y energía, transportes de las ventas, mantenimiento y conservación, servicios profesionales independientes y publicidad y propáganda en Torre Oria.

NATRA, S.A.

Natra, S.A. se constituyó el 20 de junio de 1962 por transformación en sociedad anónima de la sociedad "Faubel, Benlloch y Ferrándiz, S.R.C., Laboratorios Natra". Esta última fue fundada el 10 de agosto de 1950.

Su objeto social es la elaboración de productos alimenticios, así como su comercialización, la explotación de plantaciones agrícolas y productos tropicales,



promoción, construcción y comercialización de inmuebles, así como la participación en el capital social de otras sociedades con objeto social idéntico o análogo.

Magnitudes económicas de Natra, S.A.

BALANCE (euros)	2001	2002	2003
Gastos de Establecimiento	664.378	518.784	373.190
Inmovilizado Inmaterial	226.475	67.945	91.640
Inmovilizado Material	1.696.971	28.463	44.141
Inmovilizado Financiero	28.792.411	40.040.586	38.615.029
Acciones de la Sociedad dominante	79.753	482.146	170.394
Total Inmovilizado	31.459.988	41.137.924	39.294.394
Gastos a distribuir en varios ejercicios	0	345.518	230.345
Existencias	0	0	318.956
Deudores	2.947.342	735.568	726.425
Tesorería e Inversiones Financieras Temporales	145.807	1.797.855	1.059.884
Ajustes de periodificación	27.306	120.723	107.864
Total Activo Circulante	3.120.455	2.654.146	2.213.129
ACTIVO	34.580.443	44.137.588	41.737.868
Fondos Propios	29.167.867	28.554.493	32.083.788
Ingresos a distribuir en varios ejercicios	83.798	63.694	46.698
Deudas con entidades de crédito	1.795.197	13.222.928	7.442.185
Deudas con empresas del grupo	1.053	1.384.244	1.665.672
Acreeedores comerciales	403.479	178.991	232.676
Otras deudas no comerciales	3.129.049	733.238	266.849
Acreeedores a corto plazo	3.533.581	2.296.473	2.165.197
PASIVO	34.580.443	44.137.588	41.737.868
Endeudamiento Financiero Neto	1.649.390	11.425.073	6.382.301
Fondo de Maniobra (AC-PC)	-2.208.323	-12.865.255	-7.394.253
Activo Circulante / Acreeedores a corto plazo	0,88	1,16	1,02
Endeudamiento Financiero Neto / Fondos Propios	0,06	0,40	0,20
Endeudamiento Financiero Neto / Total Pasivo	0,05	0,26	0,15

Endeudamiento Financiero Neto: Endeudamiento bancario – Tesorería e Inversiones Financieras Temporales

RESULTADOS (euros)	2001	2002	2003
+ Ingresos Totales	634.100	319.620	236.553
- Reducción de existencias productos terminados	0	0	-318.956
- Aprovisionamientos	0	0	376.948
- Gastos de personal	375.595	324.887	378.031
- Amortizaciones	152.322	195.500	183.335
- Provisiones	2.746	-5.900	-3.328
- Otros gastos de explotación	249.562	800.333	1.751.774
= Resultado de Explotación	-146.125	-995.200	-2.131.251
+/- Resultados Financieros	106.880	1.697.596	6.504.197
= Resultado de las Actividades Ordinarias	-39.245	702.396	4.372.946
+/- Resultado Extraordinario	-1.463.855	1.121.630	-405.519
= Resultado antes de impuestos	-1.503.100	1.824.026	3.967.427
- Impuesto sobre Sociedades	0	85.169	640.476
= Resultado antes de minoritarios	-1.503.100	1.738.857	3.326.951
- Resultado atribuido a socios externos	0	0	0
= Resultado del ejercicio	-1.503.100	1.738.857	3.326.951
Resultado de Explotación / Ingresos Totales	-23,0%	-311,4%	-901,0%
Resultado Ordinario / Ingresos Totales	-6,2%	219,8%	1848,6%
Resultado del Ejercicio / Ingresos Totales	-237,0%	544,0%	1406,4%
EBITDA / Gastos Financieros	0,02	-1,18	-3,81



Natra, S.A. es la Sociedad cabecera del Grupo Natra y su actividad en el ejercicio 2003 ha consistido principalmente en la prestación de servicios de dirección y gestión a las sociedades del grupo, así como prestar el apoyo técnico necesario para que dichas sociedades puedan realizar sus actividades. Las empresas del Grupo Natra tienen firmados dos contratos con la Sociedad por los que ésta se compromete a prestar servicios de dirección, administración y financiación.

Los costes que implica la prestación de dichos servicios, así como gastos exteriores como auditorías, asesorías, etc., llevan a la sociedad a mostrar un ebitda negativo de 2,3 millones de euros en 2003. El importe total de estos gastos podría ser cargado a las distintas sociedades aumentando la cifra cargada como management fee a las filiales.

Por otro lado, Natra, S.A. ha obtenido ingresos financieros por la venta de acciones de Natraceutical, de acuerdo con la voluntad de la compañía de dar una mayor liquidez a este valor reduciendo su participación. A lo largo de 2003 Natra colocó en el mercado un neto del 5,3% de las acciones de su filial. Debido a estas ventas, Natra, S.A. obtuvo un beneficio neto en 2002 de 1,7 millones de euros y en 2003 de 3,3 millones de euros.

NATRA CACAO Y CHOCOLATE

NATRA CACAO, S.L. con domicilio social en Quart de Poblet (Valencia), se constituye el 1 de junio de 1993.

El objeto social de Natra Cacao es la elaboración de productos alimenticios así como la comercialización, exportación y, en general, cualquier intermediación en la fabricación o comercialización de los mismos y la explotación de plantaciones agrícolas y de productos tropicales.

Natra Cacao es la filial del grupo dedicada a producción de ingredientes alimenticios derivados del cacao para la industria de alimentación. Para ello realiza la molienda y prensado de cacao en grano, del que se obtienen tres productos: pasta de cacao, manteca de cacao y cacao en polvo. Y desde 2001 a la producción de coberturas de chocolate.

En 2003 Natra Cacao ha adaptado sus sistemas de calidad y ha obtenido el certificado UNE-EN ISO 9001:2000. En esta certificación, que se ha obtenido gracias a la robustez del anterior sistema de calidad (ISO 9002), y a la implicación de todos los colaboradores de la sociedad, se incluyen todas sus actividades, desde el diseño y desarrollo de nuevos productos hasta la producción y comercialización de sus referencias, desde el proveedor hasta el cliente, pasando por la formación del empleado, el seguimiento de productos y procesos, la innovación, el compromiso de la dirección y, como ya hemos comentado, la mejora continua.

Visión general del sector del cacao

El cacao en grano es la semilla del árbol del cacao, que crece en el Trópico. Dicha semilla se deja fermentar, se seca y se embarca hacia los países consumidores que están situados, en su mayoría, en la zona templada del planeta y no son, por tanto, productores de cacao.

El cacao en grano es empleado por dos tipos de industrias. La del chocolate, que fabrica con él la pasta y, a veces, también la manteca que necesita para su producto



y la del cacao (también llamada industria del prensado), que fabrica con él pasta, manteca y cacao en polvo que vende a la industria del chocolate y a la de los demás sectores que usan derivados del cacao como ingredientes.

La industria del cacao, nacida a finales del siglo XIX con la invención del prensado hidráulico, es realmente una especialización de la del chocolate, por lo que crece conforme ésta va sustituyendo el uso del cacao en grano por el de sus derivados, que son mucho más cómodos de emplear y que ahorran las continuas inversiones requeridas por la molienda y el prensado de cacao.

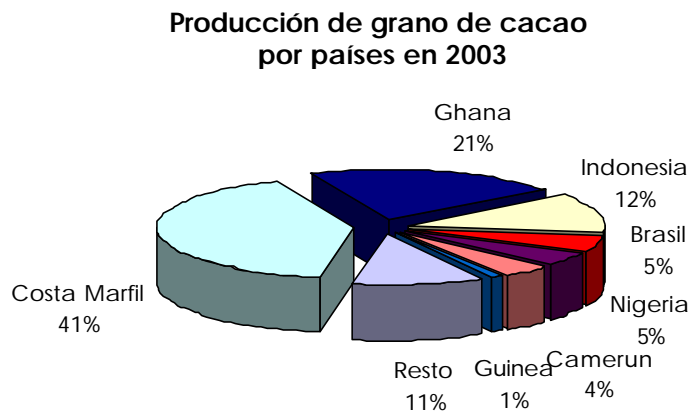
El consumo de chocolate y por tanto el cultivo de cacao, ha aumentado casi constantemente desde sus orígenes, a finales del siglo XVI y con mucha mayor fuerza desde mediados del siglo XX.

Sin embargo, el sector ha vivido en la década final de este último siglo la paradoja que supone, por una parte, unos aumentos constantes de la producción y el consumo y, por la otra, una disminución continua en el número de compañías involucradas, no sólo industriales sino también exportadoras en origen y comerciales en destino.

Esta situación está provocando un cambio que se traduce en un nuevo modelo por el cual se produce a la vez una integración y una reasignación de las diferentes fases de la cadena que desembocará, probablemente, en dos tipos de grandes empresas:

- Las que se expandan para abarcar la mayor parte de la cadena de valor.
- Las que partiendo del chocolate industrial se especialicen en la elaboración del producto final.

La cosecha mundial de cacao en la temporada que se extiende desde julio de 2003 a marzo de 2004 (meses en los que se produce la recolección en los países productores) ha sido de un volumen muy similar a la de la temporada 2.002/03.



Fuente: Boletín trimestral de estadísticas del cacao. Marzo 2004

La tabla siguiente muestra, en toneladas métricas, el volumen anual de molturaciones de cacao en grano en Europa y en EEUU. Así pues, la actividad molturadora de las áreas geográficas de mayor consumo a nivel mundial se ha recuperado después de un año muy negativo, a pesar de lo cual sigue por debajo de los máximos históricos alcanzados en 2000 y 2001 cuando una reducción muy significativa de los márgenes hizo imposible el mantener el nivel de actividad del sector.



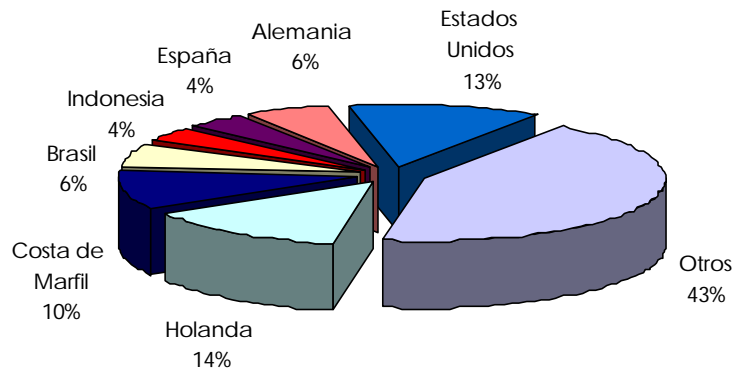
	2001	2002	2003
UE. + Suiza	1,073.112	1,002.631	1,035.139
EEUU.	444.408	384.257	396.899
Total	1,517.520	1,386.888	1,432.038

	2001	2002	2003
UE. + Suiza	- 3'1%	- 6'6%	+ 3'2%
EEUU.	+ 1'8%	- 13'5%	+ 3'3%
Total	- 1,7%	- 8'6%	+ 3'3%

Fuente: Boletín trimestral de estadísticas del cacao. Marzo 2004

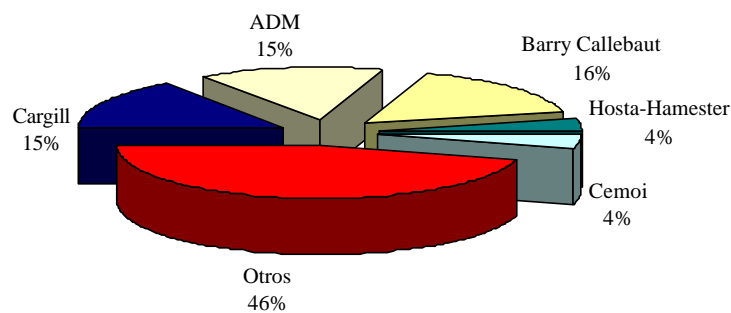
A continuación se muestra una distribución de los principales países donde se realiza la molturación del cacao en grano, así como de los principales grupos industriales de este sector:

Distribución de la molturación de grano por países



Fuente: Boletín trimestral de estadísticas del cacao. Marzo 2004

Distribución de la molturación de grano principales grupos



Fuente: Elaboración propia

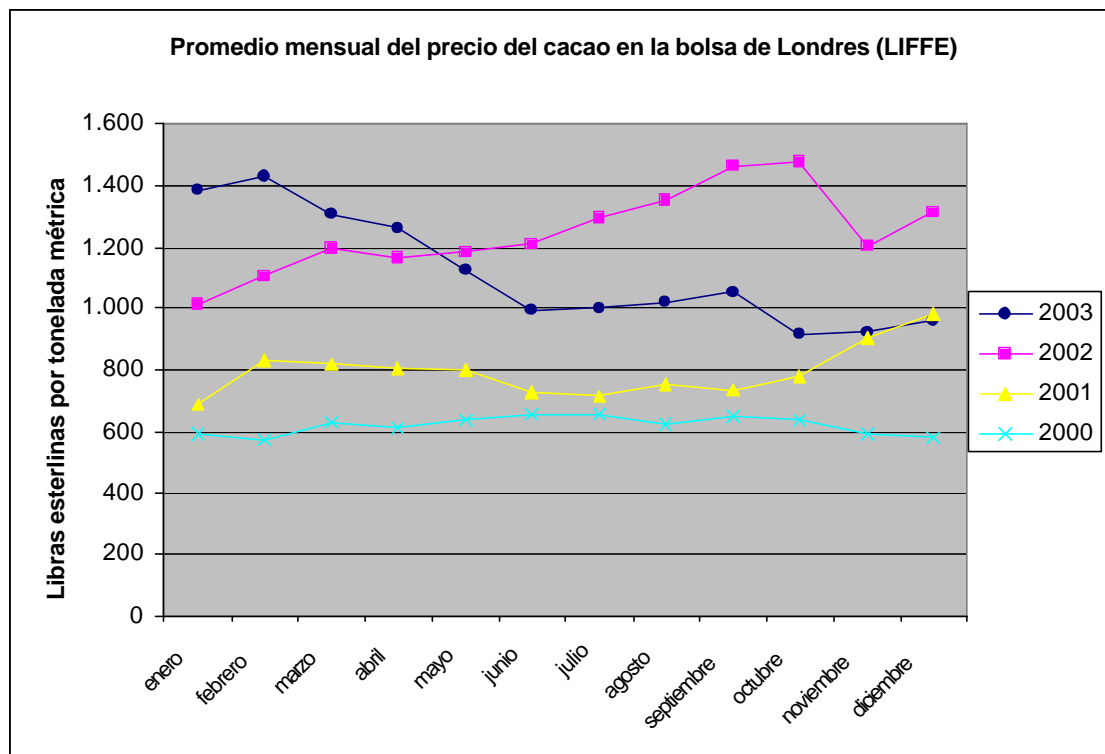


Por países, Holanda (14%), Estados Unidos (13%) y Costa de Marfil (10%) son los principales transformadores de grano de cacao. Otros países que destacan son Alemania y Brasil, con una capacidad de transformación superior a las 150.000 Tm.

Entre los mayores grupos industriales cabe destacar principalmente a Barry-Callebaut, ADM y Cargill, representando casi un 50% de la totalidad de cacao transformado a nivel mundial. Poseen plantas tanto en Europa como en origen (Costa de Marfil, Ghana, Camerún) y la capacidad instalada de cada uno de ellos supera las 300.000 toneladas.

Estos grupos son los principales competidores de Natra Cacao, si bien a nivel español Natra se sitúa como el primer productor de cacao, con algo más del 50% de cuota de mercado. Otros productores importantes por tamaño en el mercado español son Chocovic y Nestlé, pero en gran medida producen para consumo propio, el resto del sector se encuentra muy fragmentado.

En cuanto al precio del grano de cacao, el año 2003 no ha consolidado la recuperación con que terminaba el anterior corrigiendo la fuerte caída habida en noviembre. En efecto, como puede verse en la gráfica adjunta, a partir de febrero se inició un descenso sostenido que sólo fue compensado por una pequeña recuperación en los meses veraniegos antes de perder todo lo ganado y terminar con bastante estabilidad no lejos del valor mínimo del año, que coincide con el máximo de 2001.



La importancia de la evolución del precio del grano de cacao radica en la imposibilidad de conocer en el momento de la compra el precio de referencia que tendrá dicho grano de cacao cuando se venda (una vez procesado). De esta forma no puede conocerse el margen que reportará dicha producción hasta que efectivamente se venda por la volatilidad de esta materia prima. Este efecto trata de



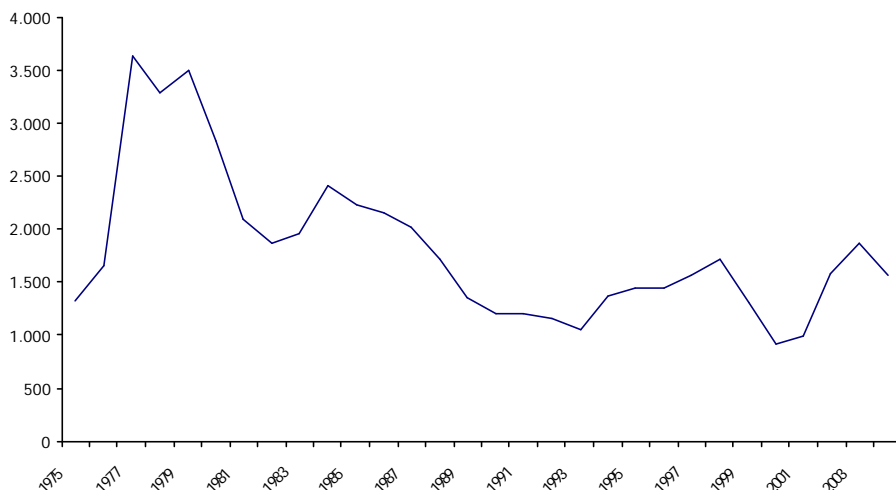
mitigarse a través de la cobertura del precio del grano del cacao a través de los futuros, como se explica más adelante.

El mercado de futuros del cacao

El precio del cacao cotiza en los mercados de futuros de Londres y de Nueva York y su objetivo principal es referir a una cotización conocida el precio de todas las compras y ventas que tienen relación directa con esa mercancía. Estas cotizaciones son accesibles a todas aquellas personas que estén interesadas y se constituyen en un buen punto de referencia para compradores y vendedores. A su vez, tomando como base la cotización del cacao, es posible calcular los precios de sus productos derivados (pasta de cacao, manteca de cacao y cacao en polvo).

Dado que el precio del cacao está sujeto a una elevada volatilidad, Natra Cacao, utiliza los mercados de futuros de esta *commodity* como medida para cubrir su exposición a las fluctuaciones del precio.

EVOLUCION PRECIO MEDIO DEL CACAO (1975-2004)
Cifras en US \$ / Tm



Como se ha explicado anteriormente, si el cacao pudiera comprarse y venderse de forma simultánea, la transacción quedaría exenta de riesgo. Sin embargo, esto ocurre en pocas ocasiones y casi nunca en cantidades iguales, ya que el momento de comprar y el momento de vender dependen de factores muy variados.

De este modo, el mercado de futuros proporciona cobertura, es decir, protección contra el riesgo de que los precios del cacao fluctúen entre el día de adquisición y el día de venta. Esto es lo que buscan los industriales y los comerciantes de materias primas que cotizan en bolsas.

Natra Cacao usa el mercado de futuros para cubrirse del riesgo de las variaciones del precio del cacao, comprando y/o vendiendo contratos de futuro para compensar la diferencia temporal entre los devengos y los cobros o pagos efectivos, y los cambios del precio que se pueda producir en ese plazo de tiempo. Las toneladas cubiertas en el mercado de futuros en 2003 fueron 12.000, lo que representa un 43% del total de su producción.



La cobertura en futuros no modifica el margen de la operación de compraventa sino que asegura que se dispondrá de una misma base de precio para la compra y para la venta, eliminando el riesgo. Cuando el contrato de futuros expira, éste se convierte automáticamente en un contrato de físico. Es decir, se tiene que entregar (y cobrar) la cantidad que se había vendido y se tiene que recibir (y pagar) la cantidad que se había comprado.

A continuación se presentan determinados datos seleccionados de los estados financieros de Natra Cacao, S.L. correspondientes a los años 2001, 2002 y 2003:

Magnitudes económicas de Natra Cacao, S.L.

BALANCE (euros)	2001	2002	2003
Gastos de Establecimiento	0	83.818	67.055
Inmovilizado Inmaterial	624.990	483.392	344.009
Inmovilizado Material	18.151.648	18.188.908	19.377.736
Inmovilizado Financiero	1.050.018	991.887	1.160.067
Total Inmovilizado	19.826.656	19.748.005	20.948.867
Gastos a distribuir en varios ejerc.	0	0	0
Existencias	12.085.746	22.268.173	25.407.175
Deudores	10.309.346	12.863.808	12.857.922
Tesorería e Inversiones Financieras Temporales	65.552	35.150	166.786
Ajustes de periodificación	16.328	24.169	74.402
Total Activo Circulante	22.476.972	35.191.300	38.506.285
ACTIVO=PASIVO	42.303.628	54.939.305	59.455.152
Fondos Propios	10.777.582	19.543.105	21.053.829
Ingresos a distribuir en varios ejercicios	81.327	65.940	50.554
Deudas con entidades de crédito lp	2.482.358	7.756.216	10.139.345
Deudas con entidades de crédito cp	20.917.266	19.275.273	24.635.712
Deudas con empresas del grupo	2.305.202	3.203.001	27
Acreedores comerciales	3.698.148	3.720.218	2.058.140
Otras deudas no comerciales	2.041.745	1.375.552	1.500.293
Provisiones para operaciones de tráfico	0	0	0
Ajustes por periodificación	0	0	17.252
Acreedores a corto plazo	28.962.361	27.574.044	28.211.424
ACTIVO=PASIVO	42.303.628	54.939.305	59.455.152
Endeudamiento Financiero Neto	23.334.072	26.996.339	34.608.271
Fondo de Maniobra (AC-PC)	-6.485.389	7.617.256	10.294.861
Activo Circulante / Acreedores a corto plazo	0,78	1,28	1,36
Endeudamiento Financiero Neto / Fondos Propios	2,17	1,38	1,64
Endeudamiento Financiero Neto / Total Pasivo	0,55	0,49	0,58

Endeudamiento Financiero Neto: Endeudamiento bancario – Tesorería e Inversiones Financieras Temporales



RESULTADOS (euros)	2001	2002	2003
+ Ingresos Totales	38.220.050	54.917.970	61.409.473
+/- Variación de existencias	-875.856	-3.289.721	197.743
- Aprovisionamientos	30.758.798	48.607.128	48.744.259
- Gastos de personal	2.432.951	2.596.184	3.027.183
- Amortizaciones y Provisiones	1.882.747	1.291.219	1.959.950
- Otros gastos de explotación	5.121.869	4.250.092	4.733.612
= Resultado de Explotación	-1.100.459	1.463.068	2.746.726
+/- Resultados Financieros	-1.118.692	-1.031.741	-1.211.194
= Resultado de las Actividades Ordinarias	-2.219.151	431.327	1.535.532
+/- Resultado Extraordinario	-229.885	-65.058	-24.808
= Resultado antes de impuestos	-2.449.036	366.269	1.510.724
- Impuesto sobre Sociedades	19.569	17.419	0
= Resultado del ejercicio	-2.429.467	383.688	1.510.724

Resultado de Explotación / Ingresos Totales	-2,9%	2,7%	4,5%
Resultado Ordinario / Ingresos Totales	-5,8%	0,8%	2,5%
Resultado del Ejercicio / Ingresos Totales	-6,4%	0,7%	2,5%
EBITDA / Gastos Financieros	0,55	1,80	3,35

Durante el año 2003, la facturación de Natra Cacao representó un 69,7% de las ventas totales del grupo y aportó 2,7 millones de euros al beneficio de explotación.

La tendencia al alza de los precios del cacao (2000-2003), así como la estrategia adoptada por la compañía de dirigirse a productos con mayor valor añadido, han permitido compensar la bajada en el total de toneladas vendidas con la mejora del mix de ventas y el incremento de los precios, de forma que se ha incrementado la facturación total en un 12%, hasta alcanzar los 61,4 millones de euros.

Como se ha comentado anteriormente, una de las principales áreas que han experimentado un fuerte crecimiento ha sido el polvo de cacao, que ha pasado de los 18,9 millones de euros en 2002 a 22,1 millones de euros en 2003. No obstante, el crecimiento más significativo lo encontramos en las coberturas de chocolate, área en la que Natra decidió apostar hace unos años y que ahora empieza a reflejar el esfuerzo humano e inversor realizado hasta la fecha. En 2002 se inició la comercialización de estos productos y en 2003 el incremento alcanzado ha sido del 45% en toneladas vendidas y del 69% en facturación.

Por otro lado, la política de contención de gastos se ha mantenido en 2003, lo que ha permitido incrementar la facturación mejorando al mismo tiempo los márgenes significativamente. De esta forma, el beneficio de explotación ha pasado de 1,5 millones de euros en 2002 a 2,7 millones en 2003, lo que representa un 4,5% de las ventas frente al 2,7% del año anterior.

Esta mejora de facturación y de márgenes por la comercialización de productos de mayor valor añadido se traslada al resultado neto de 2003, que se ha situado muy por encima de los niveles de años anteriores, alcanzando los 1,5 millones de euros.

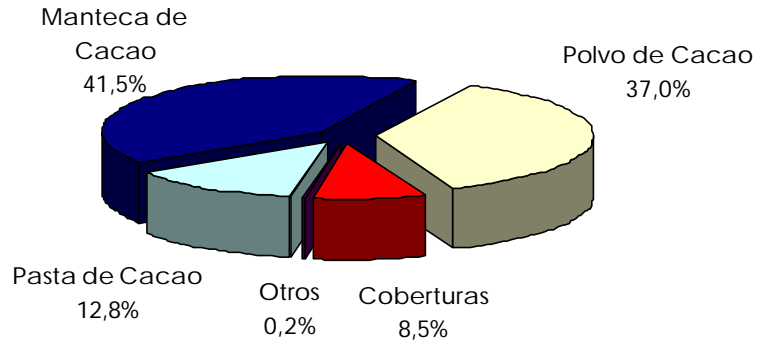
Actividad

Natra Cacao, realiza las primeras transformaciones del cacao en grano procedente de diversos países, principalmente de Coste de Marfil, obteniendo tres productos: **Pasta de cacao, manteca de cacao y cacao en polvo**. Adicionalmente, Natra Cacao, utilizando los productos anteriores, produce **coberturas de chocolate industriales**, un producto que requiere una mayor elaboración y que permite a la compañía ofrecer



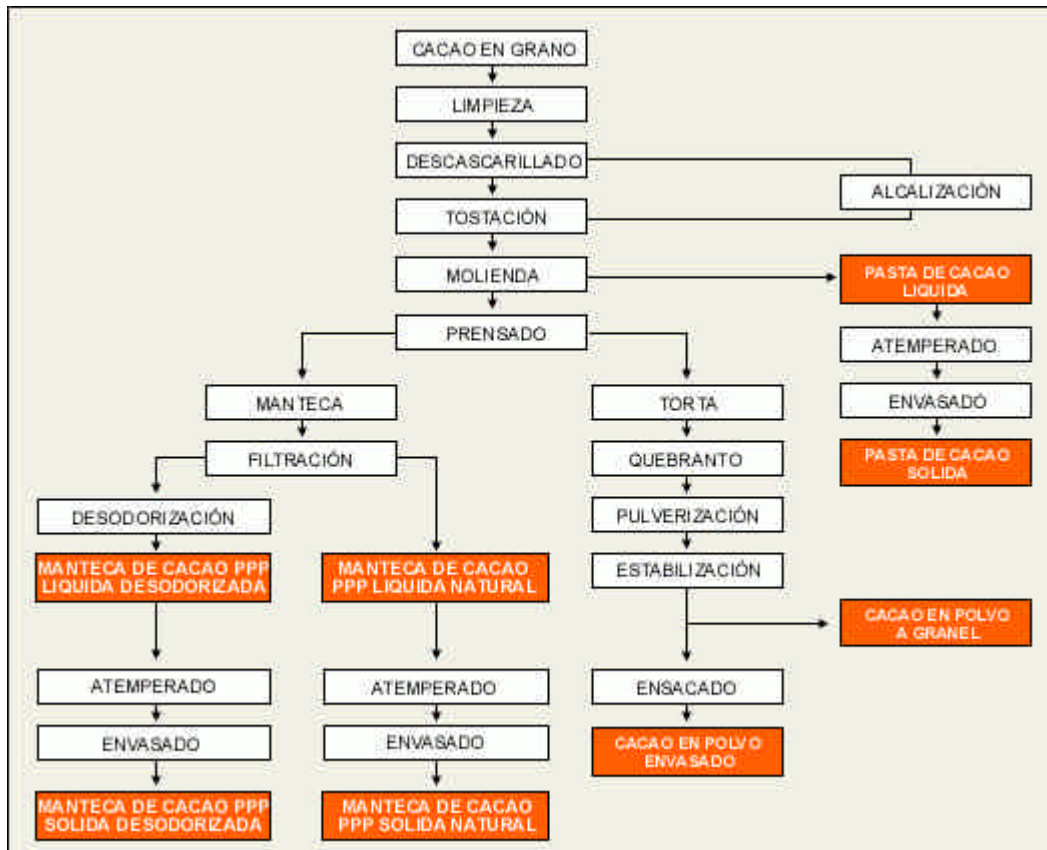
productos con un mayor valor añadido. Actualmente, la manteca de cacao es el principal producto de la compañía, representando un 42% de las ventas totales de Natra Cacao en el año 2003.

**Distribución de las ventas en valor por familia de producto
(en % sobre las ventas totales de 2003)**



Los derivados del cacao son productos naturales obtenidos a partir de cacao en grano limpio, descascarillado y tostado que presentan importantes propiedades beneficiosas para el organismo humano, destacando entre otras su carácter antioxidante y protector de enfermedades cardiovasculares (mejora del flujo sanguíneo), reducción del colesterol total o aportación de fibra dietética.

Proceso de transformación del cacao



El proceso de transformación se inicia con la recepción y almacenaje del grano en las instalaciones que Natra Cacao, tiene en Quart de Poblet (Valencia). El cacao en grano es limpiado, descascarillado, tostado y molido obteniéndose una pasta fina denominada **pasta de cacao** (en algunos países, **licor de cacao**).

Más del 50% de su peso es grasa, ya que contiene toda la que hay en el cacao en grano. La pasta de cacao se utiliza en la fabricación de todos los tipos de chocolate, excepto el llamado chocolate blanco.

La mezcla de pasta y azúcar es el chocolate, y las coberturas de chocolate industriales, mientras que en los chocolates con leche se sustituye una parte de la pasta por leche en polvo, con lo que su sabor resulta proporcionalmente menos intenso. En Natra Cacao, parte de la pasta de cacao es vendida directamente a clientes, si bien la mayor parte es utilizada para poder obtener los dos principales productos de la compañía, la manteca de cacao y el cacao en polvo después de un proceso de prensado, y las coberturas una vez realizadas las mezclas correspondientes.

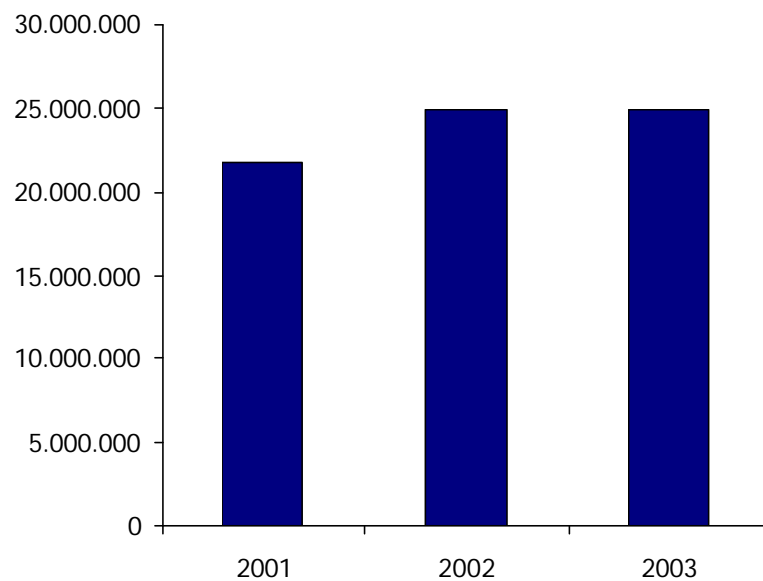
La manteca de cacao

La **manteca de cacao** es la grasa propia del cacao en grano y se obtiene prensando la pasta de cacao. Por su resistencia a la oxidación y su composición en triglicéridos puede ser calificada como la grasa más noble, es decir la más estable y saludable que existe.

La manteca de cacao es un producto destinado, principalmente, a la elaboración de todo tipo de chocolate a los que se añade para mejorar su brillo y fractura, pudiendo tener también aplicación en farmacia y en cosmética por su poder cicatrizante, entre otras aplicaciones.



Facturación de Manteca de Cacao (euros)



En el periodo 2001-2002, las ventas de manteca de cacao crecieron un 14%, alcanzando los 24,8 millones de euros en 2002, cifra que se ha mantenido en 2003, pese a que las toneladas vendidas se han reducido en un 10% respecto al año anterior, situándose en 7.565 toneladas en el año 2003.

Durante el año 2003 las ventas de manteca de cacao han representado un 41,5% de las ventas totales de Natra Cacao si bien su peso viene reduciéndose en los últimos años. En este sentido, en el año 2001 las ventas de manteca de cacao representaban un 59% de las ventas totales de Natra Cacao.

El 62 % de las ventas de manteca de cacao se exportan principalmente a Francia (20%), Japón (14%), Alemania (11%) y Suiza (6%), mientras que el 38% restante se comercializa a nivel nacional.

Durante el año 2003, los cinco principales clientes de manteca de cacao han representado un 60% de las ventas totales de manteca de cacao. En 2003 se destinó aproximadamente un 4% de la producción de manteca a consumo interno para la elaboración de coberturas de chocolate.

El cacao en polvo

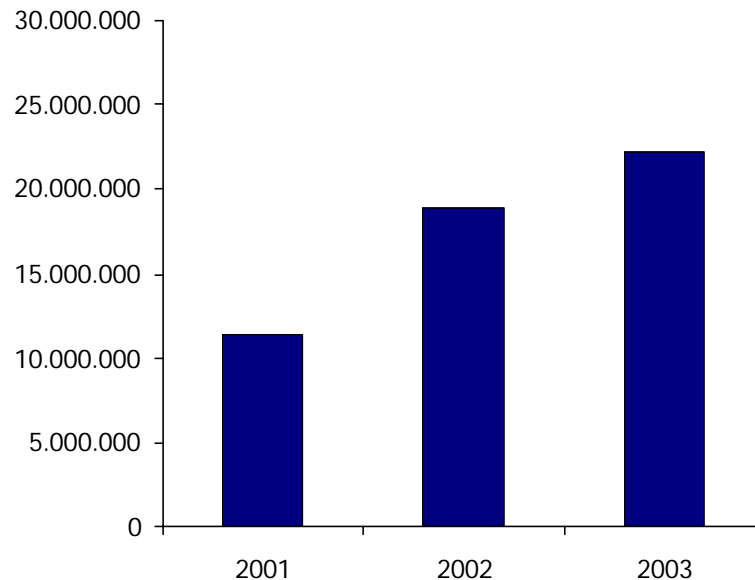
La **torta de cacao** es el producto que queda en la prensa tras haber extraído la manteca y no tiene uso directo por tratarse de un material enormemente compacto debido a la presión a la que ha sido sometido. Cuanto mayor sea el tiempo de prensado, menor será el contenido graso de la torta.

Con la pulverización de la torta de cacao se obtiene el **cacao en polvo**, un ingrediente que aparece en todos aquellos productos que tengan color y sabor de chocolate sin contenerlo. Todos los sectores de la industria del dulce (barquillos, caramelos, confitería, cremas, desayunos, galletas, pastelería, postres, turrónes) y



bastantes otros (cereales, heladería, lácteos) son consumidores de cacao en polvo y su variedad de aplicaciones aumenta continuamente ya que pequeñas proporciones de cacao en polvo cambian sustancialmente las características del producto al que se incorpora.

Facturación de Cacao en Polvo (euros)



El crecimiento de las ventas ha sido constante durante los últimos años, a lo que se une durante 2003 una interesante tendencia: el incremento en la demanda de cacao en polvo alcalizados, que son los de mayor valor añadido, como consecuencia de la estrategia de selección de clientes y mercados más exigentes y, por tanto, generalmente más rentables. La tasa anual de crecimiento compuesto de las ventas de cacao en polvo desde 2001 ha sido del 40%, lo que ha permitido aumentar la cifra facturada hasta los 22 millones de euros en 2003 frente a los 11 millones en 2001. Durante el año 2003 las ventas de cacao en polvo han representado un 37% de las ventas totales de Natra Cacao.

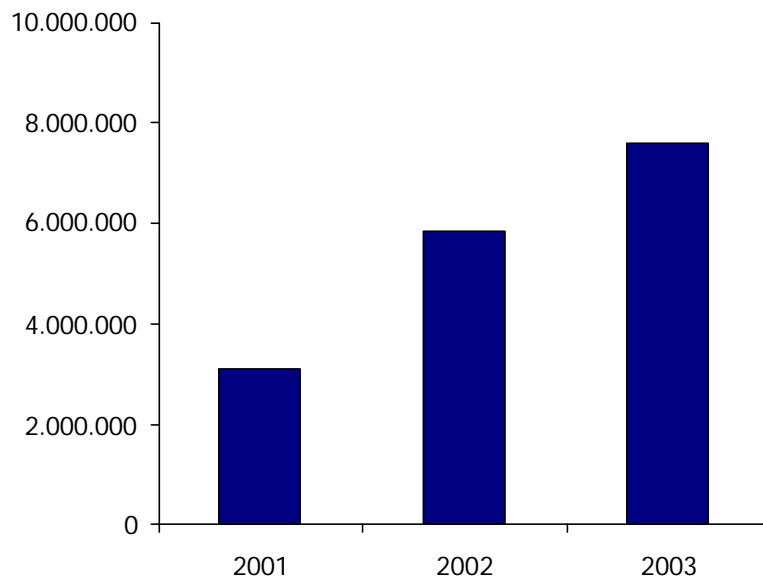
Natra Cacao exporta un 72% de las ventas de cacao en polvo principalmente a Francia, Holanda, Marruecos, Estados Unidos y Turquía, mientras que el 28% se comercializa a nivel nacional.

Durante el año 2003, los cinco principales clientes de cacao en polvo representaban un 30% de las ventas totales. No se destina polvo de cacao para consumo interno.

La pasta de cacao

La **pasta de cacao** es el resultado del tostado y la molienda del cacao en grano tras haberlo limpiado y descascarillado.

Facturación de Pasta de Cacao (euros)



La venta de pasta de cacao es uno de los objetivos de la compañía por la oportunidad que ofrece la disminución en el número de suministradores a nivel europeo debido, principalmente, a la política de los grupos predominantes en el sector del cacao. Asimismo, se trata de un producto estratégico para el futuro de Natra Cacao tras la puesta en marcha de la planta de coberturas (cuya principal materia prima es la pasta de cacao) y de chocolate en polvo.

La puesta en marcha de una nueva línea de tostación que se realizó a lo largo del año 2001, adecuada a las necesidades de la fabricación de coberturas de chocolate, ha permitido incrementar la capacidad de tostación y, por lo tanto, seguir aumentando la producción de pasta de cacao. En este sentido, las ventas de pasta de cacao han experimentado un fuerte crecimiento desde ese año, en el que se facturaron 3 millones de euros. En 2003 la facturación ha alcanzado los 7,6 millones de euros, lo que representa una tasa anual de crecimiento compuesto desde 2001 del 57%. Estos importantes crecimientos se verán reforzados por la fabricación que se destinará al abastecimiento de la planta de coberturas cuya demanda se prevé que aumente fuertemente.

La pasta de cacao se vende principalmente a nivel nacional, representando durante el año 2003 un 79% de las ventas totales de esta familia de producto, frente al 80% del año anterior.

Los cinco principales clientes de pasta de cacao representaron en el año 2003 un 70% de las ventas totales de pasta de cacao. En 2003 se destinó aproximadamente un 3,5% de la producción de pasta a consumo interno para la elaboración de coberturas de chocolate.

Coberturas

Una vez completado los procesos industriales sobre el cacao, obteniéndose los productos anteriormente comentados, el siguiente paso consiste en realizar determinadas mezclas (con azúcar, leche, etc.) que dan lugar a las coberturas de chocolate.



La planta de coberturas se diseñó con dos líneas de igual capacidad: una para coberturas de chocolate y otra para coberturas con grasa vegetal distinta a la de cacao. La capacidad de elaboración de chocolate se ha usado al máximo durante el año 2003 mientras que la otra línea ha funcionado a un ritmo bastante menor debido a que ese tipo de coberturas se aleja del lugar que Natra Cacao está ocupando como suministrador de productos de alta calidad. Por consiguiente, se ha optado por adaptar las dos líneas a la elaboración de chocolates. A finales de 2003 se iniciaron las reformas y se contrató la maquinaria que permite duplicar la capacidad de elaboración a partir de finales de 2004. La inversión prevista es de 2'3 millones de euros.

En 2003 se ha facturado un 48% más que en 2002 y se ha ampliado considerablemente la gama de productos elaborados a escala industrial, es decir, de productos cuyo prototipo ha sido aceptado por un cliente y producido una orden de compra para la homologación definitiva.

Las coberturas se venden principalmente a nivel nacional, representando durante el año 2003 un 92% de las ventas totales frente al 97% del año anterior.

Los cinco principales clientes de coberturas representaron en el año 2003 un 74% de las ventas totales.

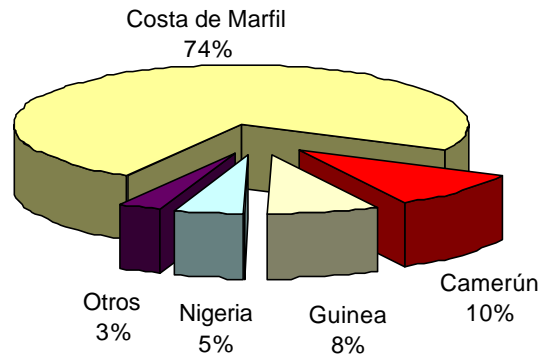
Política de compras

La política de compras de Natra Cacao, constituye un punto fundamental de la empresa dado que el valor del cacao en grano consumido como materia prima representa, aproximadamente, el 75% del valor de sus ingresos.

Los proveedores de Natra Cacao se encuentran principalmente en Costa de Marfil (74%) por las ventajas que ofrece este país tanto en la homogeneidad de sus cultivos como en su organización comercial. Sin embargo, la compañía utiliza diversidad de cultivos en países como Camerún (10%), Guinea (8%) o Nigeria (5%) entre otros, que le permiten elaborar productos a la medida y necesidades de sus clientes.

A su vez, Natra Cacao compra el 100% del cacao que recoge su filial APRA en Guinea y que puede representar 1.000 toneladas por campaña. A través de la intermediación de Natra CI, Natra Cacao compra aproximadamente 12.000 toneladas anuales. El resto del suministro es adquirido a terceros o no gestionado a través de ninguna de las filiales del grupo. Estas 13.000 toneladas representan un 46% sobre el total de toneladas que moltura Natra.

Origen de las compras de grano (en % sobre el total de compras en 2003)

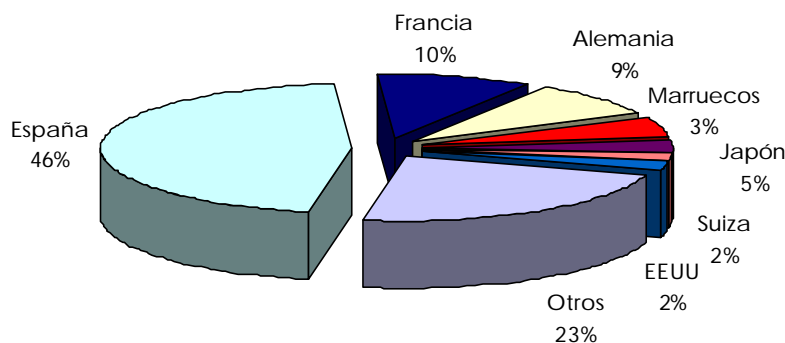


Los mayores productores de cacao del mundo son países africanos tales como Costa de Marfil y Ghana cuya producción conjunta superó el 65% de la producción mundial. Hasta hace unos años, existía en estos países un organismo estatal encargado de regular los precios interiores y la exportación de cacao, fijando unos precios para la compra de grano a los agricultores durante toda la campaña. Actualmente, sólo Ghana sigue manteniendo esa política.

Política de exportación

El Grupo Natra, es fabricante de derivados del cacao desde sus orígenes en 1943 y, con la experiencia de 60 años, su filial Natra Cacao, se ha convertido en la mayor industria de cacao española, exportando cerca del 54% de su facturación principalmente a Francia (10%), Alemania (9%), Japón (5%), Marruecos (3%), Suiza (2%) o Estados Unidos (2%), entre otros.

% de ventas por países en 2003



Por continentes, durante el año 2003 el 79% de las exportaciones totales de Natra Cacao se dirigieron hacia el continente europeo, seguido de Asia (8%), América (7%) y África (6%).

Las ventas de Natra Cacao se facturan principalmente en euros. No obstante, a algunos clientes se les factura en libras esterlinas y francos suizos, mientras que las ventas a países como Estados Unidos se facturan en dólares a través de la filial Natra, US. En el caso de las ventas realizadas en moneda distinta al euro, la Sociedad sigue la política de asegurar el tipo de cambio en el momento de fijar el precio de venta mediante contratos de compra-venta a plazo. Asimismo, las ventas a países de alto riesgo se cobran por anticipado o mediante crédito documentario irrevocable y confirmado por un banco español de reconocido prestigio.



Durante el año 2003, el 44% de las ventas de Natra Cacao se concentraron en diez grandes clientes ubicados principalmente en países de la Unión Europea y Japón.

Natra Cacao cuenta actualmente con unas instalaciones que le permiten molturar unas 30.000 toneladas anuales de grano de cacao. Dichas instalaciones se encuentran utilizadas en algo más de un 90%.

Por otro lado, las nuevas instalaciones para la elaboración de coberturas de chocolate permitirán doblar la capacidad de producción, alcanzado una capacidad de 8.000 toneladas anuales, si bien se espera comercializar unas 5.000 a lo largo de 2004, lo que representa un nivel de ocupación del 62,5%.

Ventas de Natra Cacao por familia de producto

Ventas NC por familia (toneladas)	2002	2003
Pasta de Cacao	2.317	2.779
Manteca de Cacao	8.465	7.565
Polvo de Cacao	9.815	8.484
Coberturas	1.511	2.187
Otros	73	40

Hay que destacar el importante crecimiento que están experimentando las ventas de coberturas de chocolate, la principal apuesta de la compañía. En cuanto al resto de familias, como se ha comentado anteriormente, la tendencia al alza de los precios del cacao han permitido compensar la bajada en el total de toneladas vendidas. El crecimiento de las ventas de la pasta de cacao se prevé que se estabilice debido a que una parte de la producción irá destinada al autoconsumo para la elaboración de coberturas. Respecto a la manteca y el polvo se prevé que a lo largo de 2004 se incrementen las ventas de esas familias, acercándose a los niveles, en toneladas, del año 2002.

NATRACEUTICAL, S.A.

NATRACEUTICAL, S.A. (NATRACEUTICAL) fue constituida como Extractos Natra, S.L. (Extractos Natra) el 1 de junio de 1993. La Sociedad fue transformada en sociedad anónima el día 12 de septiembre de 2002.

Extractos Natra era la filial del Grupo Natra dedicada a la extracción de principios activos, provenientes de productos naturales y residuos de otros procesos de transformación. Esta actividad se desarrollaba en las instalaciones de Extractos Natra, así como en otras instalaciones propiedad del resto del Grupo Natra. Dicha extracción se producía mediante complejos procesos químicos de los que se obtenían los tres principales productos de los que disponía Extractos Natra: manteca de cacao refinada, cafeína natural purificada y extractos naturales. Los dos primeros productos han constituido históricamente la actividad de Extractos Natra, suponiendo cada uno de ellos una parte importante de la facturación total.

El margen bruto de la cafeína purificada se había mantenido constante en los últimos ejercicios en torno al 35-40%, mientras que el de la manteca refinada se iba



deteriorando, ya que si bien era superior al 30% en 1999, en 2000 se situó aproximadamente en cero, alcanzando un - 40% en 2001. Ante esta situación, y puesto que a pesar de los esfuerzos realizados para la mejora de la rentabilidad de este producto destinado a alimentación, ésta seguía siendo una actividad deficitaria, el Consejo decidió en 2001 establecer una reordenación del negocio destinando el know how de la compañía hacia productos de mayor valor añadido y más avanzados tecnológicamente. De esta manera, se abandona la actividad de manteca refinada (de forma que deja de comercializarse una vez cerrado el ejercicio 2001) destinada a la alimentación, que si bien suponía un importante volumen de ventas no arrojaba los índices de rentabilidad que cabía exigirle, formulándose un expediente de regulación de empleo. Sin embargo, las inversiones sí permitieron potenciar el mercado cosmético, que ofrece la oportunidad de comercializar productos con mayores márgenes. Dentro de las nuevas líneas de actividad de la compañía, estos productos son incluidos en ingredientes nutracéuticos y otros principios activos, concretamente en la familia de ácidos grasos (siendo su codificación DE-03).

Por otro lado, la comercialización de ingredientes nutracéuticos y otros principios activos crecía de forma consistente desde 1999, por lo que se reorientó la estrategia de la compañía para fortalecer esta línea de negocio y sentar las bases para la implantación de una importante actividad en investigación y desarrollo. En el año 2000 se realizó una fusión por absorción de la firma Exvemed, con la que se aseguraba la capacidad de producción de una serie de ingredientes nutracéuticos y otros principios activos (el AC-04 y el AC-08) que hasta entonces venían siendo subcontratados.

Dentro del contexto de la reorientación pretendida por el Consejo, para enfocarse en productos con mayor margen, el 19 de junio de 2002 se realizó una aportación de una rama de actividad por parte de Natra, S.A. a su compañía íntegramente participada, Extractos Natra, S.L., de todos aquellos activos ligados a la elaboración de ingredientes nutracéuticos y otros principios activos, al desarrollo de la actividad de investigación y desarrollo y a la producción de cafeína purificada. Todo ello con el objetivo de culminar con éxito la apuesta realizada por el Grupo Natra por la innovación y la obtención de nuevos derivados que otorguen un mayor valor añadido y mayores índices de rentabilidad.

El 11 de septiembre de 2002 Extractos Natra se transforma en sociedad anónima y pasa a denominarse Natraceutical, S.A.

El 29 de noviembre de 2002 las acciones de NATRACEUTICAL fueron admitidas a negociación en el Sistema de Interconexión Bursátil dentro del segmento de Nuevo Mercado, en las bolsas de Madrid, Valencia, Barcelona y Bilbao.

El 23 de abril de 2003 se constituyó la sociedad Biopolis, S.L. con un capital social de 300.000 euros de los que Natraceutical, S.A. ha suscrito 75.000 euros equivalentes al 25% del capital. Esta sociedad se incluye en el perímetro de consolidación por considerarse sociedad asociada en virtud de lo establecido en el artículo 5º del Real Decreto 1815/1991, de 20 de diciembre, sobre normas de consolidación.

El 5 de noviembre de 2003 NATRACEUTICAL adquirió 100 y 316 acciones de Natra U.S. Inc. a las sociedades del Grupo Natra, Natra, S.A. y Natra Cacao, S.L. por importe de 312.500 y 987.500 euros, respectivamente. El porcentaje de participación de NATRACEUTICAL como consecuencia de dichas operaciones ha pasado de un 27,5% en 2002 a un 100% en la actualidad.

Actualmente, con las inversiones realizadas y atendiendo al fuerte crecimiento del mercado de alimentos funcionales, se espera que la comercialización de ingredientes nutracéuticos y otros principios activos, que poseen un alto valor añadido procedente de la aplicación de sofisticados procesos para su elaboración, experimente



importantes incrementos en los próximos años. Éstos productos están destinados a la alimentación, nutrición y cosmética y pretenden la prevención y cuidado de la salud.

Por último, la Compañía cuenta con una amplia experiencia en la producción y comercialización de cafeína purificada, que se configura como una actividad que en 2003 ha supuesto el 67% de las ventas totales, y a la que ha contribuido la puesta en marcha de la planta de purificación de Manaus (Brasil). No obstante, se espera que esta proporción vaya siendo reducida de forma significativa en los próximos años por el desarrollo de los ingredientes nutraceuticos y otros principios activos.

Se trata de una actividad estable tanto en la producción como en los recursos que genera. En la planta que la compañía posee en Valencia se han realizado inversiones en los dos últimos ejercicios que han ascendido a 4,9 millones de euros con el objetivo de mejorar la calidad del producto, la automatización de los procesos, desarrollo de nuevas tecnologías, solicitud de nuevas patentes de procesos y de productos, nuevas líneas de investigación y desarrollo, así como el aumento de la capacidad de producción. Por otro lado, desde mayo de 2002 está operativa la planta de cafeína en el Polo industrial de Manaus (Brasil). Este proyecto, que ha permitido doblar la capacidad de producción de cafeína purificada de la compañía, ya que incorpora 1.000 toneladas de capacidad de producción al año, es fruto, en gran medida, de la estrecha labor de integración con el principal cliente de NATRACEUTICAL (el líder mundial de bebidas refrescantes) y su rentabilidad está asegurada por la firma de un contrato comercial a largo plazo (inicialmente se alarga hasta 2006 por un importe de 42,9 millones de USD), quedando todavía tres años pendientes de vencimiento. No está previsto que la planta de Manaus a medio plazo aporte capacidad de producción para la línea de ingredientes nutraceuticos y otros principios activos, si bien supone un acceso al conocimiento e investigación de la biodiversidad de la zona.

Visión general de los sectores en los que opera

Mercado de cafeína

El volumen del mercado de cafeína purificada destinada a los sectores de alimentación a nivel mundial se sitúa en torno a las 8.500 toneladas vendidas, de las cuales en 2004 se espera que NATRACEUTICAL alcance un 23,5%. Por esta razón, las inversiones realizadas en la planta de Manaus (EXNAMA, S. Ltda.), que se añaden a las instalaciones actuales de la Sociedad, sitúan a NATRACEUTICAL como uno de los principales elaboradores de cafeína purificada, con una capacidad de producción cercana a las 2.000 toneladas anuales.

NATRACEUTICAL, con la planta instalada en Manaus, se afianza como uno de los primeros proveedores de la mayor empresa del mundo de bebidas refrescantes con la que dispone de un contrato de venta asegurado para los próximos años (vencimiento inicial en 2006), si bien se mantienen conversaciones con otras empresas de alimentación y farma para la homologación de la cafeína para su consumo.

La competencia más significativa viene de China y Europa. Los competidores más significativos son BASF con 2.500 Tm y Shangai 16 con 1.500 Tm. Otros importantes son, CR3 y Coffein en Alemania con una capacidad de 900 y 400 respectivamente y Testa con la capacidad de 400 tm aproximadamente (datos estimados para 2003).



Principales productores de cafeína purificada		
Compañía	País	Capacidad (en Tm/año)
Basf AG	Alemania	2.500
Natraceutical	España	2.000
Shangai 16	China	1.500
CR3	Alemania	900
Testa Nicola	Italia	400
Coffein Compagnie	Alemania	400

Fuente: Elaboración propia

Natraceutical tiene tanto con Europa como con China diferentes acuerdos de colaboración y suministro con diferentes productores de materias primas que se renuevan anualmente con objeto de estar siempre posicionado como un productor de referencia y aprovechar economías de escala y venta en precios.

Mercado de alimentos funcionales

NATRACEUTICAL es una compañía que opera en el segmento de la alimentación funcional, concretamente en el subsector de extractos naturales y otros. El mercado de alimentación tiene un volumen mundial estimado para 2004 de 162.000 millones US\$, si bien los ingredientes de la alimentación funcional (segmento del mercado de extractos naturales y otros) suponen un 3,78% de dicho mercado, es decir, 6.125 millones US\$ (4.505 millones US\$ en 2002).

Los países de mayor consumo de estos productos se encuentran en América, Europa y Asia (Japón), conviene recordar que el Grupo Natra está implantado en el mercado Norteamericano hace más de 15 años, a través de Natra US Inc., compañía participada en un 100% por NATRACEUTICAL.

La tabla a continuación, muestra la dimensión de mercado y los crecimientos previstos para el 2004. Dentro del mercado de la alimentación, la Sociedad se dirige al segmento de extractos naturales y otros.

Mercado de alimentación funcional (Millones US \$)	1989	1999	2002 (1)	2004 (1)	TACC 99/04
Minerales y otros Nutrientes	1.327	2.314	2.694	2.985	5,2%
Vitaminas	1.003	1.628	1.885	2.080	5,0%
Extractos naturales y otros	763	2.886	4.505	6.125	16,2%
<i>Total mercado alimentación funcional</i>	<i>3.093</i>	<i>6.828</i>	<i>9.083</i>	<i>11.190</i>	<i>10,4%</i>

(1) Los datos corresponden a una previsión en función de los reales de 1989 y 1999.
TACC: Tasa Anual de Crecimiento Compuesto

Fuente: World Nutraceuticals (06/2000), Freedonia Group

En el caso del mercado de ingredientes y productos nutracéuticos, la competencia está situada tanto en Estados Unidos como en Europa, si bien cabe distinguir especialmente cinco modelos competitivos:

1. Modelo de negocio monoproducto: llevado a cabo por compañías del mundo de la agroalimentación, con poco valor añadido, que se han integrado para suministrar un producto más elaborado con conocidas propiedades positivas (ej.: Vitamina E de la refinación de soja), su negocio se basa en economías de escala y en coste, especializándose en especialidades de elevado consumo y con efectos terapéuticos probados y poco innovadores.
2. Modelo de negocio basado en elaboración de fitofármacos: llevado a cabo por algunas compañías europeas, que realizan funciones de elaboración y



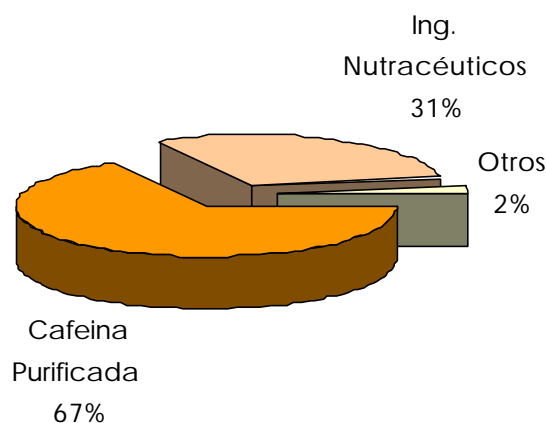
distribución de fitofármacos y suplementos dietéticos, con un facturación cercana a los 200 millones de € en la actualidad.

3. Modelo de negocio de industria farmacéutica: varias compañías multinacionales del sector de farmacia han identificado un potencial crecimiento en el mundo de la alimentación funcional, dedicando una división al desarrollo de este nuevo mercado, como medio para rentabilizar sus conocimientos y experiencias en otro campo de actuación.
4. Modelo de negocio spin-off: son compañías establecidas con poco capital pero con una sólida base científica, que con ayuda del capital riesgo, están llevando a cabo desarrollos muy especializados de productos de alto valor añadido para tratamiento de patologías concretas.
5. Modelo de negocio basado en derivados naturales: su volumen alcanza en la actualidad los 250 millones de € de facturación y con una extensa cartera de productos que comercializan a nivel mundial, son compañías con una larga tradición y experiencia en el segmento de aditivos naturales, con una amplia gama de clientes, con estrechas relaciones y acuerdos de colaboración conjunta para el desarrollo de gamas de compuestos adaptadas a las necesidades de los clientes.

Distribución de los principales productos de la compañía

Se muestra a continuación el peso de cada una de las familias de productos que determinan la cartera comercial de Natraceutical respecto al total de ventas.

**Distribución de las ventas por familias de producto
(en % sobre total ventas de 2003)**



A continuación se presentan determinados datos seleccionados de los estados financieros auditados de Natraceutical, S.A. correspondientes a los años 2002 y 2003:



BALANCE (euros)	2002	2003
Gastos de Establecimiento	610.629	444.660
Inmovilizado Inmaterial	995.971	1.820.952
Inmovilizado Material	13.037.557	16.279.329
Inmovilizado Financiero	1.125.795	143.978
Total Inmovilizado	15.769.952	18.688.919
Fondo de comercio de consolidación	5.327.393	4.911.557
Gastos a distribuir en varios ejerc.	127.764	85.176
Existencias	5.772.296	7.071.920
Deudores	2.366.508	3.614.531
Tesorería e Inversiones Financieras Temporales	869.579	1.906.131
Ajustes de periodificación	23.382	48.520
Total Activo Circulante	9.031.765	12.641.102
ACTIVO=PASIVO	30.256.874	36.326.754
Fondos Propios	12.503.307	14.218.935
Diferencia negativa de consolidación	6.129	0
Ingresos a distribuir en varios ejercicios	112.440	110.082
Deudas con entidades de crédito lp	1.216.145	1.710.461
Deudas con entidades de crédito cp	6.800.780	5.976.937
Deudas con empresas del grupo	4.273.503	7.775.875
Acreedores comerciales	1.908.533	2.037.861
Otras deudas no comerciales	3.430.219	4.496.603
Provisiones para operaciones de tráfico	0	0
Ajustes por periodificación	5.818	0
Acreedores a corto plazo	16.418.853	20.287.276
ACTIVO=PASIVO	30.256.874	36.326.754

Endeudamiento Financiero Neto	9.243.738	7.461.085
Fondo de Maniobra (AC-PC)	-7.387.088	-7.646.174
Activo Circulante / Acreedores a corto plazo	0,55	0,62
Endeudamiento Financiero Neto / Fondos Propios	0,74	0,52
Endeudamiento Financiero Neto / Total Pasivo	0,31	0,21

Endeudamiento Financiero Neto: Endeudamiento bancario – Tesorería e Inversiones Financieras Temporales

RESULTADOS (euros)	2002	2003
+ Ingresos Totales	13.735.097	19.410.711
+/- Variación de existencias	252.191	-975.413
- Aprovisionamientos	7.566.753	11.510.191
- Gastos de personal	1.715.709	2.888.956
- Amortizaciones y Provisiones	796.901	1.291.163
- Otros gastos de explotación	1.450.758	2.277.798
= Resultado de Explotación	1.952.785	2.418.016
+/- Resultados Financieros y Amortiz. Fdo C.	-664.044	-445.901
= Resultado de las Actividades Ordinarias	1.288.741	1.972.115
+/- Resultado Extraordinario	-1.633.919	11.993
= Resultado antes de impuestos	-345.178	1.984.108
- Impuesto sobre Sociedades	666.388	-6.016
= Resultado del ejercicio	321.210	1.978.092

Resultado de Explotación / Ingresos Totales	14,2%	12,5%
Resultado Ordinario / Ingresos Totales	9,4%	10,2%
Resultado del Ejercicio / Ingresos Totales	2,3%	10,2%
EBITDA / Gastos Financieros	5,14	6,47



Las ventas de Natraceutical han aumentado en 2003 respecto a 2002 en un 41,3% y han permitido aumentar el margen bruto (que se ha mantenido en torno al 46%) desde los 5,9 millones de euros en 2002 a 8,9 millones de euros en 2003.

El importante incremento de actividad ha conllevado un significativo aumento de los gastos de explotación, principalmente debido al aumento del gasto de personal. Por esta razón, el margen de explotación se ha reducido de un 14,2% sobre ventas a un 12,4%. Sin embargo, en valores absolutos el beneficio de explotación ha aumentado un 23,8%, pasando de 1,9 millones de euros en 2002 a 2,4 millones de euros en 2003.

Este incremento de la facturación y de los márgenes de Natraceutical, así como el normal funcionamiento de las nuevas instalaciones de Exnama, que en 2002 supuso unos importantes gastos extraordinarios, han permitido mejorar el resultado neto del ejercicio en más de cinco veces, alcanzando los dos millones de euros, lo que representa algo más de un 10% sobre la cifra de ventas.

Producción y comercialización de alcaloides

En esta línea de actividad se incluye la producción y comercialización de cafeína purificada, ámbito en el cual NATRACEUTICAL se configura como uno de los principales productores a nivel mundial. Este alcaloide (familia de especies químicas ampliamente extendida en la naturaleza) se obtiene de diversas fuentes, principalmente del café, del té, de la hierba mate y del guaraná. Estas materias primas (principalmente café y té) se someten a un proceso de descafeinación en industrias especializadas en esta actividad generando una cafeína bruta, materia prima de NATRACEUTICAL, que posee una riqueza en cafeína que puede oscilar entre el 3% y el 5%, dependiendo del proceso de extracción y del tipo de material considerado llegando, una vez extraída, a conseguir cafeína con pureza aproximada del 99,99%.

El proceso de extracción de la cafeína requiere la eliminación de todas las impurezas acompañantes y, una vez homogeneizados los contenidos iniciales esta se purifica mediante cristalizaciones sucesivas. El producto, una vez puro, se seca en continuo y se prepara a la granulometría deseada dependiendo de las necesidades de los clientes.

Los mercados a los que puede dirigirse la cafeína purificada son los siguientes:

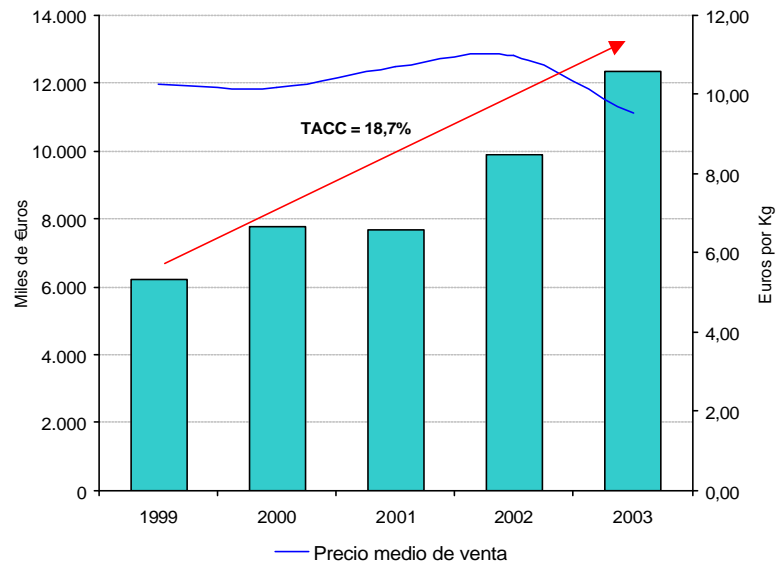
- Alimentación
- Farmacia

La compañía destina aproximadamente el 80% de la producción al mercado de la alimentación (el resto al de farmacia). En este sentido, el consumo principal se da en las bebidas refrescantes como saborizante (amargo) y ligeramente estimulante. Dada la naturaleza de éstos usos, conviene que la cafeína sea de origen natural, especialmente en el sector de bebidas. Adicionalmente, la cafeína es un ingrediente básico en numerosas preparaciones farmacéuticas. La demanda para esto y otras aplicaciones comunes, tales como analgésicos y descongestionantes, continúa mientras nuevas aplicaciones van apareciendo. Hay que señalar que son los propios clientes de NATRACEUTICAL los responsables de incorporar los productos a sus formulaciones finales ya sean alimentos, bebidas de cola o preparaciones farmacéuticas.

En este entorno NATRACEUTICAL se configura como uno de los principales fabricantes de cafeína purificada con una capacidad de producción cercana a las 2.000 toneladas anuales, incluidas las 1.000 toneladas que aporta Manaus.



Evolución venta de Cafeína



	Cifras en toneladas				
	1999	2000	2001	2002	2003
Ventas de Cafeína	608	764	715	900	1.300

Las ventas de los años 1999, 2000 y 2001 no incluyen ventas a Exnama, excepto 116 mil euros en 2001 para que realizase pruebas de producción y que no están neteadas. Las ventas de 2002 y 2003 recogen únicamente ventas a terceros, tanto desde Exnama como desde NATRACEUTICAL, y las realizadas a través de la comercial Natra US.

En 2001 se produjo un descenso de las ventas de toneladas de cafeína en un 6,4% por la adaptación de procesos para mejora de la calidad con el objetivo de adaptarse a los mayores requisitos cualitativos establecidos por el principal cliente, lo que hizo descender la producción a lo largo del primer semestre del ejercicio.

La puesta en marcha de la planta de Manaus en Mayo de 2002 ha permitido aumentar las ventas, especialmente a partir de 2003, tal y como puede observarse en el gráfico anterior.

El aumento del precio medio de venta en 2002 permitió compensar en parte las menores toneladas vendidas respecto al presupuesto por la progresiva puesta en funcionamiento de la planta de Exnama. En 2003 el precio medio de venta se ha visto reducido en algo más de un 10% debido a la evolución del dólar. No obstante, el incremento de toneladas vendidas ha permitido aumentar la facturación hasta los 12,4 millones de euros, lo que representa una Tasa Anual de Crecimiento Compuesto (TACC) desde 1999 hasta 2003 del 18,7%.

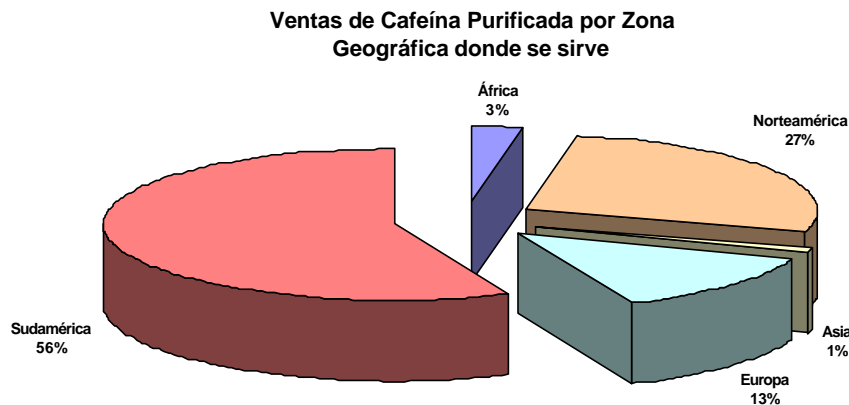
NATRACEUTICAL se afianza como uno de los principales proveedores de la mayor empresa del mundo de bebidas refrescantes. La puesta en funcionamiento de EXNAMA, supone tener una presencia activa tanto desde el punto de vista de la integración en la cadena de suministro del principal cliente, como la posibilidad de acceder en una de las áreas geográficas con mayor índice de crecimiento del consumo del Mundo. Por otro lado, ya se mantienen conversaciones con varias empresas de alimentación y farma para la homologación de la cafeína para su



consumo. Las ventas de cafeína desde Valencia responden a contratos renovables anualmente. Los precios de la cafeína no han sufrido históricamente desviaciones significativas, por lo que se estima que este comportamiento se mantenga en los próximos años, ligado a la evolución futura del dólar.

Actualmente, los 8 principales clientes de cafeína purificada suponen aproximadamente un 96% de la facturación de esta línea de actividad. El principal cliente, comentado anteriormente, supone el 100% de las ventas de Exnama y si atendemos al total de NATRACEUTICAL representa el 58% de las ventas de cafeína purificada consolidadas, frente a un 77% en 2001.

Se muestra a continuación la distribución de ventas de cafeína purificada, durante 2003, por zonas geográficas.



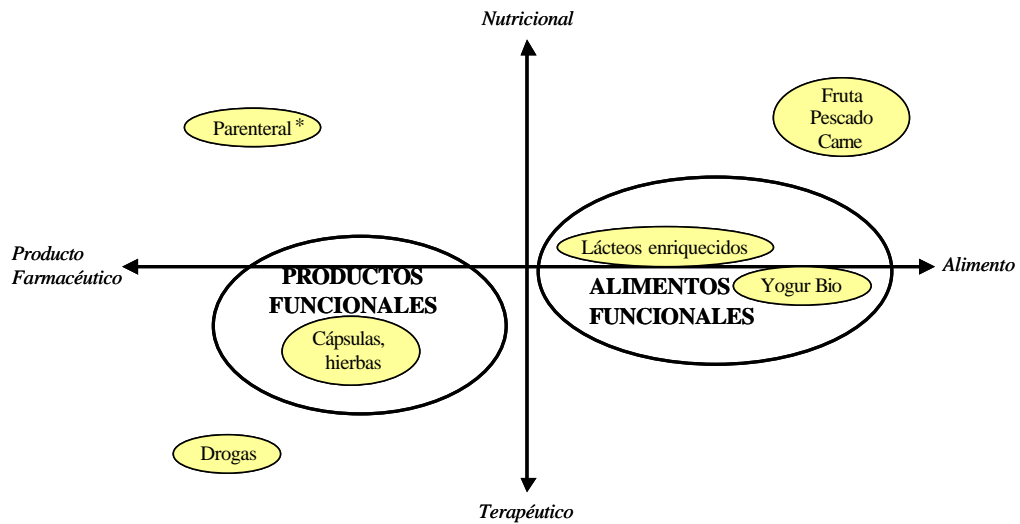
La cafeína purificada cumple con los estándares USP (United States Pharmacopea es una norma que define la calidad de las especificaciones del producto) exigidos en Estados Unidos, igualmente cumple con la normativa europea sanitaria para la comercialización de este producto. Éstos estándares son suficientes para comercializar la cafeína purificada en el resto de zonas geográficas.

NATRACEUTICAL cuenta con dos líneas de producción completas (una ubicada en Quart de Poblet y la otra en Manaus, Exnama) con una capacidad que se prevé alcance a medio plazo las 3.000 Tm/año (utilizando las instalaciones actuales pero aumentando los turnos de trabajo). Para 2004, la utilización prevista sería del 67% (2.000 Tm/año). Durante el 2003 se hicieron inversiones para aumentar la capacidad de producción así como la calidad del producto, la ocupación fue del 43%.

Ingredientes nutracéuticos y otros principios activos destinados a la prevención de enfermedades para su inclusión en alimentos funcionales y nutracéuticos

Estos productos se incorporan a productos de uso diario, como nuevos ingredientes a un alimento funcional o a un producto nutracéutico (suplemento dietético), por lo que confiere al alimento y al producto nutracéutico nuevas propiedades nutricionales y/o que ayudan a prevenir enfermedades.

A continuación se muestra un gráfico en el que se ubica tanto a los alimentos funcionales como a los productos nutracéuticos:



* Parenteral: productos que no se ingieren

Los ingredientes nutracéuticos o funcionales pueden incorporarse tanto a alimentos de uso diario (p.e. lácteos), como a otros productos sin cualidades alimenticias (p.e. cápsulas). En caso de incluirse en alimentos, obtenemos alimentos funcionales que además de alimentar pueden ayudar a prevenir las enfermedades y/o a mantener la buena salud de los consumidores. Por otro lado, pueden prepararse productos con el objetivo exclusivo de obtener esos beneficios, estos son los productos funcionales. NATRACEUTICAL produce y comercializa dichos ingredientes nutracéuticos o funcionales y son sus clientes los que desarrollan los alimentos o productos funcionales.

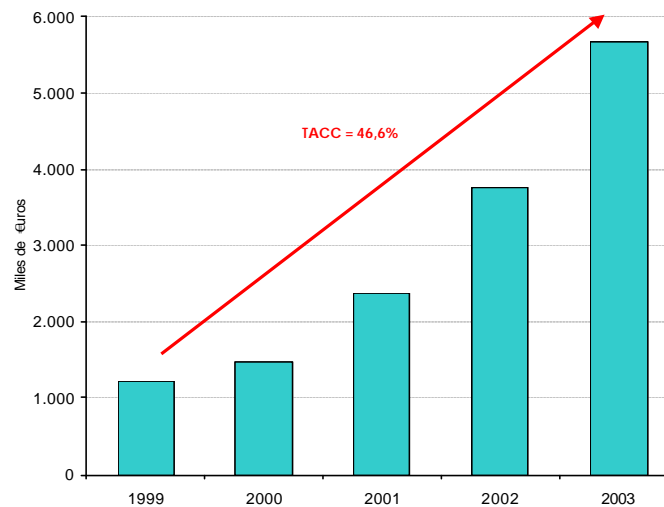
Cada planta o vegetal posee algún componente con una riqueza diferencial que constituye el principio activo que persigue NATRACEUTICAL y que constituirá el ingrediente nutracéutico. En función del principio activo que se quiere obtener y de las características de la propia materia prima, el proceso requiere distintas formas de preparación de la materia prima, de extracción, de concentración y el despliegue de un amplio conjunto de técnicas que permiten la purificación del compuesto.

NATRACEUTICAL dispone de una planta flexible, en sus actuales instalaciones de Valencia, para la obtención de extractos naturales de plantas.

En la siguiente tabla se recoge la evolución histórica de las ventas de ingredientes nutracéuticos y otros principios activos.



Evolución venta de Ingredientes Nutracéuticos y otros Principios Activos



La venta de ingredientes nutracéuticos y otros principios activos se ha ido incrementando en los últimos años de forma muy significativa a medida que se ha ido completando el desarrollo de nuevos productos. En el gráfico anterior puede verse esta evolución de las ventas que ha experimentado una Tasa Anual de Crecimiento Compuesto (TACC) del 46,6%. En crecimiento del último año ha sido del 51% respecto a las ventas de 2002. Hay que señalar que Exnema no aporta producción en esta línea de actividad.

Las ventas totales de ingredientes nutracéuticos y otros principios activos en 2003 han alcanzado los 5.670 miles de euros, lo que representa un 16,1% más respecto al presupuesto inicial. Por otro lado, el margen bruto de esta actividad ha sido de 1.909 miles de euros, un 7,5% superior al previsto.

Se distinguen cuatro familias de productos según los principios activos obtenidos:

Ácidos grasos

Su aplicación es el cuidado de la piel y tienen como características principales su origen vegetal natural.

Flavonoides

Pertencen a la amplia familia de los antioxidantes, si bien estos destacan por su poder antioxidante, todos sin excepción son de origen vegetal. Las propiedades preventivas de los antioxidantes están reconocidas ampliamente en la literatura científica y se emplean allá donde es necesaria la reparación de tejidos (células), su acción permite que se fijen las vitaminas provenientes de otros nutrientes (Vitaminas E, C y D principalmente). La acción de estas vitaminas es lo que realmente posibilita que los tejidos celulares mejoren su función en la mayor parte de los órganos vitales, de ahí su amplio espectro de utilización.

Fitoesteroles

Similar a los flavonoides, los fitoesteroles tienen un amplio poder antioxidante y ciertos tipos específicos tienen una probada actividad para la prevención de determinados tipos de cáncer.

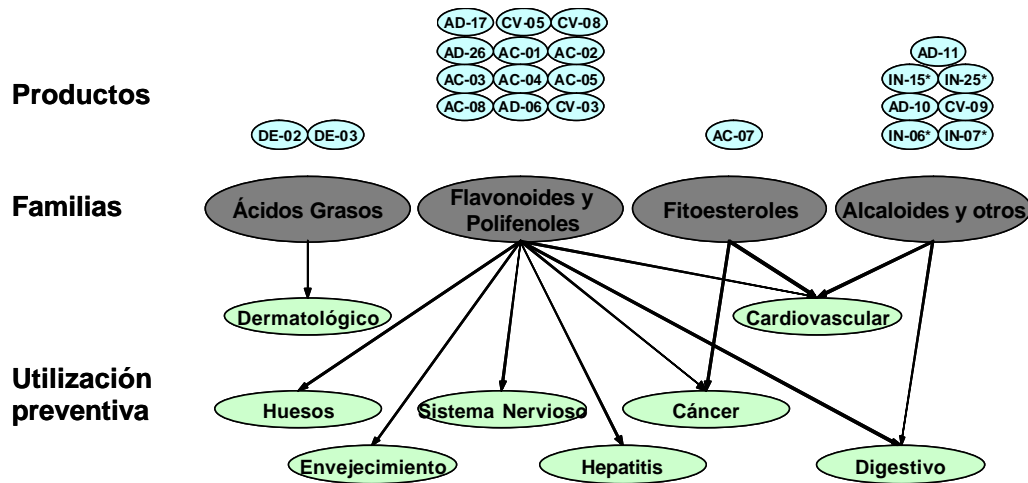


Alcaloides

La familia de los alcaloides comprende moléculas como la cafeína, teobromina, e incluso otras drogas, a los que se le atribuyen varios efectos desde excitación hasta efectos diuréticos beneficiosos para curas de adelgazamientos y cuidado del sistema digestivo y cardiovascular.

Adicionalmente, NATRACEUTICAL pretende desarrollar nuevos ingredientes aromáticos y saborizantes, para la industria de la alimentación.

En el siguiente gráfico se recogen los 22 ingredientes nutraceuticos y otros principios activos actualmente comercializados por la compañía clasificados según las familias que se acaban de describir e indicando las distintas utilizaciones preventivas que poseen (excepto dos de ellos a los que no se les reconoce acción preventiva alguna). Estos 22 productos dan lugar a más de 75 referencias diferentes, según la adaptación realizada a las aplicaciones de los clientes.



* Productos de uso como ingredientes, no se les reconoce utilización preventiva alguna

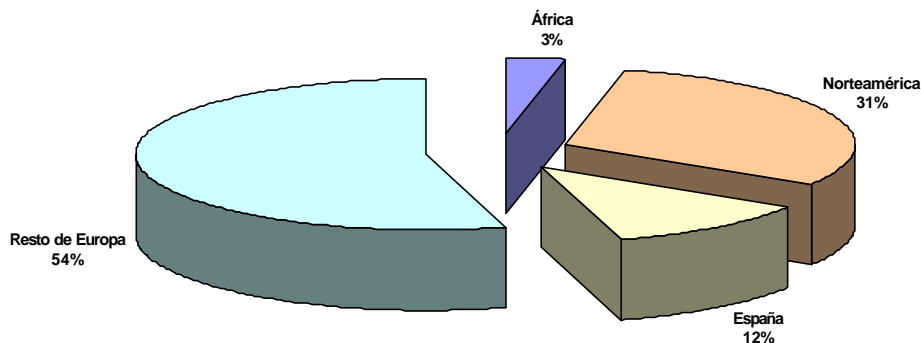
Se muestra el detalle del porcentaje de ventas que ha representado cada uno de estos productos en 2003:



Producto	Utilización preventiva	Porcentaje de ventas 2003
AC-01	Envejecimiento	0,3%
AC-02	Cáncer	0,1%
AC-03	Envejecimiento	0,6%
AC-04	Cáncer	1,7%
AC-05	Cáncer	0,1%
AC-07	Cáncer	19,7%
AC-08	Cáncer	0,1%
AD-06	Digestivo	0,2%
AD-10	Digestivo	10,1%
AD-26	Digestivo	1,1%
AD-17	Digestivo	1,8%
AD-11	Digestivo	6,1%
CV-03	Cardiovascular	0,1%
CV-05	Cardiovascular	0,1%
CV-08	Cardiovascular	0,2%
CV-09	Cardiovascular	2,8%
DE-02	Dermatológico	0,02%
DE-03	Dermatológico	51,7%
IN-06	Ingrediente	1,8%
IN-07	Ingrediente	0,5%
IN-15	Ingrediente	0,7%
IN-25	Ingrediente	0,2%

A continuación se muestran las ventas actuales a los 20 principales clientes, que representan un 56% aproximadamente del total de ventas de esta línea de actividad en 2003, distribuidas por zonas geográficas. Este porcentaje muestra un descenso muy importante respecto a la concentración de la cartera de clientes en años anteriores cuando 18 clientes suponían hasta un 95% de las ventas. Dentro de estos clientes no se incluye ninguna sociedad del Grupo Natra:

Ventas de Principios Activos e Ingredientes Biotecnológicos por Zona Geográfica donde se sirve



Dado que la mayoría de las materias primas necesarias para la elaboración de estos productos provienen de fuentes naturales existentes en la naturaleza de forma abundante, no se producen variaciones significativas en los costes que deban ser trasladados a los precios de venta de la compañía. Se muestra a continuación el margen bruto (después del coste de la materia prima y auxiliares) promedio por familias:



Familia	Margen promedio
AC	41,6%
AD	62,0%
CV	45,4%
DE	29,4%
IN	61,6%

Por la tipología del cliente final se puede clasificar los ingredientes nutracéuticos y otros principios activos según se destine a:

- Alimentación
- Cosmética
- Laboratorios farmacéuticos

Los productos de la Compañía destinados a cosmética son aquellos cuya utilización es el cuidado de enfermedades de la piel (dermatológicos) y actualmente suponen el 51,7% (frente al 67,4% en 2002) de las ventas de esta línea de actividad. El resto está destinado alimentación ya que actualmente no existe ningún ingrediente nutracéutico u otro principio activo comercializado a laboratorios farmacéuticos (está previsto dirigirse a este mercado con los nuevos proyectos desarrollados por las actividades de I+D realizadas por cuenta propia de nuevas moléculas).

La regulación necesaria para comercializar a laboratorios farmacéuticos europeos dichos ingredientes nutracéuticos y otros principios activos implica la inscripción en el Registro Sanitario (dependiente del Ministerio de Sanidad español) en el que se describen los procesos y especificaciones de los productos a comercializar y que serán introducidos en otros alimentos.

Los alimentos y productos funcionales o nutracéuticos están regulados por el Reglamento (CE) nº 258/97 del Parlamento Europeo y del Consejo de 27 de enero de 1997 sobre nuevos alimentos. Dicho Reglamento garantiza que los alimentos estén sometidos a una evaluación de seguridad antes de ser puestos en el mercado de la Comunidad. Este Reglamento es aplicable a alimentos e ingredientes alimentarios que, hasta la fecha, no tengan una historia de consumo regular en los países de la CEE de mínimo quince años. Los productos actualmente comercializados por la Compañía no están sujetos a este reglamento, sin embargo, en la medida en que se desarrollen alimentos funcionales por cuenta propia estarán sujetos a esta normativa. El cumplimiento de esta reglamentación es suficiente para la comercialización de dichos productos fuera de la Unión Europea, una vez se obtienen las autorizaciones oportunas.

NATRACEUTICAL cuenta con diferentes líneas para el desarrollo de su actividad con ingredientes nutracéuticos y otros principios activos, cómo líneas de extracción, destilación y concentrado de extractos naturales. Una parte importante de estas líneas han sido instaladas recientemente, situándose su grado de utilización medio en torno a un 40% de su capacidad.

Política de compras

Los principales inputs utilizados para la extracción de los productos que elabora la compañía son:



1. Una amplia gama de plantas (raíz de valeriana, espinillo blanco, apio, enebro, guarana, cola de caballo, etc.) de las que se extraen los principios activos.
2. Subproductos de la industrialización del cacao y cacao en grano de segunda calidad de los que se obtienen ácidos grasos.
3. cafeína bruta que, tras un proceso de purificación, permite comercializar la denominada cafeína natural pura.

Al no poder planificar cantidades y plazos en los que NATRACEUTICAL puede disponer de estas materias primas, ésta ha establecido estrechos vínculos con las empresas generadoras de los mismos que le han permitido mantener una condición de aprovisionamiento más ventajosa que a la de sus competidores (lo que implica precios más ventajosos e incluso pudiendo obtener la exclusividad en la importación de una determinada materia prima). A su vez, la posición privilegiada de Exnama, muy cercana a las fuentes de materia prima, permite un suministro de extractos procedentes del entorno amazónico. Debido a las características de las materias primas y su abundancia en la naturaleza, no cabe esperar que la evolución de los precios de éstas sufran variaciones significativas, si bien algunas de ellas, como la manteca de cacao, pueda verse afectada indirectamente por la evolución del precio del cacao.

NATRACEUTICAL centraliza la gestión de compras de materia prima para su Grupo.

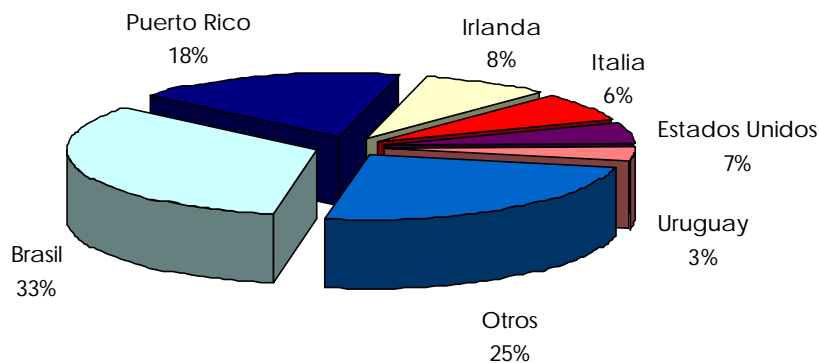
El principal proveedor de cafeína bruta es una compañía china a la que se paga en dólares. No existe un contrato de suministro a largo plazo, si bien se planifican las compras a partir de las previsiones realizadas al inicio del ejercicio.

Para el suministro de la materia prima de principios activos e ingredientes biotecnológicos la compañía opera con Natra Cacao y con otros proveedores especializados según las características de las materias primas. Al igual que en el caso de la cafeína bruta las compras se realizan en función de las previsiones de producción y siempre según condiciones de mercado.

Política de exportación

Natraceutical exporta prácticamente la totalidad de su producción, principalmente a Brasil (33%), Puerto Rico (18%), Irlanda (8) y Estados Unidos (7%) entre otros.

% de ventas por países en 2003





Las ventas en moneda extranjera (que en su práctica totalidad se trata de dólares) vienen determinadas por las ventas realizadas al principal cliente de cafeína purificada y por el desarrollo del mercado de ingredientes nutracéuticos y otros principios activos en Estados Unidos.

Se espera que en el futuro el porcentaje de ventas en moneda extranjera se mantenga en línea con el último año, ligeramente por encima del 60%, ya que representa aproximadamente el porcentaje de ventas de cafeína purificada y de ingredientes nutracéuticos y otros principios activos que se viene facturando en dólares.

TORRE ORIA, S.L.

Se trata de una bodega situada en la región de Utiel-Requena pionera en el embotellado de vino y que ha apostado por ser la marca del cava valenciano.

En la primera mitad de los años 80, siete familias avaladas por la experiencia en las zonas de producción de Cataluña y Francia, deciden empezar la elaboración de cava con una producción inicial de 30.000 botellas.

A principios de los años 90 y, coincidiendo con la entrada de NATRA, S.A. en 1991 con una participación del 59,2%, TORRE ORIA cambia su estructura empresarial y se convierte en sociedad limitada.

Desde ese momento hasta nuestros días, la evolución de Torre Oria ha sido progresiva con un elevado ritmo de inversiones fruto de una empresa en crecimiento y que le ha permitido constituirse como una de las mayores bodegas de envejecimiento de la Denominación de Origen de Utiel-Requena.

Durante 1995, Torre Oria acomete una importante ampliación de 1.100 metros cuadrados destinada al almacenamiento de las rimas de cava y vinos tranquilos, así como una ampliación de la nave de elaboración de uva incrementando fuertemente su capacidad.

Posteriormente, durante los años 1998 y 1999, se construye una nave de nueva planta con 1.500 metros cuadrados con capacidad para albergar 4.000 barricas y 1.500 metros cuadrados subterráneos para envejecimiento de crianzas, reservas y grandes reservas con una capacidad de dos millones y medio de botellas.

Con fecha 24 de octubre de 2001 el Consejo de Administración de Natra, S.A. decidió ampliar su participación en el capital social de Torre Oria, S.L. hasta el 100%.

Visión general del sector

España, a pesar de ser uno de los países con mayor tradición en la producción de vinos, en todas sus variedades, y realizar un esfuerzo continuado por incrementar tanto la variedad como la calidad de sus productos, que se sitúa en cotas muy elevadas, no ha destacado tradicionalmente en la comercialización de los mismos. En ello influye, sin duda, la escasa inversión en marketing realizada por las bodegas españolas y otros organismos para la promoción interna y exterior de los caldos nacionales, que se mantiene en un nivel poco representativo.

Por otro lado, la aparición de nuevos competidores, como Chile, Australia o Sudáfrica y el exceso de producto almacenado, completan el panorama actual de un sector atomizado y desunido a nivel nacional.



En este contexto, Torre Oria, la centenaria bodega del grupo sigue apostando por aquellos productos de mayor calidad e incrementando su presencia en nuevos mercados geográficos, manteniendo las ventas en línea con las expectativas.

A continuación se presentan determinados datos seleccionados de los estados financieros de Torre Oria, S.L., correspondientes a los años 2001, 2002 y 2003:

BALANCE (euros)	2001	2002	2003
Gastos de Establecimiento	20.404	15.303	10.202
Inmovilizado Inmaterial	180.915	112.072	98.391
Inmovilizado Material	5.046.997	4.886.059	4.510.344
Inmovilizado Financiero	1.387	1.688	1.808
Total Inmovilizado	5.249.703	5.015.122	4.620.745
Gastos a distribuir en varios ejerc.	0	0	0
Existencias	6.178.516	5.697.099	4.678.245
Deudores	3.065.721	2.302.219	2.435.732
Tesorería e Inversiones Financieras Temporales	51.795	747.919	173.350
Ajustes de periodificación	18.407	31.056	41.729
Total Activo Circulante	9.314.439	8.778.293	7.329.056
ACTIVO=PASIVO	14.564.142	13.793.415	11.949.801
Fondos Propios	7.091.132	7.192.588	6.248.437
Ingresos a distribuir en varios ejercicios	485.954	420.334	391.506
Deudas con entidades de crédito lp	2.079.785	2.253.657	1.345.800
Deudas con entidades de crédito cp	3.181.190	2.924.856	2.789.957
Deudas con empresas del grupo	104.845	44.702	37.572
Acreedores comerciales	1.436.475	709.484	984.347
Otras deudas no comerciales	169.736	247.794	148.786
Provisiones para operaciones de tráfico	15.025	0	3.396
Ajustes por periodificación	0	0	0
Acreedores a corto plazo	4.907.271	3.926.836	3.964.058
ACTIVO=PASIVO	14.564.142	13.793.415	11.949.801
Endeudamiento Financiero Neto	5.209.180	4.430.594	3.962.407
Fondo de Maniobra (AC-PC)	4.407.168	4.851.457	3.364.998
Activo Circulante / Acreedores a corto plazo	1,90	2,24	1,85
Endeudamiento Financiero Neto / Fondos Propios	0,73	0,62	0,63
Endeudamiento Financiero Neto / Total Pasivo	0,36	0,32	0,33

Endeudamiento Financiero Neto: Endeudamiento bancario – Tesorería e Inversiones Financieras Temporales



RESULTADOS (euros)	2001	2002	2003
+ Ingresos Totales	8.412.901	6.286.580	6.287.392
+/- Variación de existencias	-469.143	-581.223	217.590
- Aprovisionamientos	4.846.600	3.385.705	3.003.095
- Gastos de personal	1.221.249	1.211.967	1.233.295
- Amortizaciones y Provisiones	524.322	546.520	820.970
- Otros gastos de explotación	1.818.112	1.318.459	1.224.023
= Resultado de Explotación	471.761	405.152	-211.581
+/- Resultados Financieros	-218.903	-228.103	-222.845
= Resultado de las Actividades Ordinarias	252.858	177.049	-434.426
+/- Resultado Extraordinario	-212.285	-26.601	-13.899
= Resultado antes de impuestos	40.573	150.448	-448.325
- Impuesto sobre Sociedades	-14.271	-48.992	156.914
= Resultado del ejercicio	26.302	101.456	-291.411

Resultado de Explotación / Ingresos Totales	5,6%	6,4%	-3,4%
Resultado Ordinario / Ingresos Totales	3,0%	2,8%	-6,9%
Resultado del Ejercicio / Ingresos Totales	0,3%	1,6%	-4,6%
EBITDA / Gastos Financieros	3,19	3,29	2,93

Durante el año 2003, Torre Oria ha aportado el 7,1% de la facturación total del grupo, representando los vinos un 78% de la facturación de Torre Oria y los cavas el 22% restante.

Durante el año 2003, las ventas de la bodega se situaron en los 6,3 millones de euros, lo que representa mantener el mismo nivel de ventas que en el ejercicio anterior. En cuanto a los principales costes, Torre Oria llevó a cabo una importante política de contención que le ha permitido mejorar de forma significativas partidas como aprovisionamientos y otros gastos de explotación. No obstante, hasta finales del ejercicio 2003, la sociedad mantenía un stock de vino comprado a precios superiores a los de mercado en ese año, lo que se unió a un exceso de stock de producto en curso. Por este motivo, durante el ejercicio 2003 el margen bruto se vio perjudicado por la variación de existencias, lo que se trata de una situación transitoria, que desaparece con la última campaña vinícola.

La estrategia de la compañía apuesta por la comercialización de aquellos caldos que aporten un mayor valor añadido. Asimismo, durante el ejercicio 2003 se han adoptado algunas medidas de reestructuración que suponen un coste adicional pero que permitirá una mejora de resultados de ejercicios futuros.

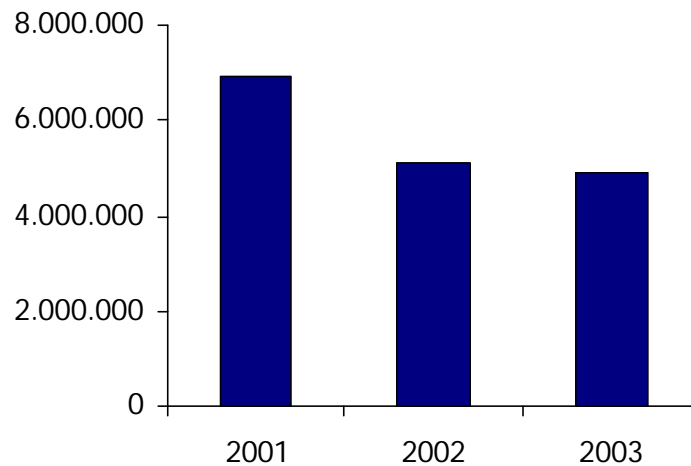
Torre Oria compra la uva en la comarca por ser denominación de origen, concentrando el 64% de sus aprovisionamientos en diez proveedores.

Evolución de las ventas de vino y de cava

Entre el año 2001 y 2002 las ventas de vinos sufrieron un importante descenso, cercano a 1,8 millones de euros, debido a la mayor competencia del sector y al descenso de los precios del vino. En 2003 se ha estabilizado esta situación, habiéndose alcanzado una facturación similar a la del año anterior. Por su parte, las ventas de cava se han consolidado entorno a los 1,4 millones de euros.

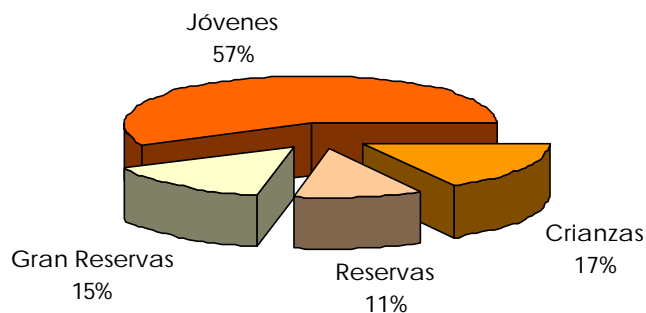


Evolución de las ventas de vinos (en euros)



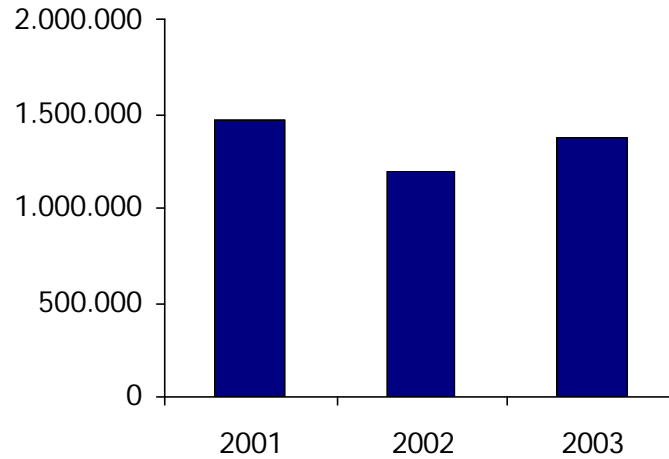
Durante el año 2003, los vinos con mayor ponderación en las ventas fueron los vinos jóvenes, representando un 57% de las ventas totales de la bodega. Por su parte, los vinos de crianza y reserva representaron un 17% de las ventas y un 26%, respectivamente.

Distribución de las ventas de vino en 2003

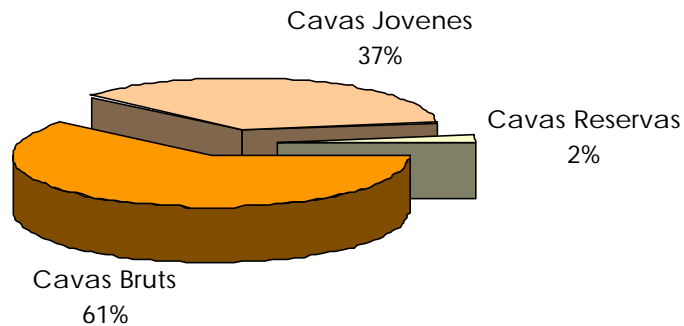


Por otro lado, los cavas con mayor ponderación en las ventas fueron los cavas jóvenes, representando un 58% de las ventas totales. Los Bruts y Reserva representaron un 40% de las ventas y un 2%, respectivamente.

Evolución de las ventas de cavas (en euros)



Distribución de las ventas de cava en 2003

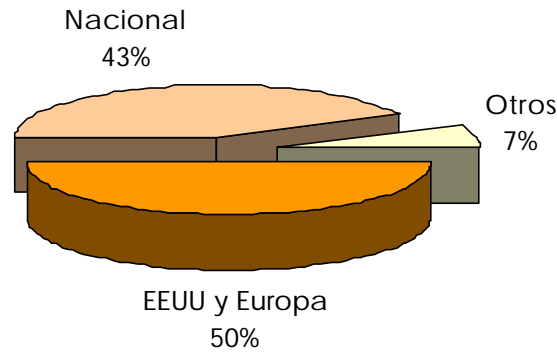


En el ámbito nacional, los principales clientes de Torre Oria son distribuidores, grandes superficies y otros (salones para banquetes, etc.). En el ámbito internacional, los principales clientes se encuentran en Estados Unidos y la zona norte de Europa. En este sentido, Torre Oria comercializa sus productos en Estados Unidos a través de distintos importadores con exclusividad en algunas zonas mientras que el principal cliente de Torre Oria vende con exclusividad en la zona norte de Europa. Con el principal cliente de la bodega existe un acuerdo de venta de unidades que se revisa anualmente.

Política de exportación

En la actualidad, los vinos y cavas de Torre Oria están asentados en países como Suecia, Noruega, Dinamarca, Bretaña, Alemania, pero también en Estados Unidos y Japón. Sin embargo, su principal cliente a nivel extranjero se encuentra en Dinamarca, concentrando cerca del 40% de las exportaciones de Torre Oria.

Distribución de las ventas por área geográfica en 2003



Dinamarca, Alemania o Estados Unidos importan todas las variedades de Torre Oria incluyendo tanto vinos jóvenes y de crianza como reservas, grandes reservas y cavas.

En el ámbito nacional, Torre Oria vende sus productos a distintos distribuidores concentrando el 60% de su facturación en siete grandes clientes.

Las ventas que realiza Torre Oria en el extranjero, principalmente Dinamarca, se facturan en euros, mientras que las realizadas en Estados Unidos se facturan y cobran en dólares, cubriendo su riesgo a través de un seguro de cambio.

Las instalaciones de Torre Oria se encuentran ubicadas en Requena, sobre unos terrenos de 100.000 m², dedicados principalmente a cultivos propios. La bodega ocupa un total de 5.000 m² en los que se encuentran, además de la bodega (2.085m²), la nave de elaboración (794m²), la de producción (844m²) y la nave de almacenamiento de barricas (1.460 m²). A lo largo de 2003 el grado de utilización de estas instalaciones se ha situado en torno al 60%.

APRA, S.L.

APRA, S.L. es una Empresa Ecuatoguineana, domiciliada en la Isla de Malabo y fundada en el año 1963.

Su actividad es la exportación de cacao en grano, residuos de cacao y otras materias primas vegetales para las empresas del Grupo Natra Cacao y Natraceutical principalmente a través de una colaboración plena con el Ministerio de Agricultura y el Sector Agrícola de Guinea Ecuatorial, potenciando y desarrollando las técnicas necesarias para mejorar la calidad y cantidad del cacao producido en beneficio de los agricultores y prestigio exterior del país, y dando soporte financiero, ayuda material y equipamiento.

APRA, S.L. vende el 100% del cacao que recoge a Natra Cacao, lo que representa aproximadamente 1000 toneladas de grano de cacao por campaña, un 3 % de los costes de aprovisionamiento de Natra Cacao. Los precios de venta que aplica APRA, S.L. están sujetos a los precios de mercado establecidos en la bolsa de Londres (LIFFE). Asimismo, a través de Apra, Natraceutical importa la corteza del árbol Prunus Africana, a partir de la cuál obtiene uno de sus principales productos nutraceúticos, el AC-07.

En los últimos años, Apra, S.L. ha ampliado su participación en el desarrollo económico de Guinea Ecuatorial mediante la investigación y comercialización de plantas o productos de origen vegetal autóctonos. Para ello desde 1990, el Grupo Natra, a través de Apra, S.L. ha invertido recursos humanos y materiales para la investigación del aprovechamiento racional de la flora local.



Debido a la ubicación privilegiada de la compañía así como de su conocimiento y experiencia acumulada tanto en productos tropicales, como en los procedimientos de importación y exportación, otra de las actividades que se desarrolla es la intermediación en el campo de las importaciones-exportaciones, bien sea directa o indirectamente, tanto en productos de Guinea Ecuatorial como de otras proveniencias.

(Miles de euros)	2001	2002	2003
Ingresos de explotación	1.971.970	1.491.787	1.912.955
EBITDA	35.589	104.658	69.319
% s/ingresos	1,8%	7,0%	3,6%
EBIT	-65.945	8.336	953
% s/ingresos	-3,34%	0,56%	0,05%
Resultado Neto	-81.566	6.461	2.739
% s/ingresos	-4,14%	0,43%	0,14%
Capital Social	442.988	442.988	442.988
Fondos Propios	363.600	370.061	372.798
Endeudamiento Financiero	22.498	0	0
Deudas con Empresas del Grupo	514.870	935.881	648.774

Fuente: Cuentas anuales y Natra, S.A.

A pesar de los apoyos gubernamentales, la campaña del cacao está influenciada por la climatología de la región. Desde el ejercicio 2000, la evolución climatológica ha sido poco favorable para el cultivo del cacao, por lo que las ventas de Apra se han ido reduciendo y actualmente suponen un 3% del total de compras de cacao de Natra Cacao.

IV.2.3. Descripción de la estructura de costes de Natra, S.A.

Ver apartado IV.2.1 Descripción de las principales líneas de actividad.

IV.3 CIRCUNSTANCIAS CONDICIONANTES.

IV.3.1 Grado de estacionalidad del negocio.

Natra Cacao y Chocolate

Aunque algunas de las industrias a las que Natra Cacao y Chocolate sirve presentan diferentes grados de estacionalidad (por ejemplo: turrón en navidad o helados en verano), la complementariedad de los mismos y la diversidad de productos de Natra Cacao y Chocolate permite compensarla, de forma que no se observa estacionalidad en las ventas de esta compañía.

Natraceutical

Atendiendo a las diferentes familias de productos que comercializa NATRACEUTICAL el único producto que posee cierta estacionalidad es la cafeína destinada a bebidas de cola (el principal producto de la Compañía hasta la fecha), ya que el consumo se



incrementa hacia el verano. Sin embargo, la condición de proveedor mundial de NATRACEUTICAL lleva a que este efecto se vea compensado por los diferentes ciclos estacionales de los hemisferios norte y sur. El consumo de cafeína no se ve especialmente influenciado por la marcha de la economía mundial.

El resto de productos comercializados por NATRACEUTICAL no se ven afectados por la estacionalidad, cabe esperar que suceda del mismo modo con aquellos nuevos productos que NATRACEUTICAL prevé comercializar.

Torre Oria

Estacionalidad del cava: Se trata de un producto con una estacionalidad muy acusada, produciéndose la mayor parte de las ventas en los meses de Noviembre y Diciembre (aproximadamente el 45-50% del total del año). Los meses que se encuentran entre marzo y octubre son de un consumo similar, mientras que los de enero y febrero son los que registran una menor venta debido fundamentalmente a que son los meses que se encuentran después de la campaña de Navidad.

Estacionalidad del vino: No está tan marcada como la del cava y es cambiante de año en año. Únicamente destacar que los meses de Agosto y Diciembre son meses de bajo consumo, mientras que los meses de Octubre y Noviembre el consumo es mayor que la media debido a la campaña de Navidad, regalos de empresa, etc.

IV.3.2 Dependencia del emisor respecto de patentes y marcas.

El grupo utiliza las siguientes marcas para el desarrollo de su actividad:

- Genérica: Natra
- En Natra Cacao: Natra Cacao, S.L., Natra cacao, Natra cacao & chocolate, Natra chocolate.
- En Torre Oria, S.L.: Marcas en España: Aniaguero, Marqués de Requena, Barón Noir, Señorío de Oria, Torre Oria, Señorío de Requena, Comte de Bothwell, Señorío de Requena, Dominio del Derramador, Señorío de Segorbe, Los Claustros de Torre Oria, Tempus III, Marqués de Carmagen, Torre Oria, S.L., Marqués de Monte Meru y Rimpó Real. Marcas extranjeras: Castillo de Uriel, Torre Oria, Marqués de Carmagen, Marqués de Monte Meru, Marqués de Requena, Rimpó Real y Señorío de Requena. Marcas internacionales: Marqués de Carmagen, Marqués de Requena, Señorío de Requena, Señorío de Segorbe y Torre Oria.
- En Natraceutical, S.A.: tiene previsto la obtención de nuevas patentes, europeas o internacionales dependiendo del alcance de los desarrollos, como culminación del proceso de investigación y desarrollo de algunos de sus nuevos productos. A lo largo de 2003, se presentó la solicitud de tres patentes, para los desarrollos CV-16, IN-29 y AD-11 y más recientemente, en 2004, de tres nuevas, el IN-15, IN-16 y CV-27. Actualmente se está a la espera de la aprobación de dichas solicitudes, existiendo otras en fase de redacción.

Natraceutical, S.A. es propietaria de las siguientes marcas: "NATRACEUTICAL, S.L.", "NATRACEUTICALS", "NATRACEUTICAL, S.A.", "NATRACEUTICALS.COM", "NATRACEUTICALS.BIZ" y "Natracéuticos" (nombre comercial de los ingredientes nutracéuticos que comercializa la compañía).



IV.3.3 Indicaciones relativas a la política de Investigación y Desarrollo durante los tres últimos ejercicios.

El desarrollo productivo del Grupo ha requerido siempre de una sensible dedicación a la I+D y no sólo por el marcado carácter innovador de su filial Natraceutical. Recordemos el origen del grupo que comenzó desarrollando sus investigaciones con el fin de obtener teobromina a partir de la cascarilla del cacao.

La I+D como aspecto fundamental de la personalidad del Grupo permite que las sinergias que pudieran existir se promuevan y se produzcan, y la aplicación de los resultados se realice allá donde tenga sentido. Esta filosofía es la que permitió el nacimiento, en 2002, de Natraceutical que sigue siendo la filial que aglutina la mayor parte de las labores de I+D.

En torno a un 25% de la plantilla de esta filial está dedicada a I+D, habiéndose incrementado notablemente el equipo dedicado a estas actividades en 2003. Las inversiones en Investigación y Desarrollo, por parte de Natraceutical, han ascendido a más de 1,7 millones de euros, correspondiendo el 70% de esta inversión al último ejercicio.

Las principales actividades se han concentrado en el aprovechamiento de materias primas vegetales de origen mediterráneo, así como en la optimización de procesos existentes. Adicionalmente, en 2003 se han solicitado tres nuevas patentes CV-16, IN-29 y AD-11.

Las líneas de trabajo se centran actualmente en el desarrollo de productos vegetales con contenidos relevantes de antioxidantes para su uso como ingrediente natural funcional. Otra de las líneas de trabajo a desarrollar será la creación de aplicaciones concretas (productos semiterminados) para ser utilizados por los fabricantes de alimentos.

La sociedad tiene firmados convenios de cooperación con el Centro Superior de Investigaciones Científicas (C.S.I.C.) para el desarrollo de diferentes investigaciones en el campo de la biotecnología. Por otro lado, cabe destacar que Natraceutical colabora, entre otras, con las Universidades de Salford (Inglaterra), Barcelona y Valencia.

Natraceutical cuenta con un Comité de Producto, que integrado por responsables de los departamentos de I+D, Tecnología, Ventas y la Dirección General define con detalle los productos a desarrollar, las acciones de investigación y el diseño de nuevos productos y que, en ocasiones puntuales, solicita colaboraciones y opiniones científicas a expertos ajenos a la Compañía.

Además, la biotecnológica cuenta con el Comité Científico, órgano consultivo constituido por expertos de diversas disciplinas independientes que opinan sobre ciertas tendencias observadas en el campo científico y de la nutrición humana, desde puntos de vista diferentes. Con sus aportaciones, se busca consenso en cuanto a la identificación de líneas de desarrollo futuras y la validación de las líneas actuales, consiguiendo coherencia en cuanto a los proyectos desarrollados por la Sociedad.

IV.3.4 Indicación de cualquier litigio o arbitraje que pueda tener, o haya tenido en un pasado reciente, una incidencia importante sobre la situación financiera del emisor.



No existe ningún litigio ni pasivo contingente que pueda afectar de manera significativa a la situación financiera del Grupo Natra ni a ninguna de sus filiales en particular.

IV.3.5 Indicación de cualquier interrupción de actividad.

No existen paradas de producción por fuerza mayor. Hasta la fecha se han realizado paradas por vacaciones durante un mes entre los meses de julio y agosto tanto en la planta de Natra Cacao como en la de Natraceutical, si bien ésta es una política que se está revisando. Durante ese mes se realizan tareas de mantenimiento y reparación de la maquinaria.

IV.4 INFORMACIONES LABORALES.

IV.4.1 Número medio de personal empleado y su evolución durante los últimos tres años y, si fuera posible, un desglose por categorías y tipos de relación contractual.

Recogemos a continuación la plantilla media agrupada del Grupo Natra de los últimos tres ejercicios:

GRUPO NATRA	2001	2002	2003
Dirección	9	8	8
Administración	35	36	43
Fabricación y Mantenimiento	154	142	155
Comercial	17	17	20
Técnicos	25	26	29
Total	240	229	255

Fuente: Cuentas Anuales

Durante 2003 los gastos de personal del grupo Natra se han situado en los 7,61 millones de euros, lo que representa un 8,6% sobre ingresos, frente a los 6,56 millones de euros de 2001, en el que representaban un 10,7% de las ventas.

La necesidad por parte de la compañía de reducir el peso de las secciones con escaso margen económico como era el caso de la manteca de cacao refinada destinada a la alimentación, llevó a finales de 2001 a la formalización de un expediente de regulación de empleo (ERE) de la citada sección. Éste fue resuelto favorablemente el 20 de diciembre y motivó la reducción de plantilla de unas 30 personas en Natraceutical.

El importante incremento de actividad, así como para poder hacer frente al fuerte crecimiento previsto, principalmente en Natraceutical, ha llevado a la compañía a crecer en el número de empleados hasta un total de 255 en 2003.

A lo largo de 2003 se ha aumentado el personal en 26 personas, en su mayor parte en Natraceutical, una parte significativa dedicados a la Investigación y Desarrollo. Con este incremento se prevé tener cubiertas las necesidades de personal para los próximos ejercicios.



IV.4.2 Negociación colectiva en el marco de la Sociedad.

Tanto Natra Cacao, S.L. y Natraceutical, S.A. poseen convenio de empresa. Tales convenios colectivos están pactados para cuatro años, venciendo el de Natra Cacao a finales de 2005 y el de Natraceutical en 2007.

Torre Oria, S.L., se rige por el Convenio de industrias Vitivinícolas Provincial de Valencia. Este convenio se ha negociado en el 2004 para los años 2004 y 2005.

Las condiciones laborales de la totalidad de los trabajadores de la planta de Exnama están regidas por el Convenio propio de las industrias Químicas y Farmacéuticas de Manaus.

En lo que hace referencia a las condiciones laborales de los empleados de Natra US, éstas se hayan recogidas en el correspondiente convenio estatal de California.

Los convenios citados contienen pactos considerados normales en toda negociación colectiva sin que de los mismos se aprecie ningún aspecto que pueda tener trascendencia a estos efectos.

IV.4.3 Descripción suficiente de la política seguida por la Sociedad en materia de ventajas al personal y, en particular, en materia de pensiones de toda clase.

No se conoce en Natra, S.A., ventajas concedidas al personal en general o en materia de pensiones.

Natraceutical, S.A. no dispone de ventajas concedidas al personal en general o en materia de pensiones, si bien uno de los puntos que recoge el nuevo Convenio Colectivo, ofrece a los empleados de Natraceutical, S.A. un seguro médico privado totalmente gratuito.

IV.5 POLÍTICA DE INVERSIONES

IV.5.1 Descripción cuantitativa de las principales inversiones, incluidos los intereses adquiridos en otras empresas, tales como acciones, participaciones, obligaciones, etc. realizadas durante los tres últimos ejercicios.

Detalle de las inversiones en inmovilizado
en los años 2001, 2002 y 2003

En miles de euros	2001	2002	2003	Totales	%
Natra Cacao, S.L.	3.726	1.187	2.472	7.385	50%
Natraceutical, S.A.	n.a.	1.117	5.094	6.211	42%
Torre Oria, S.L.	627	331	169	1.127	8%
Totales	4.353	2.635	7.735	14.723	100%

Dichas inversiones se han obtenido de las auditorias de los respectivos años.

En los últimos años no se han realizado inversiones destinadas a la adquisición de compañías, habiéndose procedido a la desinversión en la filial Natraceutical, de tal forma que la participación se ha reducido desde el 86%, en el momento de la salida a



bolsa de ésta, hasta un 75,4% a fecha de aprobación de este folleto, y con posterioridad a la adquisición de Zahor se verá reducido hasta un 68,2%.

IV.5.2 Indicaciones relativas a las principales inversiones en curso de realización, y futuras, exclusión hecha de los intereses en curso de adquisición en otras empresas.

≪≪ Inversiones en Inmovilizado Material en Natra Cacao:

Durante los años 2002 y 2003, las inversiones en inmovilizado material han ascendido hasta los 3,6 millones de euros y se han destinado a la mejora de las instalaciones:

Parte de estas inversiones se ha destinado al comienzo de los trabajos para la ampliación de su planta de coberturas industriales. Los trabajos de ampliación de la planta se iniciaron en 2003, centrándose en las instalaciones de producción de coberturas sólidas, y está previsto que se terminen a lo largo de 2004, con las instalaciones de coberturas líquidas, momento a partir del cual la sociedad podrá más que duplicar su producción actual.

Estas inversiones se contemplan en la primera fase para ampliar esta planta de coberturas, puesto que se comenzó con un tamaño más reducido para ver la aceptabilidad en el mercado y al haberse comprobado que ésta era buena se ha decidido hacer una línea nueva que permita ampliar la capacidad de producción. El nivel de producción que se pretende alcanzar supone pasar de 3.800 Tn anuales a 8.500, y la inversión en 2003 ascendió a 466 miles de euros.

Asimismo, la modernización de la planta de Natra Cacao ha llevado a realizar inversiones en distintas fases del proceso productivo. Entre estas inversiones acometidas, se incluye la adquisición de nueva maquinaria para la sección de descascarillado, la automatización realizada en la sección de prensado, las mejoras en el acondicionamiento, el aislamiento, la seguridad y la limpieza en el proceso del enfriado y envasado de manteca. Además, se han llevado a cabo cambios en el almacén de grano, instalando nuevas estanterías y mejorando la disposición para el almacenamiento de cacao.

Alguno de estos proyectos han consistido en:

Prensado

Se está tratando de separar las distintas activaciones en distintos proyectos en función de la prensa a la que correspondan y su naturaleza y se ha procedido al cambio de algunas columnas de varias prensas. De esta forma se mejora la productividad de la instalación. Por otro lado, también se ha llevado a cabo el desarrollo de un programa de software propio para la automatización del prensado. El total del importe invertido en este proyecto ascendió en 2003 a 139 miles de euros.

Envasado de Manteca

Incluye diversos conceptos como la instalación de nuevos conductos, adquisición de una nueva selladora, sistemas de mejora del acondicionamiento, sistemas de aislamiento, mejoras de la seguridad y sistemas nuevos de limpieza. El total de la inversión en 2003 ha supuesto 146 miles de euros.

Atemperadora



Se ha adquirido una nueva atemperadora de manteca. Esta instalación permite alcanzar la temperatura óptima de la manteca para que su composición química sea la óptima. La inversión ha sido de 121 miles de euros.

Almacenamiento

Se han realizado mejoras en el almacén de grano. Se ha modernizado el sistema de almacenaje y se ha cambiado la disposición para el almacenamiento de cacao en grano. Se encontrará en condiciones de ser utilizado a lo largo de 2004. La inversión ha ascendido hasta el momento a 111 miles de euros.

Natraceutical cuenta con una planta dotada con la más alta tecnología de elaboración en el ámbito mundial:

- ≡≡ Sistema automatizado que garantiza todos los parámetros de la elaboración y permite ajustar el producto a las necesidades específicas de cada cliente.
- ≡≡ Automatización de todas las operaciones asegurando una reproducibilidad absoluta en cuanto a recetas específicas de diferentes clientes así como unas mezclas y aromas óptimos.
- ≡≡ Capacidad para elaborar tanto coberturas de chocolate como coberturas vegetales en instalaciones totalmente independientes y de forma totalmente flexible.
- ≡≡ Capacidad para suministrar la cobertura industrial, así como la pasta y manteca de cacao en gotas de diferente peso y en líquido, posibilitando de esta forma el transporte y venta para grandes distancias.

≡≡ *Inversiones en Inmovilizado Inmaterial en Natraceutical:*

Durante los años 2002 y 2003, las inversiones en inmovilizado inmaterial realizadas en Natraceutical, S.A. (no incluyendo aquellas que se aportaron para su constitución) han ascendido a 1,3 millones de euros, de los cuales la mayor parte de ellos corresponden a gastos de investigación y desarrollo.

Las principales actividades de I+D en las que se ha concentrado la compañía están recogidas en el punto 3.3 de este capítulo.

≡≡ *Inversiones en Inmovilizado Material en Natraceutical:*

Se exponen a continuación las inversiones en Inmovilizado Material realizadas en Natraceutical, S.A. (no incluyendo aquellas que se aportaron para su constitución) para mantener su programa de desarrollo a fin de alcanzar los objetivos estratégicos establecidos con unas inversiones que han ascendido durante los años 2002 y 2003 hasta 4,9 millones de euros y que se han destinado principalmente a:

- a) *Ampliación extractora de grasas.* Durante el periodo 2002-2003, se ha procedido a la ampliación de la capacidad de las instalaciones destinadas a la extracción de grasas por un importe de 449 mil euros.
- b) *Automatización cafeína e instalación en frío.* A lo largo de los dos últimos ejercicios se ha llevado a cabo un proceso de automatización de la planta de cafeína que ha supuesto una renovación casi completa de esta planta. Adicionalmente, se han introducido nuevos sistemas informáticos de gestión y control, sistemas de ventilación, así como un nuevo equipo de frío. El total de las inversiones destinadas a este capítulo han ascendido a 734 mil euros.



- c) *Extracción de tanque agitado.* En 2003 se ha iniciado la instalación de un nuevo sistema de extracción y concentración de polvo para el desarrollo de aromas. La inversión destinada hasta el momento es de 880 mil euros.
- d) *Instalación desgomado.* El proceso de extracción de sustancias consta de cuatro fases: multipropósito, desgomado, expeller y refinación. Se está procediendo a la automatización del proceso y a desarrollar una cadena continua entre las distintas fases. Igualmente se han adquirido nuevos depósitos. Para estas inversiones, a lo largo de 2002 y 2003 se han destinado 194 mil euros.
- e) *Mejora de servicios de extractos naturales.* Se han destinado 137 mil euros a un proyecto para aumentar el número de líneas de producción de esta fase, que es común para todos los productos.

≡≡ *Inversiones en Inmovilizado Material en Exnama:*

En Mayo de 2002 se inició la actividad en la planta instalada en el Polo Industrial de Manaus (PIM) en Brasil, destinada a la producción y comercialización de cafeína purificada y el acceso a materias primas de origen amazónico para la obtención de extractos naturales.

La inversión en los dos años anteriores a su puesta en marcha ascendió a 3,95 millones de euros (a cargo de Natra y comprende tanto la adquisición de los terrenos como la construcción e instalación de las plantas de elaboración y servicios), la inversión total de esta planta ha sido de 5,7 millones de euros. Debido a la moderna maquinaria instalada y a su reciente puesta en marcha, a lo largo de 2002 y 2003 no han sido necesarias inversiones significativas en Exnama. En relación al crecimiento futuro de la planta así como la posibilidad de desarrollo de otras actividades, hay que destacar el hecho que las actuales instalaciones están realizadas sobre una superficie de 32.000 m², lo que asegura la capacidad de crecimiento dentro del propio polo industrial.

Exnama es fruto, en gran medida, de la estrecha labor de integración con el principal cliente de NATRACEUTICAL (el líder mundial de bebidas refrescantes, presente en la cartera de clientes del Grupo Natra desde hace más de 30 años). Esta progresiva integración ha permitido, con la creación de Exnama, aumentar las toneladas vendidas de cafeína de forma muy significativa, así como tener presencia en el principal punto de producción de bebidas concentradas de América del Sur.

La instalación de la planta en Manaus permite a Exnama aprovechar las exenciones fiscales de la zona como el impuesto de beneficios durante los primeros ocho años, el impuesto de importación para la maquinaria de proceso, la exención del 88% del impuesto sobre el valor añadido, así como la exención de otros impuestos locales.

Adicionalmente, aprovechando la ubicación preferencial en Manaus, ya se han establecido acuerdos de colaboración con empresas locales para el desarrollo conjunto de extractos de plantas medicinales provenientes de la flora amazónica, una situación privilegiada que permite tener acceso al área con mayor biodiversidad del mundo.

A la fecha de este folleto no existen compromisos firmes de adquisición de inmovilizaciones materiales por importes significativos.



Existe información más detallada sobre el plan de inversiones del grupo Natraceutical registrada en la CNMV con motivo de la ampliación de capital llevada a cabo en junio de 2004 por parte de Natraceutical, S.A.

≡≡ Inversiones en Inmovilizado Material en Torre Oria:

A lo largo de 2001, se completaron las últimas inversiones más significativas en inmovilizado material en las bodegas de Torre Oria. Esas inversiones se destinaron principalmente a completar las ampliaciones en la bodega para envejecimiento de vino, así como a nuevos depósitos para almacenaje y frío ascendiendo dichas inversiones hasta los 0,76 millones de euros. Tras dichas inversiones Torre Oria cuenta actualmente con instalaciones suficientes para cumplir su plan de negocios, por lo que el resto de inversiones que se realizan son básicamente de mantenimiento.

La última inversión que cabría destacar ha sido de 0,2 millones de euros en la mejora de las instalaciones, principalmente a la ampliación de las líneas de embotellado, así como a otras medidas orientadas a la modernización y automatización de la bodega.

IV.6 DESCRIPCIÓN DE ZAHOR

IV.6.1 Antecedentes

El origen de Zahor está en el año 1946 cuando se funda en Oñate (País Vasco). En 1955 se adquiere Hueso, compañía cuyo producto estrella es Huesitos. Hacia la década de los setenta, Zahor adopta una visión internacional y empieza a realizar exportaciones, lo que se refleja en el crecimiento de su cifra de ingresos.

Zahor, S.A. se constituyó el uno de agosto de 1.989. Su domicilio Social se encuentra en Oñati (Guipúzcoa), Carretera de Aranzazu s/n. Su objeto social consiste, fundamentalmente, en la fabricación y venta de chocolates, bombones, caramelos y otros artículos de confitería derivados del cacao.

En 1989, Hueso se escinde de Zahor y posteriormente se vende Hueso a Cadbury. Tras la escisión de Hueso se inicia una nueva etapa basada en la producción de tabletas, barras y bombones. En ese instante se inicia una nueva estrategia: en Europa se potencia la venta de barras y en España además la venta de bombones y tabletas. Se consiguen todas las certificaciones de calidad posibles, se produce una reestructuración organizacional y se reposiciona la marca Zahor en bombones mediante importantes inversiones en publicidad.

En 2004 Zahor ha adquirido Excella, compañía francesa complementaria a Zahor, lo que le ha permitido aumentar su capacidad de producción y reforzar su posición comercial en algunos países de la Unión Europea.

IV.6.2 Actividades Principales

El Grupo Zahor está totalmente enfocado a la elaboración de producto final con marca propia y marca de distribución ocupando posiciones de liderazgo en los mercados nacionales y europeos en todos los segmentos en los que compete.



- En marca de distribución a nivel europeo, Zahor ocupa el 2º lugar en el ranking en barras (con aproximadamente un 37% de cuota de mercado) y el 5º en tabletas (con aproximadamente un 10% de cuota de mercado).
- En marca de distribución a nivel español, Zahor ocupa el 1er lugar en el ranking en tabletas (con un 50% de cuota de mercado) y barras (con más del 70% de cuota de mercado).
- A nivel español Zahor ocupa el 3º lugar (con un 7% de cuota de mercado) en el ranking de ventas de bombones de marca propia, 1er lugar después de las dos grandes marcas multinacionales.

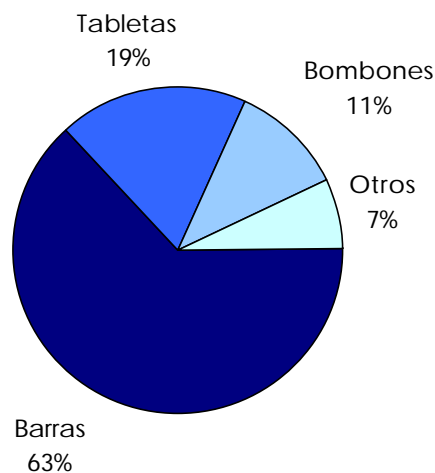
Distribución de las ventas por familia

Las ventas de Zahor se agrupan básicamente en 3 familias:

- Barras
- Tabletás
- Bombones

Las familias de barras y tabletas fueron la principal fuente de ingresos de la compañía en 2003, entre ambas concentran el 63% y el 19% respectivamente. Los bombones representaron un 11%, y finalmente la partida otros, que incluye productos menos significativos como el cacao en polvo, productos infantiles, etc. un 7% de las ventas.

Mix de ingresos 2003



Proceso de producción

El negocio de Zahor es complementario al de Natra puesto que las materias primas del chocolate que utiliza Zahor para la elaboración de sus distintos productos son en gran medida las que obtiene Natra como producto final de sus procesos productivos en Natra Cacao y Chocolate.



En este sentido, Zahor compró en 2003 manteca y pasta de cacao a Natra por un importe de 4 y 2,2 millones de euros anuales, respectivamente, y una parte mucho menos significativa de polvo y coberturas.

Cabe destacar la capacidad de I+D+i (Investigación, Desarrollo e Innovación) que Zahor aportará al Grupo Natra, clave en la industria de la alimentación para conseguir crecimientos superiores a los de los competidores. Esta capacidad se hace patente con los recientes lanzamientos de barras como Flink o Hurry´up, productos innovadores y que requieren una alta sofisticación en comparación con el resto de productos que ofrece el sector.

Para facilitar un mejor conocimiento de los distintos productos que comercializa Zahor, así como de su actividad de producción, se expone a continuación una descripción de los distintos procesos productivos más significativos, necesarios para la elaboración de los principales productos de la sociedad, y la evolución comercial de las distintas familias de productos.

Barras

El proceso de elaboración de barras bañadas de chocolate comienza con la preparación de la parte interior del producto.



El interior, que es preparado en la cocina de cada una de las líneas, y es distinto para cada tipo de producto. Un interior típico se prepara mediante la cocción de un jarabe de glucosa que es mezclado con un ingrediente espumante y batido a continuación hasta obtener el peso específico correspondiente.

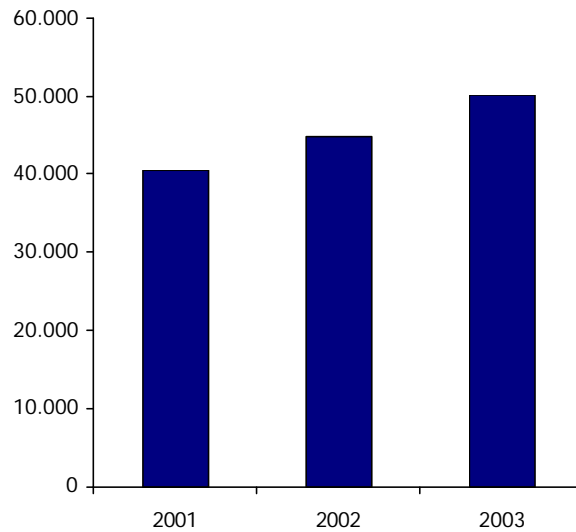
La masa obtenida es extruida sobre una cinta en movimiento para formar un "tapiz" de producto que después de enfriado es cortado para obtener la forma propia del producto final.

Los interiores así formados son recubiertos a continuación con chocolate y enfriados más tarde para que éste último cristalice.

Finalmente, a la salida del túnel frigorífico, las barras bañadas son envasadas en distintos formatos.

Las barras son el producto que ha experimentado un crecimiento más importante en la gama de productos de Zahor en los últimos años. El crecimiento ha sido tanto en toneladas como en precio debido a la evolución del mercado al que se dirige, cada vez más sofisticado en sus gustos y exigencias a la hora de consumir productos de estas características.

Facturación de Barras (miles de euros)



Cómo se observa en el gráfico, la tasa anual de crecimiento compuesto de los ingresos por venta de barras desde 2001 ha sido de un 11,3%, superando los 50 millones de euros en 2003 frente a los 40 millones de euros en 2001.

Históricamente Zahor ha destinado la mayor parte de su producción al mercado con marca de distribución, sin embargo a lo largo de 2003 se relanzó la comercialización de una barra con marca propia denominada Hurry´up, y más recientemente, en 2004, ha lanzado una campaña publicitaria para promocionar la comercialización de una nueva marca propia denominada Flink.

En barras con marca de distribución Zahor ocupa el 2º lugar en el ranking a nivel europeo y el 1º a nivel español, siendo su principal competidor Ludwig y a mayor distancia y con menor peso en el mercado Cantelou y Stollwerk.

Tabletas

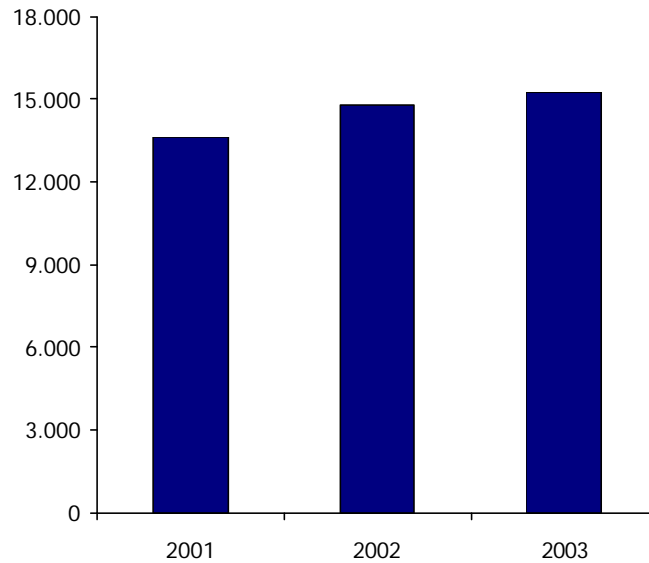
La elaboración de tabletas de chocolate es menos compleja que la de las barras, puesto que es un producto menos sofisticado y está elaborado casi exclusivamente con chocolate.

La masa de chocolate precristalizada es depositada en moldes para que adopte la forma de éste.



A continuación pasa al túnel frigorífico, donde cristaliza para que posteriormente pueda ser envasa.

A pesar de que, tal y como se ha comentado, la tendencia del mercado es la de consumir productos más elaborados y sofisticados, Zahor ha conseguido mantener un crecimiento de la venta de tabletas superior al del mercado. Este crecimiento se ha debido principalmente al incremento de las toneladas vendidas.

**Facturación de Tabletas (miles de euros)**

Las ventas de tabletas de chocolate se han situado en 2003 en 15,3 millones de euros, casi 2 millones de euros más que en 2001, lo que representa una tasa anual de crecimiento compuesto desde ese año del 5,8%.

Zahor destina una parte importante de su producción a la comercialización de tabletas con marca distribuidor. Para la comercialización de tabletas con marca propia se utiliza exclusivamente la marca Zahor.

En tabletas con marca de distribución Zahor ocupa el 5º lugar en el ranking a nivel europeo y el 1º a nivel español, siendo sus principales competidores Stollwerk, Cantelou y Ludwig.

Bombones

Los bombones son productos más elaborados y que requiere de una especialización de la maquinaria más intensa, puesto que la variedad de los productos es alta tanto en formas como en ingredientes.

En primer lugar se procede con la masa de chocolate que es precristalizada y depositada en moldes. Éstos son preparados de tal forma que una vez enfriados queda configurada la parte exterior del bombón o coquilla.



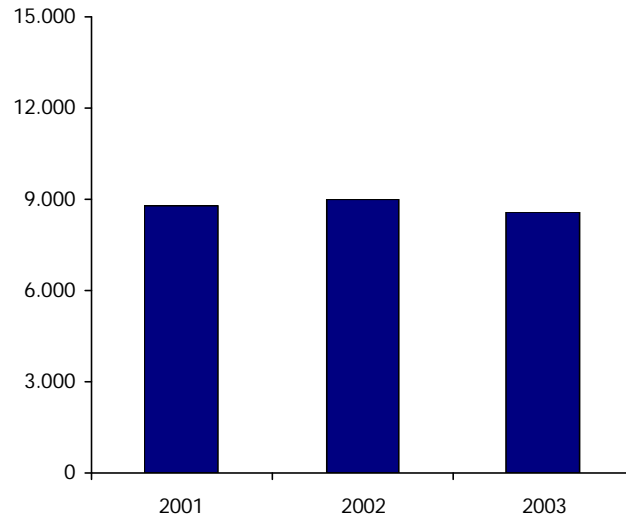
El siguiente paso es la dosificación del relleno en el hueco formado por la coquilla. Y finalmente se procede a culminar la cobertura y a su envasado.

Zahor comercializa bombones exclusivamente con marca Zahor. El mercado de bombones es muy competitivo, y depende en gran medida de las ventas que se realizan en la campaña de navidad. Como se ha comentado, Zahor ocupa a nivel



español el tercer puesto en cuanto a ventas de bombones, siendo sus principales competidores Lindt y a mayor distancia Nestle y Ferrero.

Facturación de Bombones (miles de euros)



Las ventas de bombones se han mantenido estables desde 2001 en torno a los 8,6 millones de euros. Zahor ha iniciado una campaña de marketing dirigida a potenciar su marca y la comercialización de sus bombones, y cuyos resultados se espera que empiecen a evidenciarse a lo largo de 2004 y 2005.

El conjunto de las ventas históricas recientes de ZAHOR (2001-2003) han crecido a una tasa anual de crecimiento compuesto (TACC) del 10,2% motivada por un incremento de las cantidades vendidas del 9,2% y un incremento de precio del 4,3%. Las principales razones que permiten explicar estos crecimientos de ZAHOR son:

- Las buenas relaciones mantenidas con la Gran Distribución europea que han permitido el desarrollo de las ventas de barras
- Liderazgo en costes / I+D+i

Como se ha comentado, Zahor destina la mayor parte de su producción a la venta con marca de distribuidor:





Este porcentaje se ha mantenido estable a lo largo de los últimos ejercicios. Sin embargo, en los últimos dos años Zahor ha realizado un importante esfuerzo de inversión con el lanzamiento de distintas campañas publicitarias destinadas a reforzar su marca. El gasto tiene impacto en la partida de otros gastos de explotación como puede verse más adelante.

Las ventas de Excella, compañía adquirida recientemente, se agrupan básicamente en 4 familias: tabletas, barras, confectionery y pastry.

Actualmente, Excella comercializa sus productos únicamente con marca de distribuidor. En este sentido, posee una cuota de mercado a nivel europeo de aproximadamente el 2% en barras y el 4% en tabletas.

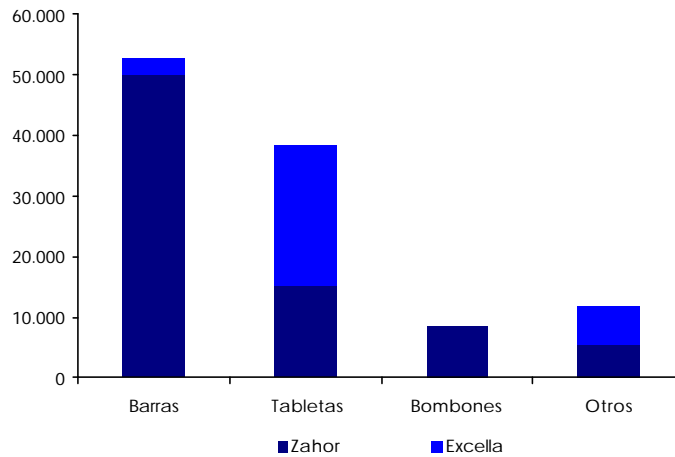
La facturación de Excella en 2003 alcanzó los 32 millones de euros, siendo la principal fuente de ingresos las tabletas, ya que en 2003 representaron un 73% del total de ingresos de ese ejercicio, mientras que las ventas de barras supusieron un 7%. Se espera un crecimiento importante de las ventas de estos dos productos y el mantenimiento en niveles actuales del resto como confectionery o pastry, que son productos para masas rellenas y cremas para pastelería, respectivamente.



Tras la adquisición de Excella, el mix de ventas de Zahor se verá reforzado en el área de barras y especialmente en el de tabletas. Se debe tener en cuenta que Excella aporta una facturación en barras en 2003 de 2,3 millones de euros y en tabletas esta cifra es de 23,2 millones de euros.

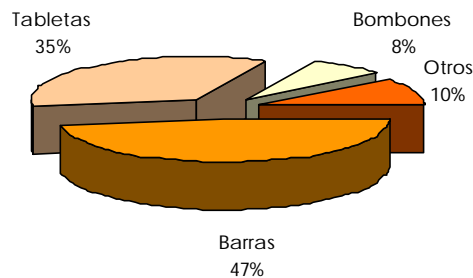
Para facilitar el conocimiento del impacto que tiene la adquisición de esta sociedad a nivel de ventas se muestra a continuación un agregado de las ventas de Zahor en 2003, por familia de producto, incorporando el negocio de Excella.

Facturación de Zahor en 2003 (con Excella, en miles de euros)



Igualmente se muestra el mix de ventas de 2003 resultante de considerar el negocio total de Zahor por familia de productos incorporando el negocio de Excella. En este gráfico se observa un mayor equilibrio en el mix de ventas debido al mayor peso relativo que representan las tabletas, un 35% frente a un 19% anterior.

Mix de ingresos 2003



Política comercial y mercados

Las relaciones de Zahor con sus clientes se fundamentan en la confianza a través de los años y en el cumplimiento de los estándares de calidad exigidos por éstos. Por estas razones muchos de ellos llevan muchos años trabajando con Zahor.

Los diez primeros clientes de Zahor representan el 70% de las ventas, algo que en el mercado de alimentación de gran consumo puede considerarse una concentración baja, dado el reducido número de grandes cadenas de distribución existente a nivel español y europeo. Y es que Zahor tiene presencia, en mayor o menor medida, en la mayor parte de las cadenas de distribución europeas. Esta presencia puede verse incrementada tras la adquisición de Excella, puesto que permite ampliar la gama de productos y reforzar, en consecuencia, la posición en los clientes actuales, mientras que por otro lado, abre nuevas expectativas de penetración en nuevos clientes y mercados.

Política de Exportación



Desde su apertura a los mercados internacionales en la década de los 70, la compañía ha ido incrementando su nivel de exportaciones hasta un nivel que obliga a considerar a Zahor como una empresa europea, puesto que destina cerca del 70% de su producción a la exportación, principalmente para el mercado europeo a países como Alemania, Francia, Holanda o Bélgica.

Ésta situación se va a reforzar de forma considerable con el negocio de Excella, puesto que ésta aporta no sólo unas ventas importantes en mercados en los que la posición de Zahor no era tan relevante, sino que además aporta unas relaciones comerciales con potenciales clientes de gran importancia en otros países que pueden permitir al nuevo Grupo Zahor reforzar su posición en importantes cadenas de distribución y abrir nuevos mercados como Reino Unido o Canadá.

Red comercial

En el sector en el que opera Zahor resulta de gran importancia la red comercial con la que se cuenta. En este sentido Zahor dispone de un equipo comercial de primer orden que le ha permitido posicionarse comercialmente de la forma que se ha visto anteriormente, ocupando posiciones de liderazgo en los mercados nacionales y europeos en todos los segmentos en los que compete

A nivel nacional cuenta con un equipo comercial formado por más de 20 personas y con la colaboración de 7 distribuidores que refuerzan su red comercial.

A nivel internacional, además del propio personal de la compañía, Zahor cuenta con 8 distribuidores situados en los principales mercados europeos (Alemania, Francia, Holanda, Italia, Dinamarca y Reino Unido).

Por otro lado, Zahor trabaja con almacenes o plataformas logísticas que se encuentran ubicadas en Vitoria (para España), Alemania, Francia, Holanda y UK, de forma que se cubre la totalidad de los mercados a los que se dirige.

Principales instalaciones

Zahor tiene la sede central en Oñati, donde dispone en propiedad de tres edificios en los que alberga tanto las oficinas centrales como las plantas de producción donde se producen todas las líneas de producto final y coberturas de chocolate. Por otro lado, cuenta con una oficina comercial y almacén en propiedad en Zaragoza. Tras la adquisición de Excella tiene una planta de producción en Saint-Etienne (Francia).

Las instalaciones de Zahor en Oñate se levantan sobre una parcela de terreno de unos 40.000 metros cuadrados, en las que se ha edificado de tal forma que se cuenta con unos 36.000 metros cuadrados repartidos en tres edificios destinados a oficinas, instalaciones productivas y almacenado.

En Zaragoza la sociedad posee una oficina comercial y almacén de 350 metros cuadrados.

Zahor cuenta en Saint-Etienne (Francia), a través de Excella, con unos terrenos que superan los 73.000 metros cuadrados sobre los que se ha edificado un edificio de 37.000 metros cuadrados para oficinas, instalaciones productivas y almacenado.

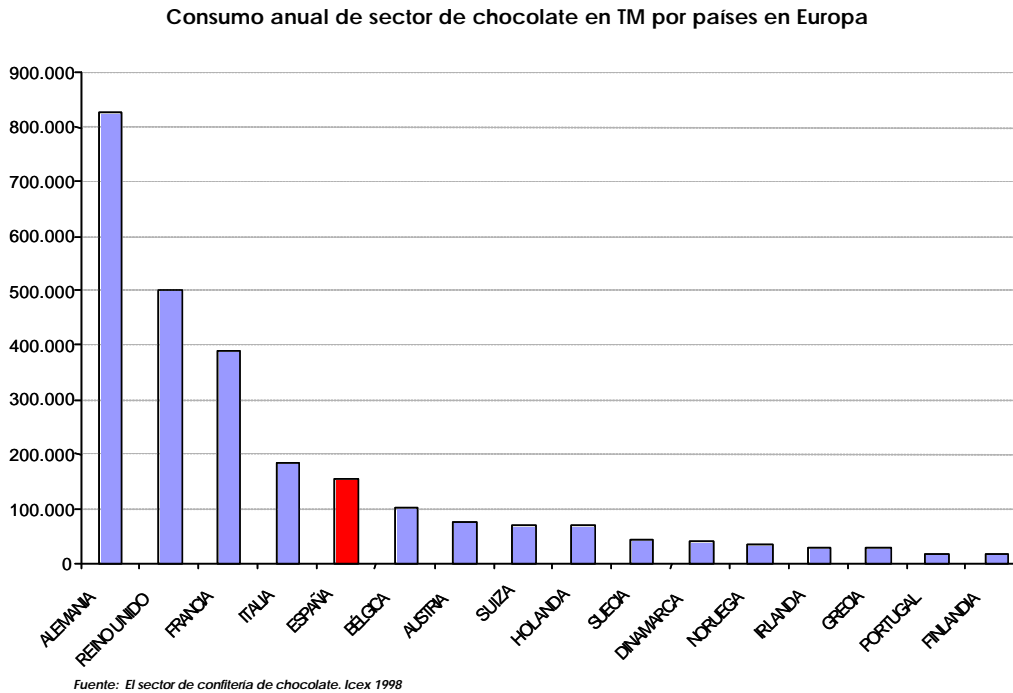
Adicionalmente, en las instalaciones de Excella existe un terreno extrafuncional urbanizable de 40.000 metros cuadrados.



En cuanto al grado de utilización de las distintas instalaciones, considerando la capacidad total resultante de Zahor y Excella, las líneas de producción de barras se encuentran utilizadas en torno a un 65% del total de su capacidad instalada; las líneas de tabletas en aproximadamente un 60% de su capacidad total; y la línea de bombones en un 40%.

Mercado

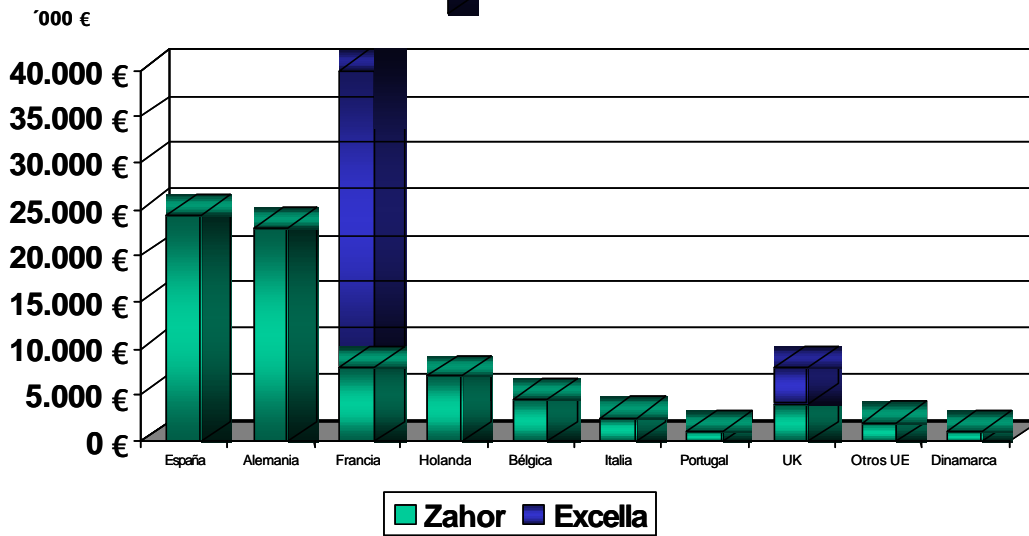
El consumo de chocolate en Europa muestra la siguiente distribución:



Zahor (junto con Excella) está bien posicionada en los países de mayor consumo de chocolate a nivel europeo (Alemania, Francia, Reino Unido y España).



Vetas por países europeos de Zahor y Excella



Estados Financieros

Se presentan a continuación determinados datos seleccionados de los estados financieros correspondientes a los años 2001, 2002 y 2003 de Zahor, S.A., auditados por Price WaterhouseCoopers, y de 2003 de Excella, S.A.S., auditado por KPMG.

Magnitudes económicas de Zahor, S.A.



BALANCE (euros)	2001	2002	2003
Gastos de Establecimiento	6.758	0	0
Inmovilizado Inmaterial	906.162	439.415	306.452
Inmovilizado Material	20.569.005	23.778.481	25.133.078
Inmovilizado Financiero	642.198	2.381.275	2.476.075
Total Inmovilizado	22.124.123	26.599.171	27.915.605
Gastos a distribuir en varios ejerc.	37.735	13.729	3.047
Existencias	5.253.907	6.610.748	8.541.248
Deudores	17.988.187	18.608.164	20.284.865
Tesorería e Inversiones Financieras Temporales	5.333.328	2.879.459	4.148.646
Ajustes de periodificación	0	0	0
Total Activo Circulante	28.575.422	28.098.371	32.974.759
ACTIVO=PASIVO	50.737.280	54.711.271	60.893.411
Fondos Propios	23.916.956	27.907.464	30.430.271
Ingresos a distribuir en varios ejercicios	1.124.775	889.137	1.237.183
Deudas con entidades de crédito lp	8.863.619	8.438.604	8.137.985
Deudas con entidades de crédito cp	2.622.928	3.238.748	4.055.476
Deudas con empresas del grupo	0	0	0
Acreeedores comerciales	10.410.886	12.041.042	14.106.728
Otras deudas no comerciales	3.798.116	2.196.276	2.925.768
Provisiones para operaciones de tráfico	0	0	0
Ajustes por periodificación	0	0	0
Acreeedores a corto plazo	16.831.930	17.476.066	21.087.972
ACTIVO=PASIVO	50.737.280	54.711.271	60.893.411
Endeudamiento Financiero Neto	6.153.219	8.797.893	8.044.815
Fondo de Maniobra (AC-PC)	11.743.492	10.622.305	11.886.787
Activo Circulante / Acreeedores a corto plazo	1,70	1,61	1,56
Endeudamiento Financiero Neto / Fondos Propios	0,26	0,32	0,26
Endeudamiento Financiero Neto / Total Pasivo	0,12	0,16	0,13

Endeudamiento Financiero Neto: Endeudamiento bancario – Tesorería e Inversiones Financieras Temporales

RESULTADOS (euros)	2001	2002	2003
+ Ingresos Totales	63.807.744	70.109.314	79.197.709
- Reducción de existencias productos terminados	0	0	0
- Aprovisionamientos	35.878.981	40.946.052	46.987.930
- Gastos de personal	10.964.269	12.087.892	14.196.884
- Amortizaciones	2.789.206	3.151.649	3.533.467
- Provisiones	190.827	-31.631	64.889
- Otros gastos de explotación	8.188.623	10.465.923	10.271.556
= Resultado de Explotación	5.795.838	3.489.429	4.142.983
+/- Resultados Financieros	-450.600	-398.213	-509.339
= Resultado de las Actividades Ordinarias	5.345.238	3.091.216	3.633.644
+/- Resultado Extraordinario	427.492	435.640	177.800
= Resultado antes de impuestos	5.772.730	3.526.856	3.811.444
- Impuesto sobre Sociedades	1.024.123	-1.038.092	714.349
= Resultado antes de minoritarios	4.748.607	4.564.948	3.097.095
- Resultado atribuido a socios externos	0	0	0
= Resultado del ejercicio	4.748.607	4.564.948	3.097.095
Resultado de Explotación / Ingresos Totales	9,1%	5,0%	5,2%
Resultado Ordinario / Ingresos Totales	8,4%	4,4%	4,6%
Resultado del Ejercicio / Ingresos Totales	7,4%	6,5%	3,9%
EBITDA / Gastos Financieros	10,83	8,85	10,16



Durante el periodo entre 2001 y 2003, las ventas de ZAHOR han pasado de los 63,8 millones de euros en 2001 hasta los 77,2 millones de euros en 2003, lo que representa una tasa anual de crecimiento compuesto del 12%. Este crecimiento se ha producido, según se ha visto anteriormente, por el importante incremento en las ventas de barras y en menor medida de tabletas.

El margen bruto se ha mantenido en torno al 41% de las ventas, y los gastos de personal en un 17% de las ventas. No obstante, la compañía realiza desde 2002 una importante apuesta por el fortalecimiento de la marca propia que supone unas importantes inversiones en distintas campañas publicitarias. Esta partida ha hecho incrementar los otros gastos de explotación de tal forma que el resultado de explotación se ha situado en niveles del 5% sobre ventas frente al 9% en 2001. La compañía espera que los resultados de estas campañas empiecen a ser evidentes a partir de 2004-2005 por el incremento de ventas de productos con mayor margen, y retomar rentabilidades históricas en torno al 10% de margen de explotación.

El margen de EBITDA se ha estabilizado en un 10% sobre las ventas, lo que representa 7,7 millones de euros en 2003, y que de igual forma se espera que recupere niveles de años anteriores (14%) una vez se recojan los resultados de las campañas publicitarias.

Magnitudes económicas de Excelsa, S.A.S.

BALANCE (euros)		2003
Gastos de Establecimiento		0
Inmovilizado Inmaterial		50.474
Inmovilizado Material		3.553.126
Inmovilizado Financiero		48.648
Total Inmovilizado		3.652.248
Gastos a distribuir en varios ejerc.		0
Existencias		4.693.343
Deudores		6.968.321
Tesorería e Inversiones Financieras Temporales		24.680
Ajustes de periodificación		68.996
Total Activo Circulante		11.755.340
ACTIVO=PASIVO		15.407.588
Fondos Propios		4.105.962
Ingresos a distribuir en varios ejercicios		0
Deudas con entidades de crédito lp		0
Deudas con entidades de crédito cp		1.690.155
Deudas con empresas del grupo		0
Acreedores comerciales		4.649.640
Otras deudas no comerciales		4.019.555
Provisiones para operaciones de tráfico		932.041
Ajustes por periodificación		10.235
Acreedores a corto plazo		11.301.626
ACTIVO=PASIVO		15.407.588
Endeudamiento Financiero Neto		1.665.475
Fondo de Maniobra (AC-PC)		453.714
Activo Circulante / Acreedores a corto plazo		1,04
Endeudamiento Financiero Neto / Fondos Propios		0,41
Endeudamiento Financiero Neto / Total Pasivo		0,11

**Endeudamiento Financiero Neto: Endeudamiento bancario – Tesorería e Inversiones Financieras Temporales**

RESULTADOS (euros)	2003
+ Ingresos Totales	31.938.205
- Reducción de existencias productos terminados	816.769
- Aprovisionamientos	18.580.114
- Gastos de personal	5.701.330
- Amortizaciones	1.717.334
- Provisiones	413.233
- Otros gastos de explotación	7.428.327
= Resultado de Explotación	-2.718.902
+/- Resultados Financieros	-335.878
= Resultado de las Actividades Ordinarias	-3.054.780
+/- Resultado Extraordinario	649.183
= Resultado antes de impuestos	-2.405.597
- Impuesto sobre Sociedades	56.556
= Resultado antes de minoritarios	-2.462.153
- Resultado atribuido a socios externos	0
= Resultado del ejercicio	-2.462.153

Resultado de Explotación / Ingresos Totales	-8,5%
Resultado Ordinario / Ingresos Totales	-9,6%
Resultado del Ejercicio / Ingresos Totales	-7,7%
EBITDA / Gastos Financieros	-1,98

En junio de 2004 Zahor adquirió el 100% de la empresa francesa Excella a la compañía israelí Elite, empresa que está atravesando dificultades económicas y ha iniciado un proceso de desinversión en Europa. Como se ha indicado, Excella produce tabletas y barras, negocio similar al desarrollado por Zahor.

La valoración de Excella para esta operación ha sido de 6,7 millones de euros. La operación se ha llevado a cabo con el pago de 4,1 millones de euros en metálico (equivalente al valor de los fondos propios de Excella), y por otro lado, Zahor ha asumido deudas de Excella con entidades de crédito por 1,7 millones de euros y deudas vencidas pendientes por 0,9 millones de euros. Por lo comentado, dicha adquisición no genera fondo de comercio en Zahor.

Por esta razón, los ratios del negocio son igualmente similares a los de Zahor, con un margen bruto en cercano al 42% sobre ventas y gastos de personal en torno al 17% de las ventas. No obstante, las dificultades por las que atravesaba la propietaria anterior de Excella impidieron que esta desarrollara un plan estratégico claro y una gestión eficiente, en consecuencia, se han generado otros gastos de explotación muy superiores a los necesarios, lo que ha provocado unas pérdidas de explotación de 2,7 millones de euros.

La intención de Zahor es aportar sus conocimientos de gestión y situar, a muy corto plazo, el margen de explotación de Excella, al menos, en un 5%, nivel que se obtiene actualmente en Zahor.

Se presentan a continuación determinados datos seleccionados de los estados financieros correspondientes al año 2003 de Zahor, considerando el efecto del negocio y de los estados financieros aportados por Excella.

**Magnitudes económicas proforma no auditado de Zahor**

BALANCE (euros)		2003
Gastos de Establecimiento		0
Inmovilizado Inmaterial		356.926
Inmovilizado Material		28.686.204
Inmovilizado Financiero		2.524.723
Total Inmovilizado		31.567.853
Gastos a distribuir en varios ejerc.		3.047
Existencias		13.234.591
Deudores		27.253.186
Tesorería e Inversiones Financieras Temporales		4.173.326
Ajustes de periodificación		68.996
Total Activo Circulante		44.730.099
ACTIVO=PASIVO		76.300.999
Fondos Propios		30.430.271
Ingresos a distribuir en varios ejercicios		1.237.183
Deudas con entidades de crédito		12.243.947
Deudas con entidades de crédito cp		5.745.631
Deudas con empresas del grupo		0
Acreedores comerciales		18.756.368
Otras deudas no comerciales		6.945.323
Provisiones para operaciones de tráfico		932.041
Ajustes por periodificación		10.235
Acreedores a corto plazo		32.389.598
ACTIVO=PASIVO		76.300.999

Endeudamiento Financiero Neto	13.816.252
Fondo de Maniobra (AC-PC)	12.340.501
Activo Circulante / Acreedores a corto plazo	1,38
Endeudamiento Financiero Neto / Fondos Propios	0,45
Endeudamiento Financiero Neto / Total Pasivo	0,18

Endeudamiento Financiero Neto: Endeudamiento bancario – Tesorería e Inversiones Financieras Temporales

RESULTADOS (euros)		2003
+ Ingresos Totales		111.135.914
- Reducción de existencias productos terminados		816.769
- Aprovisionamientos		65.568.044
- Gastos de personal		19.898.214
- Amortizaciones		5.250.801
- Provisiones		478.122
- Otros gastos de explotación		17.699.883
= Resultado de Explotación		1.424.081
+/- Resultados Financieros y Amortiz. Fdo Comercio		-845.217
= Resultado de las Actividades Ordinarias		578.864
+/- Resultado Extraordinario		826.983
= Resultado antes de impuestos		1.405.847
- Impuesto sobre Sociedades		770.905
= Resultado antes de minoritarios		634.942
- Resultado atribuido a socios externos		0
= Resultado del ejercicio		634.942

Resultado de Explotación / Ingresos Totales	1,3%
Resultado Ordinario / Ingresos Totales	0,5%
Resultado del Ejercicio / Ingresos Totales	0,6%
EBITDA / Gastos Financieros	5,29



IV.6.3 Circunstancias condicionantes

Grado de estacionalidad del negocio

Atendiendo a las diferentes familias de productos que comercializa Zahor el único producto que posee estacionalidad son los bombones. El resto de productos comercializados por Zahor no se ven afectados por una estacionalidad significativa.

En este sentido, la estacionalidad solo estaría presente en el segmento de bombones, donde aproximadamente el 60% de las ventas se realizan entre septiembre y diciembre, en la campaña de navidad. Las ventas de bombones representaron en 2003 un porcentaje del 10,8% sobre el total de ventas de ese ejercicio.

Dependencia respecto de patentes y marcas

Como se ha visto, una parte importante del negocio de Zahor se realiza a través del mercado de marca de distribución.

Para el desarrollo de su negocio y la comercialización de sus productos Zahor cuenta con las siguientes marcas: Zahor, Flink, Hurry Up y Jelly.

Política de I+D

El grupo Zahor desarrolla una constante inversión en I+D que le permite una continua innovación y el lanzamiento de nuevos productos al mercado.

De esta forma, de las ventas actuales de Zahor aproximadamente el 70% de la facturación proviene de la venta de productos con menos de 10 años de antigüedad en el mercado.

Indicación de cualquier interrupción de actividad

En los últimos años no se han producido paradas o interrupciones de la actividad más allá de las tareas habituales de mantenimiento y limpieza.

IV.6.4 Informaciones Laborales

La siguiente tabla muestra la evolución de la plantilla media agrupada por categorías de Zahor de los últimos tres ejercicios y de Excella para el año 2003. El número de empleados en los últimos años se ha incrementado en paralelo al crecimiento de las ventas.

La parte más significativa de las nuevas contrataciones se han incorporado al área de producción, debido al importante crecimiento de los volúmenes facturados.

La adquisición de Excella en el 2003 supone para la compañía un incremento de 150 trabajadores, hasta un agregado de casi 600 empleados.



Categoría	Zahor			Excella
	2001	2002	2003	2003
Dirección	8	7	7	4
Administración	26	26	23	20
Producción	316	343	388	117
Comercial	22	22	22	5
Técnicos	6	6	6	4
Total	378	404	446	150

En el año 2003 los gastos de personal de Zahor alcanzaron un total de 14,2 millones de euros, que representan un 17,9% sobre los ingresos. Excella mantiene un gasto de personal en línea con los ratios de Zahor, puesto que en 2003 dicha partida también representó un 17,9% de las ventas, alcanzando los 5,7 millones de euros.

Zahor posee un convenio de empresa pactado para el periodo 2000-2004 y que se renovará de cara a 2005 sin que se prevean cambios significativos en las condiciones actuales. Cabe destacar que en los últimos 25 años no se ha registrado ningún conflicto laboral en la sociedad.

Este convenio contiene pactos considerados normales en toda negociación colectiva sin que de los mismos se aprecie ningún aspecto que pueda tener trascendencia a estos efectos.

IV.6.5 Política de Inversiones

Detalle de las inversiones de Zahor en inmovilizado en los años 2001, 2002 y 2003:

En miles de euros	2001	2002	2003
Inmaterial	-90	-604	-382
Material	6.429	6.144	4.732
Totales	6.339	5.540	4.350

Dichas inversiones se han obtenido de las auditorías de los respectivos años.

Inversiones en Inmovilizado Inmaterial

Durante los años 2001, 2002 y 2003 las inversiones en inmovilizado inmaterial son negativas, por traspasos en bienes en régimen de arrendamiento financiero.

Inversiones en Inmovilizado Material

Zahor ha realizado fuertes inversiones para modernizar su maquinaria, sus instalaciones e innovación de productos, incrementando tanto su capacidad de producción como su productividad.

En el capítulo VII de este folleto se expone un comentario sobre las principales inversiones previstas para el negocio de Zahor.



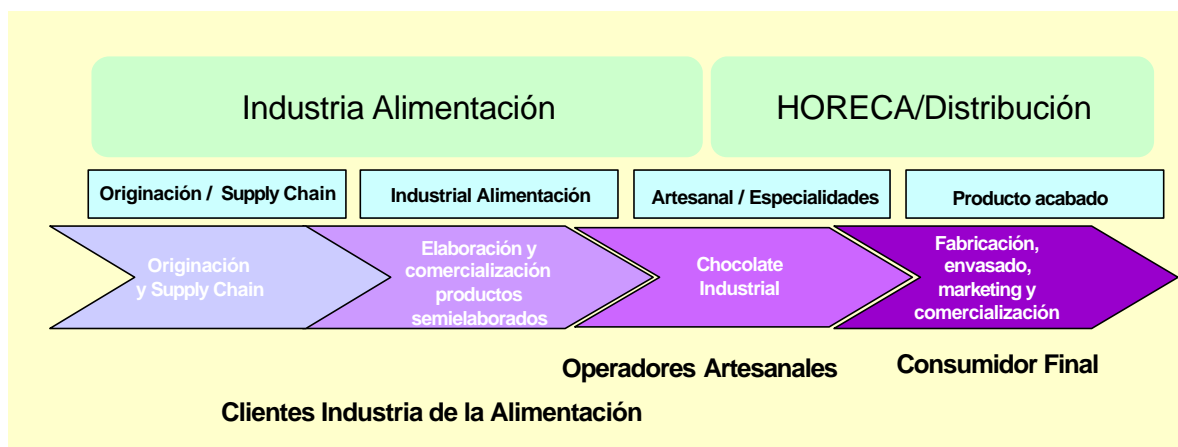
IV.6.6 Natra y Zahor

Como ha podido observarse, el negocio de Zahor es complementario al de Natra, especialmente en lo que hace referencia a su filial Natra Cacao y Chocolate. A parte de las potenciales sinergias que se analizan en el capítulo VII de este folleto, la unión de estos negocios supone una integración hacia delante por parte de Natra en la cadena de valor de este sector.

Natra Cacao y Chocolate ocupa una posición de liderazgo en el segmento industrial de productos semielaborados del cacao y coberturas de chocolate, cubriendo desde la originación y suministro hasta el chocolate industrial y, más recientemente, coberturas.

El Grupo Zahor está totalmente enfocado a la elaboración de producto final con marca propia y marca de distribución ocupando posiciones de liderazgo en los mercados nacionales y europeos en todos los segmentos en los que compete.

De la unión resulta un grupo muy sólido y competitivo, con presencia efectiva en toda la cadena de valor y con grandes posibilidades de expansión tanto geográfica como de producto.

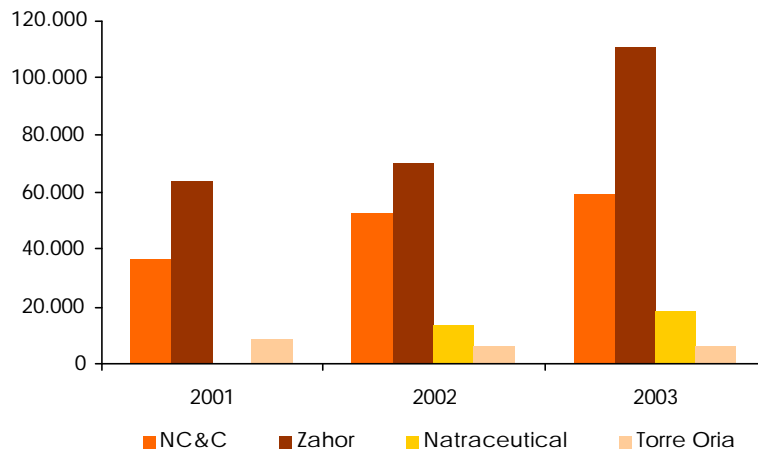


* HORECA: Hostelería, restauración y catering

A efectos comparativos se muestra a continuación la evolución de las ventas del grupo Natra considerando los negocios de Zahor (junto con Excella desde 2003) desde 2001. En este gráfico se puede observar los importantes crecimientos experimentados por las distintas unidades de negocio, tanto en Natra Cacao y Chocolate, Zahor y Natraceutical.



Facturación Grupo Natra (miles de euros)

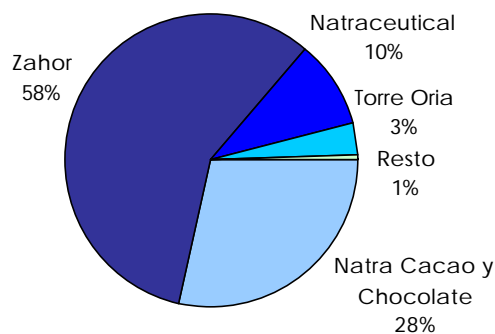


* Ventas correspondientes a las distintas filiales, pendiente de ajustes de consolidación

Debido a estos crecimientos, la facturación agregada de todo el grupo pasa de 108 millones de euros en 2001 a 198 millones de euros en 2003. Si se tiene en cuenta el efecto de las ventas entre Natra Cacao y Zahor la cifra consolidada de ventas en 2003 se situaría en 191 millones de euros.

Zahor habría representado un 58% de las ventas consolidadas en 2003, mientras que Natra Cacao y Chocolate un 28%, Natraceutical un 10% y Torre Oria un 3%. Las ventas por distintas unidades de negocio en 2003 quedarían establecidas según:

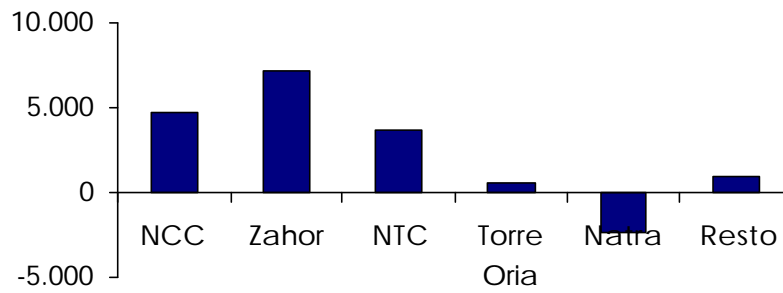
Distribución del importe neto de la cifra de negocios en 2003 por actividades



Debido al distinto margen que arrojan las diferentes unidades de negocio, el peso de cada filial es diferente si atendemos a los ratios de rentabilidad. Esto es especialmente significativo en el caso de Natraceutical, que representando un 10% de las ventas aportaría un 21% del EBITDA del grupo resultante.



Distribución del EBITDA en 2003 por actividades



Distribución del Beneficio Neto en 2003 por actividades

