



RAMON CANELA PIQUE, en nombre y representación de la compañía mercantil "**GRAN DE GRACIA, S.A.**", con domicilio en Barcelona, c/Gran de Gracia nº 37 y C.I.F. A-60-053089, en su calidad de persona física que representa a la administradora única de la misma, la sociedad "DIAGONAL 3.000, S.L.", por la presente

#### **CERTIFICA:**

Que el contenido del archivo que se adjunta a la presente certificación, enviado a la Comisión Nacional del Mercado de Valores se corresponde fielmente en todos sus términos a la Nota de Valores de la 1ª Emisión de Bonos Simples de Gran de Gracia inscrita en los Registros Oficiales de la CNMV con fecha 5 de Mayo de 2011.

Asimismo se autoriza a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para que difunda la Nota de Valores incluida en el archivo adjunto en su página web.

Y para que así conste ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores a los efectos legales oportunos, libro el presente certificado en Barcelona, a 6 de Mayo de 2011.

**GRAN DE GRACIA, S.A.**

---

Por el Adm. Único DIAGONAL 3000, S.L.  
Persona física representante D. Ramón Canela Piqué

# **GRAN DE GRACIA, S.A. (“GRACIA”)**

## **NOTA DE VALORES**

### **1ª EMISIÓN DE BONOS SIMPLES DE GRAN DE GRACIA POR IMPORTE NOMINAL DE 2.500.000 EUROS**

La presente Nota de Valores, redactada según el Anexo V del Reglamento (CE) 809/2004 de la Comisión Europea de 29 de abril de 2004, relativo a la aplicación de la Directiva 2003/71/CE, ha sido inscrita en el Registro Oficial de la Comisión Nacional del Mercado de Valores con fecha 5 de Mayo de 2011 y se complementa con el Documento de Registro inscrito en este Organismo con fecha 5 de Mayo de 2011, el cual se incorpora por referencia.

<b>I RESUMEN</b>	<b>3</b>
<b>II FACTORES DE RIESGO DE LOS VALORES</b>	<b>10</b>
<b>III NOTA DE VALORES</b>	<b>11</b>
<b>1. PERSONAS RESPONSABLES</b>	<b>11</b>
1.1 Personas responsables de la información de la Nota de Valores	
1.2 Declaración de las personas responsables sobre la información contenida en la Nota de Valores	
<b>2. FACTORES DE RIESGO</b>	<b>11</b>
<b>3. INFORMACIÓN FUNDAMENTAL</b>	<b>11</b>
3.1 Interés de las personas físicas y jurídicas participantes en la Oferta	
3.2 Motivo de la Oferta y destino de los ingresos	
<b>4. INFORMACIÓN RELATIVA A LOS VALORES QUE VAN A OFERTARSE</b>	<b>12</b>
4.1 Descripción del tipo y la clase de los valores	
4.2 Legislación de los valores	
4.3 Representación de los valores	
4.4 Divisa de la emisión	
4.5 Orden de prelación	
4.6 Descripción de los derechos vinculados a los valores y procedimiento para el ejercicio de los mismos	
4.7 Tipo de interés nominal y disposiciones relativas a los intereses pagaderos	
4.8 Precio de amortización y disposiciones relativas al vencimiento de los valores	
4.9 Indicación del rendimiento para el inversor y método de cálculo	
4.10 Representación de los tenedores de los valores	
4.11 Resoluciones, autorizaciones y aprobaciones en virtud de las cuales se emiten los valores	
4.12 Fecha de emisión	
4.13 Restricciones a la libre transmisibilidad de los valores	
4.14 Fiscalidad de los valores	
<b>5. CLÁUSULAS Y CONDICIONES DE LA OFERTA</b>	<b>18</b>
5.1 Descripción de la Oferta Pública	
5.2 Plan de Colocación y Adjudicación	
5.3 Precios	
5.4 Colocación y Aseguramiento	
<b>6. ACUERDOS DE ADMISIÓN A COTIZACIÓN Y NEGOCIACIÓN</b>	<b>21</b>
6.1 Indicación del mercado en el que se negociarán los valores	
6.2 Mercados regulados en los que están admitidos a cotización valores de la misma clase	
6.3 Entidades de liquidez	
<b>7. INFORMACIÓN ADICIONAL</b>	<b>21</b>
7.1 Personas y entidades asesoras en la emisión	
7.2 Información de la Nota de Valores revisada por los auditores	
7.3 Otras informaciones aportadas por terceros	
7.4 Vigencia de las informaciones aportadas por terceros	
7.5 Ratings	
<b>ANEXO I – Informe de experto</b>	<b>23</b>

## **I. RESUMEN**

Este Resumen (el “Resumen”) incluye los riesgos esenciales asociados a la 1ª Emisión de Bonos Simples de Gran de Gracia, S.A (los “Bonos” o los “Bonos Simples”).

El Resumen, la Nota de Valores y los suplementos que en su caso se publiquen, se complementan con el Documento de Registro de Gran de Gracia, S.A. (Anexo IV del Reglamento (CE) nº 809/2004 de la Comisión, de 29 de abril de 2004) inscrito en los registros oficiales de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante “CNMV”) el 5 de Mayo de 2011 así como los documentos incorporados a él por referencia, y serán referidos, conjuntamente, como el “Folleto”.

Se hace constar expresamente que:

- (i) Este Resumen debe leerse como introducción a la Nota de Valores.
- (ii) Toda decisión de invertir en los Bonos debe estar basada en la consideración por parte del inversor de la Nota de Valores y el Documento de Registro en su conjunto.
- (iii) No se derivará responsabilidad civil alguna de este Resumen o de la información contenida en él, incluida cualquiera de sus traducciones, para cualquier persona responsable de su contenido a menos que el Resumen resulte ser engañoso, inexacto o incoherente al ser leído conjuntamente con las restantes partes del Folleto.

### **1. ASPECTOS RELEVANTES A TENER EN CUENTA POR EL INVERSOR.**

Emisión inscrita en los Registros Oficiales de la CNMV. Existe Documento de Registro, Nota de Valores y Resumen de la Emisión, a disposición del público de forma gratuita, en las oficinas de la Entidad Colocadora, todos los centros de fitness DiR (DiR Av. Madrid, DiR Campus, DiR Castillejos, DiR Claret, DiR Claris, DiR Club Hispà, DiR Diagonal, DiR Eixample, DiR Gràcia, DiR Maragall, DiR Sant Cugat, DiR Tarragona, DiR Tres Torres, DiR Up&Down, DiR Tuset y DiR Seven), en la oficina de atención al inversor (en adelante conjuntamente “Centros DiR” o “Clubs de Fitness DiR”) y en la página web [www.dir.cat](http://www.dir.cat), así como en la CNMV ([www.cnmv.es](http://www.cnmv.es)).

#### **Factores de riesgo de los Valores**

##### **a) Riesgo de liquidez:**

Los Bonos emitidos al amparo de la presente Nota de Valores, son valores de nueva emisión cuya distribución podría no ser muy amplia y para los cuales no existirá ningún mercado de negociación y no se admitirán a cotización. No existe ninguna Entidad de Liquidez que proporcione liquidez a los Valores.

Aunque GRACIA intentará proporcionar liquidez, no es posible asegurar la liquidez para esta emisión en particular, lo que puede dificultar su venta por aquellos inversores que quieran desinvertir en los Bonos en un momento determinado.

##### **b) Riesgo de crédito:**

Es el riesgo de una pérdida económica como consecuencia de la falta de cumplimiento de las obligaciones contractuales por una de las partes, en este caso, la falta de cumplimiento de la devolución del principal e intereses por el Emisor.

##### **c) Riesgo de calidad crediticia:**

La presente emisión de valores no tiene calificación.

El Emisor no ha sido calificado por ninguna entidad calificadoradora de rating.

#### **Factores de riesgo del Emisor**

Se enumeran a continuación ciertos riesgos que, de materializarse, podrían afectar al negocio, los resultados o la situación financiera de GRAN DE GRACIA, S.A. (en adelante, indistintamente, “GRACIA”, el “Emisor”, la “Entidad Emisora” o la “Sociedad”). Estos riesgos no son los únicos a los que GRACIA podría hacer frente en el futuro. Podría

darse el caso de futuros riesgos, actualmente desconocidos o no considerados como relevantes en el momento actual, que pudieran tener un efecto en el negocio, los resultados operativos o la situación financiera de GRACIA.

Antes de adoptar la decisión de suscripción de los Bonos objeto de la Nota de Valores, los inversores deberán ponderar, entre otros, los factores de riesgo que se señalan a continuación:

**a) Riesgo de no existencia de código de buen gobierno corporativo:**

La Sociedad no aplica la normativa de código de buen gobierno corporativo porque es una Sociedad que no cotiza y por ello no le es de aplicación, por lo que las relaciones económicas, financieras, comerciales, administrativas, de servicio o de cualquier otra naturaleza que pudieran existir entre el accionista de referencia y la Sociedad no están sujetas a las cautelas previas y mecanismos de control que contemplan dichos códigos.

**b) Riesgo de tipo de interés:**

Es el riesgo de incurrir en variaciones negativas provocando un mayor coste de la deuda contraída por GRACIA consecuencia del efecto de los movimientos de tipos de interés en los tipos a los que se renueva la deuda.

La mayor parte de la deuda que tiene contraída GRACIA se encuentra referenciada a tipos de interés variable, como el EURIBOR. La variación de los tipos de interés de referencia podría tener un impacto en los gastos financieros relacionados con el endeudamiento a tipos de interés variable. La Sociedad no ha realizado ninguna operación de cobertura.

La deuda financiera neta de GRACIA a 31 de diciembre de 2010 se situaba en 0,35 millones de euros frente a los 0,43 millones de euros a 31 de diciembre de 2009.

**c) Riesgo de acceso a la financiación:**

Riesgo de financiación que puede surgir ante la dificultad de conseguir fondos en un momento concreto para atender a una inversión.

Debe tenerse en cuenta que para la nueva financiación que pueda necesitar la Sociedad, GRACIA se verá afectada por el actual endurecimiento de los mercados financieros, siendo previsible que los márgenes a pagar sobre los tipos de interés de mercado sean superiores a los obtenidos en los últimos años. No obstante, el impacto sería reducido por el peso que tiene la carga financiera sobre el global.

**d) Riesgo de liquidez:**

Riesgo de no poder atender a una inversión o compromiso de pago puntualmente.

La complicada situación económica actual y la exposición a situaciones adversas de los mercados pueden dificultar o impedir conseguir la financiación para las nuevas inversiones que GRACIA tiene previstas, si bien no afectaría al adecuado desarrollo de las actividades ordinarias de GRACIA. Hasta la fecha de hoy, la política de liquidez de GRACIA ha permitido el cumplimiento de los compromisos de pago y se han atendido todos los vencimientos, puntualmente.

**e) Riesgo de crédito:**

Es el riesgo de una pérdida económica como consecuencia de la falta de cumplimiento de las obligaciones contractuales por una de las partes, en este caso, la falta de cumplimiento de los clientes de Grupo DiR.

El centro de fitness DiR Gracia dispone de los controles suficientes sobre el acceso de abonados para garantizar niveles tolerables de riesgo de crédito de clientes. Además, la morosidad supone un porcentaje sobre la facturación muy bajo con una media del 0,56% a fecha 31 de diciembre de 2010. Tendrán la consideración de morosos a partir del impago de una cuota mensual.

**f) Riesgo de mercado:**

Es el riesgo de pérdida de cuota de mercado como consecuencia de movimientos futuros adversos de los factores de riesgo que determinan el funcionamiento de la Sociedad.

A fecha de hoy no se esperan riesgos de mercado de carácter extraordinario, aunque la dirección de la Sociedad siempre está al corriente de las tendencias del mercado.

**g) Riesgo del fondo de maniobra negativo:**

El fondo de maniobra es negativo, es decir, el pasivo circulante es superior al activo circulante. No obstante, es un hecho consustancial a este tipo de negocio.

A 31 de diciembre de 2010 el fondo de maniobra es negativo por importe de 0,27 millones de euros (0,34 millones de euros a 31 de diciembre de 2009). La explicación reside en que la actividad de Grupo DiR permite el cobro inmediato de los servicios que se ofrecen mientras que el pago de los costes estructurales se financian de media a 90 días. Este exceso de tesorería se destina a la amortización de deuda con el fin de optimizar la estructura financiera de la Sociedad.

**h) Riesgo garantías reales:**

A 31 de diciembre de 2010 existe como única garantía real otorgada por GRACIA la que corresponde al derecho real de prenda sobre los derechos de crédito que GRACIA pueda tener frente a sus clientes terceros ajenos al Grupo como consecuencia del desarrollo de su actividad mercantil, concedido a favor de un Sindicato Bancario cuyo agente es BBVA. Dicha garantía proviene de la responsabilidad solidaria asumida por GRACIA, junto a otras sociedades de Grupo DiR, con relación a un crédito sindicado formalizado por el antes citado Sindicato Bancario con la entidad matriz de Grupo DiR, Centres d'Activitats Físiques, S.A. (CAF), el año 2005, del que a 31 de diciembre de 2010 queda pendiente de amortización 3.875.000 euros y que vence el próximo 7 de junio de 2011.

Advertir que dicha garantía es solidaria con respecto a la citada sociedad matriz del Grupo (CAF) y de las otras sociedades del Grupo DiR y solo sería ejecutable si CAF, como obligada principal del antes referido crédito sindicado no respondiera de sus obligaciones derivadas del mismo que, como ya se ha hecho constar, vencen el próximo junio de 2011 y sólo queda pendiente en la actualidad la amortización por parte de CAF del último pago semestral el 7 de junio de 2011 indicado en el párrafo anterior.

En la formalización del contrato de crédito sindicado se estipuló que CAF tenía que cumplir con los tres ratios siguientes:

- 1) Ratio de Deuda Financiera Neta / EBITDA < 2,50
- 2) Ratio de Cobertura de intereses > 5
- 3) Ratio de Deuda Financiera Neta / Fondos Propios < 1

El crédito sindicado formalizado dispone de una cláusula de vencimiento anticipado y ejecución del total de la deuda de forma inmediata si no se cumplen los ratios anteriores. A fecha 31 de diciembre de 2010 no se cumplían el primer y el tercer ratio, no obstante, la fecha de comunicación de lo anterior al agente es hasta el 30 de junio de 2011 y al vencer el crédito el próximo 7 de junio de 2011, dicho incumplimiento no tendrá afectación ya que se espera cumplir con el último pago en plazo quedando extinguido dicho contrato.

A la fecha de registro de la presente Nota de Valores, Ramon Canela Piqué, en su calidad de persona física que representa a la Administradora Única de la misma, la sociedad "Diagonal 3000, S.L.", considera que CAF tiene los fondos suficientes para atender el pago de dicho crédito en junio y que no se verá afectada la solvencia ni se verá ejecutada la garantía solidaria otorgada por GRACIA.

**i) Riesgo evolución nueva apertura prevista de DiR 22@:**

Está prevista la apertura del nuevo centro DiR 22@ para finales de este ejercicio 2011. Como todos los centros de Grupo DiR, durante los dos primeros años no contribuyen a los resultados de la cuenta de pérdidas y ganancias de la sociedad DiR Les Glories, S.A. y afectan de forma negativa al beneficio de la misma, no obstante, a partir del tercer año se espera que su impacto sea positivo, haciendo así efectiva la rentabilidad esperada para la inversión realizada.

Existe el riesgo de que la evolución de este nuevo centro DiR 22@ no sea la prevista por Grupo DiR y que este centro no funcione según las previsiones del grupo, por lo que su contribución a la cuenta de resultados de Grupo DiR se vería afectada y se incrementaría su impacto negativo en el resultado de Grupo DiR.

## **j) Riesgo de cash-pooling:**

Existe un contrato de cash-pooling entre la entidad matriz (CAF) y las sociedades filiales de Grupo DiR, según el cual, existe el riesgo de que la Sociedad utilice sus excedentes de tesorería para financiar a otras sociedades del Grupo. A fecha 31 de diciembre de 2010 Gracia tenía un crédito otorgado a cuenta de dicho cash-pooling de 585.086,92 euros. Se liquidan intereses trimestralmente en función de que las posiciones de las sociedades filiales sean pasivas o activas respecto a la sociedad matriz CAF.

## **2. PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN**

<b>Emisor:</b>	GRAN DE GRACIA, S.A. ("GRACIA"), con domicilio social en Barcelona, calle Gran de Gracia, 37.
<b>Denominación:</b>	1ª Emisión de Bonos Simples de Gran de Gracia
<b>Naturaleza de los Valores:</b>	Bonos simples que se situarán a efectos de la prelación debida, en caso de concurso de la Sociedad, por detrás de los acreedores con privilegio que a la fecha tenga la Sociedad, conforme con la catalogación y orden de prelación de créditos establecidos por la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal.
<b>Garante y naturaleza de la garantía:</b>	La presente emisión está respaldada por la garantía patrimonial total del Emisor.
<b>Destinatarios de la emisión:</b>	Al público en general, sean personas físicas o jurídicas, de nacionalidad española, o con residencia legal en España
<b>Importe nominal y efectivo de la emisión:</b>	Dos millones quinientos mil euros (2.500.000)
<b>Valor nominal unitario:</b>	1.000 euros
<b>Precio de emisión:</b>	1.000 euros (emisión a la par, sin prima ni descuento)
<b>Fecha de Emisión:</b>	1 de Junio de 2011
<b>Fecha de Vencimiento y Amortización:</b>	Los valores serán amortizados, a la par, a su vencimiento que será el 31 de mayo de 2015. En caso de coincidir con fecha inhábil para Target2, el reembolso del capital invertido se trasladará al día hábil inmediatamente posterior.
<b>Representación de los Valores:</b>	Anotaciones en Cuenta que se inscribirán en los correspondientes registros contables gestionados por GVC Gaesco Valores SV, S.A. (en adelante GVC Gaesco), domiciliada en Barcelona, Avenida Diagonal, 427-429.
<b>Cotización de los Valores:</b>	La presente emisión no cotizará en ningún mercado.
<b>Sistema de colocación:</b>	Las peticiones de suscripción se atenderán, por riguroso orden de recepción, en cualquiera de las oficinas de GVC Gaesco.
<b>Entidad Colocadora y Agente de Pagos:</b>	GVC Gaesco Valores SV, S.A.
<b>Importe mínimo de las órdenes de suscripción:</b>	El importe nominal mínimo a suscribir es de 3.000 euros (3 valores).

<b>Periodo de Suscripción:</b>	Desde las 08:15 horas del día hábil siguiente a la fecha de inscripción de la presente Nota de Valores y del Documento de Registro en los registros oficiales de CNMV y se prolongará hasta las 15 horas del día 31 de mayo de 2011, salvo que se agote la emisión con anterioridad a dicha fecha. Se prevé expresamente la posibilidad de suscripción incompleta de la Emisión. Las órdenes de suscripción serán irrevocables.
<b>Fecha y forma de Desembolso:</b>	La fecha de desembolso, en que se realizará el cargo en cuenta, es el 1 de junio de 2011. El desembolso se efectuará mediante ingreso en efectivo o cheque bancario o por transferencia en la cuenta de efectivo asociada a la cuenta de valores que el inversor tenga abierta en GVC Gaesco. Para ello será necesario disponer en el momento de la suscripción de una cuenta de efectivo asociada a la cuenta de valores en GVC Gaesco, en caso de no disponer de las mismas, GVC Gaesco no cobrará ningún tipo de comisión. La Entidad Colocadora no exigirá provisión de fondos.
<b>Interés nominal:</b>	Tipo de interés variable.- Desde la fecha de desembolso hasta la fecha de amortización incluida se devengará una remuneración variable pagadera trimestralmente igual al tipo de interés Euribor a 12 meses publicado por el Banco de España el último día hábil de cada trimestre natural más 200 puntos básicos. El tipo de interés se revisará y fijará trimestralmente por la entidad agente de pagos y se aplicará en el siguiente periodo de devengo. En cualquier caso, el tipo de interés resultante no podrá en ningún momento estar por debajo del 6,30% nominal anual. En caso de ser el antes citado tipo resultante inferior al 6,30% en algún periodo, la Emisión devengará en dicho periodo el 6,30% nominal anual. (TAE del 6,45%).
<b>Periodicidad de remuneración:</b>	El periodo de devengo de intereses será trimestral, a excepción del primer y último cupón, e incluirán el primer y el último día de cada trimestre natural. El primer cupón se abonará el 1 de julio de 2011 y comprenderá los intereses devengados desde la fecha de desembolso hasta el 30 de junio de 2011, inclusive. A partir de esta fecha, los intereses devengados serán satisfechos por trimestres naturales vencidos, en función del número de días efectivamente transcurridos en cada periodo, el primer día hábil del trimestre natural siguiente, hasta la fecha de amortización. Así, los intereses se pagarán el 1 de Enero, 1 de Abril, 1 de Julio y 1 de Octubre de cada año hasta el 31 de mayo de 2015, fecha de amortización. En caso de coincidir con fecha inhábil para Target2, el abono de los intereses se trasladará al día hábil inmediatamente posterior. El exceso de duración que pudiera producirse como consecuencia de lo anterior no repercutirá en el cálculo del cupón correspondiente.
<b>Comparación con otras emisiones:</b>	A fin de evaluar si las condiciones financieras de la emisión se adecúan a las condiciones de mercado teniendo en cuenta sus características, el Emisor ha obtenido la opinión de un consultor independiente especializado, Solventis, S.A., cuyo informe se adjunta como anexo a la Nota de Valores.
<b>Representación de los inversores:</b>	Para la presente emisión de valores se procederá a la constitución de un Sindicato de Bonistas.
<b>Régimen Fiscal</b>	Las rentas de los Valores están sujetas a tributación de acuerdo a la legislación fiscal aplicable en cada momento. Ver apartado 4.14 de la Nota de Valores.

### 3. PRINCIPALES MAGNITUDES DEL EMISOR

Se presentan a continuación los Estados Financieros de GRACIA auditados del ejercicio 2010 comparados con los del ejercicio 2009:

- a) Balance de Situación a 31 de diciembre del ejercicio 2010, comparados con los saldos a 31 de diciembre de 2009 auditados (cifras expresadas en euros):

BALANCE DE GRAN DE GRÀCIA, S.A.		31/12/10	31/12/09	% VARIACIÓN
<b>A) ACTIVO NO CORRIENTE</b>		<b>4.040.183</b>	<b>3.866.741</b>	<b>4,49%</b>
I.	Inmovilizado intangible.	602	903	-33,36%
II.	Inmovilizado material.	1.529.740	1.287.464	18,82%
III.	Inversiones inmobiliarias	0	0	0,00%
IV.	Inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo	2.494.339	2.562.705	-2,67%
V.	Inversiones financieras a largo plazo	12.436	12.436	0,00%
VI.	Activos por impuesto diferido.	3.067	3.233	-5,13%
<b>B) ACTIVO CORRIENTE</b>		<b>743.878</b>	<b>735.160</b>	<b>1,19%</b>
I.	Activos no corrientes mantenidos para la venta.	0	0	0,00%
II.	Existencias.	25.774	30.917	-16,64%
III.	Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar.	106.684	229.807	-53,58%
IV.	Inversiones en empresas del grupo y asociadas a corto plazo.	585.804	427.170	37,14%
V.	Inversiones financieras a corto plazo.	1.161	1.161	0,00%
VI.	Periodificaciones a corto plazo.	1.126	1.639	-31,30%
VII.	Efectivos y otros activos líquidos equivalentes.	23.328	44.465	-47,54%
<b>TOTAL ACTIVO</b>		<b>4.784.061</b>	<b>4.601.901</b>	<b>3,96%</b>
BALANCE DE GRAN DE GRÀCIA, S.A.		31/12/10	31/12/09	% VARIACIÓN
<b>A) PATRIMONIO NETO</b>		<b>3.264.625</b>	<b>2.921.412</b>	<b>11,75%</b>
<b>A-1) Fondos Propios</b>		<b>3.264.625</b>	<b>2.921.412</b>	<b>11,75%</b>
I.	Capital	781.300	781.300	0,00%
II.	Prima de emisión	0	0	0,00%
III.	Reservas	1.940.112	1.620.423	19,73%
IV.	Resultado del ejercicio	543.213	519.689	4,53%
<b>B) PASIVO NO CORRIENTE</b>		<b>498.122</b>	<b>605.047</b>	<b>-17,67%</b>
I.	Provisiones a largo plazo.	0	0	0,00%
II.	Deudas a largo plazo.	174.171	118.478	47,01%
III.	Deudas con empresas del grupo y asociadas a largo plazo.	39.880	198.774	-79,94%
IV.	Pasivos por impuesto diferido.	284.071	287.795	-1,29%
<b>C) PASIVO CORRIENTE</b>		<b>1.021.313</b>	<b>1.075.443</b>	<b>-5,03%</b>
I.	Pasivos vinculados con activos no corrientes mantenidos para la venta.	0	0	0,00%
II.	Provisiones a corto plazo.	0	0	0,00%
III.	Deudas a corto plazo.	205.931	160.244	28,51%
IV.	Deudas con empresas del grupo y asociadas a corto plazo.	0	0	0,00%
V.	Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar.	525.720	637.164	-17,49%
VI.	Periodificaciones.	289.662	278.035	4,18%
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO</b>		<b>4.784.061</b>	<b>4.601.901</b>	<b>3,96%</b>

b) Cuenta de Pérdidas y Ganancias a 31 de diciembre del ejercicio 2010 comparadas con los saldos a 31 de diciembre de 2009, auditadas (cifras expresadas en euros):

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANACIAS DE GRAN DE GRÀCIA, S.A.		31/12/10	31/12/09	Variación en %
<b>A) OPERACIONES CONTINUADAS</b>				
1.	Importe neto de la cifra de negocios	4.478.521	4.374.125	2,39%
2.	Aprovisionamientos	-63.069	-69.034	-8,64%
5.	Otros ingresos de explotación	205.913	68.569	200,30%
6.	Gastos de personal	-380.193	-371.998	2,20%
7.	Otros gastos de explotación	-3.320.923	-3.048.238	8,95%
8.	Amortización del inmovilizado	-221.006	-208.811	5,84%
9.	Imputación de subvenciones de inmovilizado no financiero y otras	0	0	0,00%
10.	Exceso de provisiones	0	0	0,00%
11.	Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado	-1.609	-5.124	-68,60%
12.	Otros resultados	0	3.898	-100,00%
<b>A.1) RESULTADO DE EXPLOTACIÓN</b>		<b>697.635</b>	<b>743.387</b>	<b>-6,15%</b>
13.	Ingresos Financieros	2.617	8.090	-67,65%
14.	Gastos financieros	-11.669	-9.590	21,68%
15.	Diferencias de cambio	12	0	100,00%
16.	Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros	86.883	0	100,00%
<b>A.2) RESULTADO FINANCIERO</b>		<b>77.843</b>	<b>-1.500</b>	<b>-5289,97%</b>
<b>A.3) RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS</b>		<b>775.478</b>	<b>741.887</b>	<b>4,53%</b>
22.	Impuestos sobre beneficios	-232.263	-222.199	4,53%
<b>A.4) RESULTADO DEL EJERCICIO PROCEDENTE DE OPERACIONES CONTINUADAS (A.3+22)</b>		<b>543.214</b>	<b>519.688</b>	<b>4,53%</b>
<b>A) OPERACIONES INTERRUMPIDAS</b>				
23.	Resultado del ejercicio procedente de operaciones interrumpidas neto de impuestos	0	0	0,00%
<b>A.5) RESULTADO DEL EJERCICIO</b>		<b>543.214</b>	<b>519.688</b>	<b>4,53%</b>

Principales ratios a fecha 31 de diciembre de 2010 comparados a 31 de diciembre de 2009:

	Cifras expresadas en euros		
	31/12/10	31/12/09	% Variación
Total Activo	4.784.061,46	4.601.901,21	3,96%
EBITDA	940.628,39	977.514,87	-3,77%
EBITDA/Importe neto cifra negocios	21,0%	22,3%	-6,02%
Deuda Financiera Neta/EBITDA	0,38	0,44	-14,43%
Rentabilidad de los Fondos Propios (ROE) (Resultado / FFPP)	16,6%	17,8%	-6,46%
Rentabilidad del Activo (ROA) (Resultado/Activo)	11,4%	11,3%	0,55%
Apalancamiento Financiero (Deuda Financiera Neta/Deuda + Patrimonio neto)	7,4%	9,4%	-20,79%
Ratio de Liquidez (Tesorería+Inv.Financ.Temp./Pasivo Corriente)	2,4%	4,2%	-43,48%
EBITDA/Intereses	80,61	101,93	-20,92%
Deuda Financiera Neta/Patrimonio Neto	0,11	0,15	-26,31%

## **II. FACTORES DE RIESGO DE LOS VALORES**

### **a) Riesgo de liquidez:**

Los Bonos emitidos al amparo de la presente Nota de Valores, son valores de nueva emisión cuya distribución podría no ser muy amplia y para los cuales no existirá ningún mercado de negociación y no se admitirán a cotización. No existe ninguna Entidad de Liquidez que proporcione liquidez a los Valores.

Aunque GRACIA intentará proporcionar liquidez, no es posible asegurar la liquidez para esta emisión en particular, lo que puede dificultar su venta por aquellos inversores que quieran desinvertir de los Bonos en un momento determinado.

### **b) Riesgo de crédito:**

Es el riesgo de una pérdida económica como consecuencia de la falta de cumplimiento de las obligaciones contractuales por una de las partes, en este caso, la falta de cumplimiento de la devolución del principal e intereses por el Emisor.

### **c) Riesgo de calidad crediticia:**

La presente emisión de valores no tiene calificación.

El Emisor no ha sido calificado por ninguna entidad calificadora de rating.

### **III. NOTA DE VALORES**

#### **1. PERSONAS RESPONSABLES**

##### **1.1 Personas responsables de la información de la Nota de Valores:**

D. RAMON CANELA PIQUE, en nombre y representación de la compañía mercantil "**GRAN DE GRACIA, S.A.**" (en adelante, referida indistintamente como "GRACIA", el "Emisor", la "Entidad Emisora" o la "Sociedad") domiciliada en Barcelona, calle Gran de Gracia, 37 y C.I.F. A-60053089, en su calidad de persona física que representa a la Administradora Única de la misma, la sociedad "DIAGONAL 3.000, S.L.", asume la responsabilidad por el contenido de la presente Nota de Valores.

D. Ramon Canela Piqué actúa en su antes citada representación al amparo del acuerdo de la Junta General Extraordinaria de Accionistas de la Sociedad celebrada en fecha 4 de junio de 2009, elevado a público en fecha 16 de julio de 2009 mediante escritura autorizada por el Notario de Barcelona, Ariel Sultan Benguigui, con el nº 2.095 de protocolo y que causó la inscripción 40ª en la Hoja registral correspondiente a la Sociedad. Además, se encuentra facultado para la suscripción de la presente Nota de Valores, en virtud del acuerdo adoptado por la Junta General Extraordinaria de Accionistas de la Sociedad celebrada en fecha 16 de marzo de 2011.

##### **1.2 Declaración de las personas responsables sobre la información contenida en la Nota de Valores:**

D. Ramon Canela Piqué en su condición de persona física que representa a la Administradora Única de la Sociedad (Diagonal 3.000, S.L.) declara que, tras comportarse con una diligencia razonable para garantizar que así es, la información contenida en la presente Nota de Valores es, según su conocimiento, conforme a los hechos y no incurre en ninguna omisión que pudiera afectar a su contenido.

#### **2. FACTORES DE RIESGO**

Véase la Sección II de la presente Nota de Valores.

#### **3. INFORMACIÓN FUNDAMENTAL**

##### **3.1 Interés de las personas físicas y jurídicas participantes en la Oferta**

No existen intereses particulares de las personas físicas y jurídicas participantes en la oferta. No obstante, cabe señalar que la persona responsable de la Nota de Valores, D. Ramon Canela Pique, controla la sociedad matriz de Grupo DiR, CAF, con un 74,71% de participación (7% de participación directa y 67,71% de participación indirecta a través de la sociedad Diagonal 3000, S.L.) y a su vez, es accionista de referencia de la sociedad Gran de Gracia, S.A., poseyendo un 41,41% de participación indirecta a través de Diagonal 3000, S.L..

El Administrador Único de la Sociedad es la mercantil DIAGONAL 3000, S.L. y D. Ramon Canela Piqué, en su calidad de persona física, representa a la citada compañía y tiene una participación del 99,7% en la misma.

##### **3.2 Motivo de la Oferta y destino de los ingresos**

La presente Oferta de valores tiene por objeto la captación de recursos de terceros, con la finalidad de aplicarlos a financiar próximas inversiones a realizar durante el ejercicio 2011, de acuerdo con la legislación vigente. Las inversiones que se llevarán a cabo serán, por orden de preferencia:

DESCRIPCIÓN DE LAS INVERSIONES	IMPORTE APROXIMADO DE LA INVERSIÓN EN €	FECHA APROXIMADA DE REALIZACIÓN
Mejoras en el centro de fitness DiR Seven	300.000,00	SEGUNDO/TERCER TRIMESTRE 2011
Apertura del nuevo centro de fitness DiR 22@: acondicionar las instalaciones, maquinaria, licencias y proyectos de obra	2.162.011,00	CUARTO TRIMESTRE 2011
<b>TOTAL</b>	<b>2.462.011,00</b>	

En el caso de no obtener el importe total de la emisión, se procedería a la búsqueda de financiación bancaria.

Los gastos de emisión estimados son los siguientes:

CONCEPTO	EUROS
CNMV: Inscripción Nota de Valores	1.055 €
Agente de pagos y llevanza del Libro Registro de Anotaciones en Cuenta	7.434 €
Entidad Colocadora y coste informe experto	29.500 €
<b>TOTAL</b>	<b>37.989 €</b>

#### 4. INFORMACIÓN RELATIVA A LOS VALORES QUE VAN A OFERTARSE

##### 4.1 Descripción del tipo y la clase de los valores

La presente Nota de Valores se realiza a los efectos de la denominada "1ª EMISIÓN DE BONOS SIMPLES DE GRAN DE GRACIA". Los valores son bonos de 1.000 euros de valor nominal unitario.

Los Bonos Simples no convertibles que se emiten son valores que representan una deuda para su Emisor, devengan intereses y son reembolsables a su vencimiento. En base a su condición de emisión simple se sitúan a efectos de prelación de créditos, en caso de situaciones concursales de la Sociedad, por detrás de los acreedores con privilegio que a la fecha tenga la Sociedad, conforme con la catalogación y orden de prelación de créditos establecidos por la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal.

##### 4.2 Legislación de los valores

Los Bonos se emiten de conformidad con la legislación española que resulta aplicable al Emisor y a los mismos.

En particular, se emiten de conformidad con las disposiciones incluidas al respecto en el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, en la Ley 24/1988 de 28 de julio, del Mercado de Valores, en el Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley del Mercado de Valores en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos, en la Orden EHA/3537/2005, de 10 de noviembre, por la que se desarrolla el artículo 27.4 de la Ley del Mercado de Valores y la constitución del Sindicato de Bonistas y de acuerdo con aquella otra normativa que las desarrolle.

La presente Nota de Valores se ha elaborado siguiendo el modelo previsto en el Anexo V del Reglamento (CE) nº 809/2004 de la Comisión, de 29 de abril de 2004, relativo a la aplicación de la Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en cuanto a la información contenida en los folletos, así como al formato, incorporación por referencia, publicación de dichos folletos y la difusión de publicidad.

### **4.3 Representación de los valores**

Los Bonos estarán representados mediante anotaciones en cuenta que se inscribirán en los correspondientes registros contables gestionados por GVC Gaesco Valores SV, S.A., domiciliada en Barcelona, Avenida Diagonal 427-429.

### **4.4 Divisa de la emisión**

Los valores estarán denominados en Euros.

### **4.5 Orden de prelación**

La presente emisión de bonos simples realizada por GRACIA no tendrá garantías reales ni de terceros. El capital y los intereses de la misma están garantizados por el total del patrimonio de GRACIA.

Los titulares de Bonos simples se situarán a efectos de la prelación debida, en caso de concurso de la Sociedad, por detrás de los acreedores con privilegio que a la fecha tenga la Sociedad, conforme con la catalogación y orden de prelación de créditos establecidos por la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal.

### **4.6 Descripción de los derechos vinculados a los valores y procedimiento para el ejercicio de los mismos**

Conforme con la legislación vigente, los valores detallados en la presente Nota de Valores carecerán para el inversor que los adquiera de cualquier derecho político presente y/o futuro sobre GRACIA.

Los derechos económicos y financieros para el inversor asociados a la adquisición y tenencia de los valores, serán los derivados de las condiciones de tipo de interés, rendimientos y precios de amortización con que se emitan y que se encuentran recogidas en los epígrafes 4.7 y 4.8 siguientes.

En cada fecha de pago, el inversor tendrá automáticamente a su disposición sus derechos económicos, mediante el correspondiente abono en la cuenta de efectivo asociada a la cuenta de valores abierta en GVC Gaesco designada por el inversor en el momento de la suscripción, actuando como agente de pagos GVC Gaesco Valores SV, S.A.

Los titulares de los bonos incluidos en la presente Nota de Valores, tendrán cuantos derechos les corresponda en su condición de tales conforme a lo previsto en la normativa aplicable y, en particular, el derecho a voto en la Asamblea de Bonistas, de acuerdo con lo previsto en el epígrafe 4.10 siguiente.

### **4.7 Tipo de interés nominal y disposiciones relativas a los intereses pagaderos**

#### **4.7.1 Tipo de interés nominal**

Los valores representativos de la emisión percibirán un interés según el siguiente detalle:

- Tipo de interés variable.- Desde la fecha de desembolso hasta la fecha de amortización incluida se devengará una remuneración variable pagadera trimestralmente igual al tipo de interés Euribor a 12 meses publicado por el Banco de España el último día hábil de cada trimestre natural más 200 puntos básicos. El tipo de interés se revisará y fijará trimestralmente por la entidad agente de pagos y se aplicará en el siguiente periodo de devengo.

En cualquier caso, el tipo de interés resultante no podrá en ningún momento estar por debajo del 6,30% nominal anual. En caso de ser el tipo resultante inferior al 6,30% en algún periodo, la Emisión devengará en dicho periodo el 6,30% nominal anual. (TAE 6,45%)

El periodo de devengo de intereses será trimestral, a excepción del primer cupón (abarcará desde la fecha de desembolso hasta el 30 de junio de 2011) y el último cupón (abarcará desde el 1 de abril de 2015 hasta el 31 de mayo de 2015), e incluirán el primer y el último día de cada trimestre natural. El primer cupón se fijará el 1 de junio de 2011 y se tomará como referencia el Euribor a 12 meses publicado ese día.

La evolución del Euribor a 12 meses desde el 31 de enero de 2010 ha sido la siguiente:

FECHA	EURIBOR 12 M	MARGEN APLICABLE	TIPO RESULTANTE	TIPO APLICABLE
31/03/10	1,21%	2%	3,21%	6,30%
30/04/10	1,24%	2%	3,24%	6,30%
31/05/10	1,26%	2%	3,26%	6,30%
30/06/10	1,31%	2%	3,31%	6,30%
31/07/10	1,42%	2%	3,42%	6,30%
31/08/10	1,41%	2%	3,41%	6,30%
30/09/10	1,43%	2%	3,43%	6,30%
31/10/10	1,54%	2%	3,54%	6,30%
30/11/10	1,53%	2%	3,53%	6,30%
31/12/10	1,51%	2%	3,51%	6,30%
31/01/11	1,64%	2%	3,64%	6,30%
28/02/11	1,77%	2%	3,77%	6,30%
31/03/11	1,99%	2%	3,99%	6,30%

**Tipo de interés sustitutivo:** De no publicarse el índice anterior, será de aplicación el tipo de interés Euribor a seis (6) meses o a tres (3) meses, por este orden. En caso de no calcularse y/o no publicarse oficialmente ninguno de los tipos de interés previstos en este párrafo, se aplicará el tipo establecido más adelante:

- La Sociedad Emisora, una vez constatada la necesidad de aplicar el tipo de interés sustitutivo solicitará a las Entidades de Referencia señaladas a continuación, en el último día hábil del trimestre natural, el tipo preferencial para las operaciones de préstamo a un año que en ese momento aquéllas tengan publicado a las 11 horas de la mañana de la CET (Central European Time). Para el cálculo del tipo sustitutivo se calculará la media aritmética de entre los tipos de interés que las Entidades de Referencia le hayan comunicado. Son Entidades de Referencia a efectos de la presente estipulación: BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S.A., CATALUNYA CAIXA y BANCO DE SABADELL, S.A. En el caso que sólo publicara los tipos de interés una sola de las entidades anteriores, se ofrecerá este tipo publicado.

Una vez determinado el tipo de interés sustitutivo, el mismo se comunicará a los bonistas en la forma que el agente de pagos estime oportuno. La utilización de cualquiera de los tipos de interés alternativos descritos se prevé de forma excepcional, y sólo para los trimestres en que por cualquier causa no se haya publicado el tipo de interés de referencia.

#### 4.7.2 Procedimiento para el pago de cupones

El periodo de devengo de intereses será trimestral, a excepción del primer y último cupón, e incluirán el primer y el último día de cada trimestre natural. El primer cupón se abonará el 1 de julio de 2011 y comprenderá los intereses devengados desde la fecha de desembolso hasta el 30 de junio de 2011, ambas inclusive, y se abonará en la cuenta de efectivo asociada a la cuenta de valores indicada por el inversor en la orden de suscripción, ambas abiertas en GVC Gaesco, salvo que con posterioridad se comunique el cambio.

A partir de esta fecha, los intereses devengados serán satisfechos por trimestres naturales vencidos, en función del número de días efectivamente transcurridos en cada período, el primer día hábil del trimestre natural siguiente, hasta la fecha de amortización. Así, los intereses se pagarán el 1 de Enero, 1 de Abril, 1 de Julio y 1 de Octubre de cada año hasta el 31 de mayo de 2015, fecha de amortización. En caso de coincidir con fecha inhábil para Target2, el abono de los intereses se trasladará al día hábil inmediatamente posterior. El exceso de duración que pudiera producirse como consecuencia de lo anterior no repercutirá en el cálculo del cupón correspondiente.

#### Primer Cupón:

En el supuesto del primer cupón pagadero el 1 de julio de 2011, la fórmula de cálculo será la que sigue:

$$Ci = (N \times I \times D) / (365 \times 100)$$

donde:

Ci = Importe bruto del cupón irregular por cada bono

N = Nominal del valor

I = Tipo de interés nominal anual

D = Días naturales transcurridos entre la Fecha de Emisión y Desembolso de los Valores, 1 de junio de 2011, y el 30 de junio de 2011, teniendo en cuenta la convención de días hábiles aplicable, ambas incluidas.

Ejemplo de cálculo del cupón pagadero el 1 de julio de 2011 al tipo fijo del 6,30%:

$$Ci = (1.000 * 6,30\% * 30) / 365 = 5,18 \text{ €}$$

#### Cupones posteriores:

La cuantía del cupón trimestral para cada Bono simple será el resultado de aplicar el tipo de interés (expresado en tanto por ciento) al valor nominal y al número de días del período, dividir el producto entre 365, y redondear hasta el céntimo de euro más cercano (en el caso de medio céntimo de euro al alza).

Ejemplo de cálculo del primer cupón regular pagadero el 3 de octubre de 2011 de un valor, aplicando el tipo del 6,30% nominal anual:

$$Ci = (1.000\text{€} * 6,30\% * 92) / 365 = 15,88\text{€}$$

#### 4.7.3 Plazo válido en el que se pueden reclamar los intereses y el reembolso del principal.

El plazo para emprender acciones para reclamar el pago de los intereses prescribe pasados cinco años desde la Fecha de Pago en la que se produzca el impago.

El plazo para emprender acciones para reclamar el reembolso del principal prescribe pasados quince años desde la Fecha de Amortización de los valores.

### **4.8 Precio de amortización y disposiciones relativas al vencimiento de los valores**

#### 4.8.1 Precio de amortización

Los valores se amortizarán a la par.

#### 4.8.2 Fecha y modalidades de amortización

Los valores serán amortizados en su totalidad a su vencimiento, el 31 de Mayo de 2015. La Sociedad Emisora procederá al reembolso del valor nominal de los valores siguiendo el mismo procedimiento descrito para el pago de intereses. En caso de coincidir con fecha inhábil para Target2, el reembolso del capital amortizado se trasladará al día hábil inmediatamente posterior.

La amortización se efectuará libre de gastos para el suscriptor.

No se efectuarán amortizaciones anticipadas.

### **4.9 Indicación del rendimiento para el inversor y método de cálculo**

La tasa interna de rentabilidad (TIR) o tipo de interés efectivo previsto para un suscriptor que adquiriese los valores amparados por la presente Nota de Valores en el momento de la emisión y los mantuviese hasta su vencimiento, si se cumplen las hipótesis previstas posteriormente, sería de 6,45%.

Para el cálculo de dicho rendimiento se han establecido las siguientes hipótesis:

- Desembolso del total de los valores emitidos el 1 de junio de 2011.
- Amortización de la emisión el 31 de mayo de 2015.

- Tipo de interés desde la fecha de desembolso hasta el vencimiento, Euribor a 12 meses del último día hábil de cada trimestre natural incrementado en 200 puntos. Se ha utilizado para el cálculo, el mínimo aplicable del 6,30% nominal anual.

La tasa interna de rentabilidad para el suscriptor se ha calculado mediante la siguiente fórmula:

$$P_0 = \sum^n \frac{F_j}{\left(1 + \frac{r}{100}\right)^{\left(\frac{d}{Base}\right)}}$$

Donde:

**P<sub>0</sub>** = Precio de Emisión del valor

**F<sub>j</sub>** = Flujos de cobros y pagos brutos a lo largo de la vida del valor

**r** = Rentabilidad anual efectiva o TIR

**d** = Número de días transcurridos en cada periodo de devengo de intereses

**n** = Número de flujos de la Emisión

**Base** = Base para el cálculo de intereses ACT/365

#### **4.10 Representación de los tenedores de los valores**

Se procederá a la constitución de un Sindicato de Bonistas para la presente emisión, de conformidad con lo establecido en el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, a medida que se vayan realizando las anotaciones en cuenta, y que se regirá por el Reglamento siguiente:

#### **REGLAMENTO INTERNO DEL SINDICATO DE BONISTAS**

*Artículo 1º Denominación y objeto: Con la denominación “Sindicato de Bonistas de la 1ª Emisión de Bonos de “GRAN DE GRACIA, S.A.” (en adelante, también referido como “Sindicato”) queda constituido un sindicato que tiene por objeto la defensa de los legítimos intereses y derechos de los tenedores de los bonos creados en el marco de la referida emisión, mediante el ejercicio de las facultades expresamente establecidas en la Ley y en estos Estatutos, en el ámbito propio y exclusivo del Derecho Mercantil. El término “Bonistas” contenido en los presentes Estatutos se entenderá referido exclusivamente a quienes sean en cada momento titulares legítimos de bonos simples de Gran de Gracia, S.A. (en lo sucesivo, referida como “GRACIA”) de la 1ª Emisión de Bonos de Gran de Gracia, de conformidad con las condiciones contenidas en el correspondiente acuerdo de emisión.*

*Artículo 2º Domicilio: El domicilio del Sindicato de Bonistas de la 1ª Emisión de Bonos de Gran de Gracia, S.A. se fija en las oficinas centrales de la sociedad emisora, c/ Industria 90-92 Entlo. 1ª, 08025 Barcelona.*

*La Asamblea de Bonistas podrá, sin embargo, reunirse por conveniencia o por razones de espacio en otro lugar de esta ciudad, expresándose así en la convocatoria.*

*Artículo 3º Duración: La duración del Sindicato de Bonistas de la 1ª Emisión de Bonos de Gran de Gracia, S.A. se extenderá mientras dure el empréstito y, terminado éste, hasta que queden cumplidas por la Emisora sus obligaciones ante los titulares de los valores, supuesto en el cual el Sindicato quedará disuelto automáticamente.*

*Artículo 4º Órganos del Sindicato: El Gobierno del Sindicato de Bonistas de la 1ª Emisión de Bonos de Gran de Gracia, S.A. corresponde a la Asamblea General de Bonistas y al Comisario.*

*Artículo 5º De la Asamblea de Bonistas: La Asamblea de Bonistas acordará el nombramiento de un Secretario a efectos de certificar los acuerdos de la misma.*

*La Asamblea General de Bonistas, debidamente convocada por el Presidente o por el Órgano de Administración de la entidad emisora, está facultada para acordar lo necesario para la mejor defensa de los legítimos intereses de los Bonistas; destituir y nombrar Comisario o Presidente y Secretario; ejercer, cuando proceda, las acciones judiciales correspondientes y aprobar los gastos ocasionados por la defensa de los intereses comunes.*

*Artículo 6º De la adopción de acuerdos por la Asamblea de Bonistas: Los acuerdos de la Asamblea serán tomados por mayoría absoluta de los asistentes, con asistencia de los Bonistas que representen dos terceras partes de los valores de emisión en circulación, y vincularán a todos los Bonistas, incluso a los no asistentes y a los disidentes.*

*Artículo 7º Del Comisario: El Comisario será el Presidente del Sindicato de Bonistas, y además de las competencias que le atribuya la Asamblea General, tendrá la representación legal del Sindicato y podrá ejercitar las acciones que a éste correspondan y las que considere oportunas para la defensa general y particular de los titulares de los valores. En todo caso, el Comisario será el órgano de relación entre la entidad emisora y el Sindicato, y como tal, podrá asistir con voz y sin voto, a las deliberaciones de la Junta General de la entidad emisora, informar a ésta de los acuerdos del Sindicato y requerir de la misma los informes que a su juicio o al de la Asamblea de Bonistas, interesen a éstos. En todo lo no previsto en el presente artículo en relación al Comisario será de aplicación lo previsto en los artículos 427 siguientes y concordantes de Ley de Sociedades de Capital y demás normativa que fuera aplicable.*

*Artículo 8º.- Convocatoria, competencia y acuerdos del Sindicato: Será de aplicación el Capítulo IV, del Título XI de la vigente Ley de Sociedades de Capital en todo lo relativo a la convocatoria, competencia y acuerdos del Sindicato.*

*Artículo 9º.- Remisión a la normativa aplicable: En todo lo no previsto en el presente Reglamento será de aplicación lo previsto en Ley de Sociedades de Capital y demás normativa que fuera aplicable.*

Se designa como Comisario provisional a D. Carlos Oró Sixto, quien ha aceptado el cargo mediante la firma de la presente Nota de Valores y cuyo cargo será sometido a la Asamblea General del Sindicato de Bonistas de la 1ª Emisión de Bonos de Gran de Gracia, bien para su ratificación o para que, libremente, pueda designar otra persona para el desempeño del citado cometido, estableciéndose por dicho organismo los restantes condicionamientos del desempeño del cargo.

#### **4.11 Resoluciones, autorizaciones y aprobaciones en virtud de las cuales se emiten los valores**

Las decisiones y acuerdos por los que se ha realizado la presente emisión son los que se enuncian a continuación:

Acuerdos adoptados por la Junta General Extraordinaria de Accionistas de la Sociedad celebrada en el domicilio de la calle Industria, 90-92, entresuelo 6ª el 16 de marzo de 2011.

Decisiones adoptadas por el Administrador Único de la Sociedad, la entidad DIAGONAL 3000, S.L. debidamente representada por la persona física D. Ramon Canela Pique, con fecha 15 de Abril de 2011, en ejercicio de las facultades conferidas al efecto por la antes referida Junta.

#### **4.12 Fecha de emisión**

La fecha de emisión de los valores será el 1 de junio de 2011.

#### **4.13 Restricciones a la libre transmisibilidad de los valores**

Según la legislación vigente, no existen restricciones particulares, ni de carácter general a la libre transmisibilidad de los valores que se prevé emitir.

Cualquier gasto derivado de posibles transmisiones de los valores irá a cargo de las partes transmitente y adquirente.

#### **4.14 Fiscalidad de los valores**

A continuación se expone el régimen fiscal vigente a la fecha de registro de la presente Nota de Valores sobre la base de una descripción general del régimen establecido por la legislación española en vigor, sin perjuicio de los regímenes tributarios forales en vigor en los Territorios Históricos del País Vasco y en la Comunidad Foral de Navarra, o aquellos otros, excepcionales que pudieran ser aplicables por las características específicas del inversor.

En cualquier caso, se aconseja a los inversores interesados en la adquisición de los bonos que consulten con sus abogados o asesores fiscales en orden a la determinación de aquellas consecuencias fiscales aplicables a su caso concreto. Del mismo modo, los inversores habrán de tener en cuenta los cambios que la legislación vigente en este momento pudiera sufrir en el futuro, así como la interpretación que de su contenido puedan llevar a cabo las autoridades fiscales españolas, la cual podrá diferir de la que seguidamente se expone.

## **A. Residentes en territorio español**

### **a. Personas físicas**

En el supuesto de que los inversores sean personas físicas residentes a efectos fiscales en España, la tributación por los rendimientos producidos vendrá determinada por la Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (LIRPF).

Tanto los cupones como la diferencia entre el valor de suscripción o adquisición del activo y su valor de transmisión, reembolso, amortización, canje o conversión, tendrá la consideración de rendimiento del capital mobiliario y se integrará en la base imponible del ahorro del ejercicio en el que se produzca la transmisión, reembolso, amortización, canje o conversión, tributando al tipo impositivo vigente en dicho momento, actualmente un 19% para los primeros 6.000 euros y del 21% a partir de ese importe.

De conformidad con lo dispuesto en el artículo 93 del Real Decreto 439/2007, de 30 de marzo, por el que se aprueba el Reglamento del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, la base para el cálculo de la retención estará constituida por la diferencia positiva entre el valor de amortización, reembolso o transmisión y el valor de adquisición o suscripción, sin reducir el importe de los gastos accesorios que, no obstante, sí serán computados para la cuantificación del rendimiento, siempre y cuando dichos gastos sean justificados adecuadamente.

### **b. Personas jurídicas**

En caso de que los inversores sean personas jurídicas u otras entidades contribuyentes del Impuesto sobre Sociedades residentes a efectos fiscales en España, la tributación por los rendimientos producidos vendrá determinada por el Real Decreto Legislativo 4/2004, de 5 de marzo, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades, y su Reglamento, aprobado por el Real Decreto 1777/2004, de 30 de julio.

En base a las normas citadas, las rentas obtenidas por los contribuyentes del Impuesto sobre Sociedades, procedentes de los activos financieros objeto de la presente emisión, se integrarán en su base imponible en el periodo impositivo en el que se devenguen.

Los rendimientos derivados de la amortización, reembolso o transmisión de los activos, estarán sometidos a una retención del 19%. La base para el cálculo de la retención estará constituida por la diferencia positiva entre el valor de amortización, reembolso o transmisión y el valor de adquisición o suscripción (sin reducir el importe de los gastos accesorios).

## **5. CLÁUSULAS Y CONDICIONES DE LA OFERTA**

### **5.1 Descripción de la Oferta Pública**

#### 5.1.1 Condiciones a las que está sujeta la Oferta

La Emisión no está sujeta a ninguna condición.

#### 5.1.2 Importe de la Oferta

El importe nominal máximo de la Oferta, amparada por la presente Nota de Valores, será de DOS MILLONES QUINIENTOS MIL euros (Eur 2.500.000), representado por 2.500 valores de 1.000 euros de nominal unitario cada uno de ellos.

Finalizado el periodo de suscripción, y en caso de que al término del mismo no hubieran sido suscritos la totalidad de los valores objeto de la presente emisión, el importe nominal de ésta se reducirá al de los valores efectivamente suscritos.

### 5.1.3 Plazo de la Oferta Pública y descripción del proceso de solicitud

El periodo de suscripción se iniciará a las 08:15 del día hábil siguiente a la fecha de inscripción de la presente Nota de Valores y del Documento de Registro en los registros oficiales de CNMV, y finalizará el día 31 de mayo de 2011 a las 15 horas, ambos días inclusive (en adelante "Periodo de Solicitudes de Suscripción")

Si con anterioridad a la finalización del Periodo de Solicitudes de Suscripción se hubiese cubierto íntegramente la Emisión, el Emisor podrá dar por finalizado el Periodo de Solicitudes de Suscripción, comunicando dicha circunstancia a la CNMV, levantando la oportuna acta de suscripción completa anticipada. En ese caso, la fecha de desembolso seguirá siendo la misma, el 1 de junio de 2011.

La formulación, recepción y tramitación de las órdenes de suscripción se ajustará al siguiente procedimiento:

La suscripción de Bonos Simples se realizará en cualquiera de las oficinas de GVC Gaesco, dentro del horario de apertura al público. Será necesario disponer de una cuenta de efectivo asociada a la cuenta de valores en la entidad GVC Gaesco en el momento de la suscripción. En el caso de que el suscriptor no tuviera cuenta de efectivo asociada a la cuenta de valores abierta, procederá a su apertura.

Las órdenes de suscripción son irrevocables y deberán ser otorgadas por escrito y firmadas por el suscriptor en el impreso que GVC Gaesco deberá facilitarle y del que se entregará copia al suscriptor. No se aceptará ninguna orden que no posea todos los datos identificativos del suscriptor que vengan exigidos por la legislación vigente para este tipo de operaciones (nombre y apellidos o denominación social, NIF o número de la tarjeta de residencia tratándose de extranjeros con residencia en España). En las órdenes formuladas en nombre de menores de edad deberá recogerse el NIF de su representante legal y el NIF del menor.

La oficina ante la que se formule la orden de suscripción deberá informar a los peticionarios que, de conformidad con la normativa vigente, están a su disposición la presente Nota de Valores y el Documento de Registro del Emisor. Se deberá entregar al peticionario, con anterioridad a la suscripción, el resumen explicativo inscrito en la CNMV. Dicho resumen, que recoge la información relevante de la Emisión, una vez analizado por el suscriptor, deberá ser firmado por éste, con anterioridad a la contratación, y entregado a GVC Gaesco, así como la orden de suscripción realizada.

La oficina de GVC Gaesco ante la cual se formule la orden, también entregará al peticionario copia de la Orden de Suscripción realizada. Se archivará en las oficinas de GVC Gaesco, copia de la orden de suscripción y del resumen explicativo firmados por el cliente.

Las órdenes de suscripción deberán reflejar el número entero de Bonos Simples que desea suscribir el suscriptor, que deberá ser como mínimo de tres (3) Bonos Simples. Dicho número se confirmará mediante la firma de la orden por el suscriptor.

La oficina de GVC Gaesco ante la cual se formule la orden de suscripción rechazará aquellas órdenes que no cumplan cualesquiera de los requisitos exigidos. La oficina aplicará de forma rigurosa la normativa MIFID.

Las órdenes de suscripción se atenderán de forma cronológica, conforme al siguiente procedimiento:

- 1) La oficina de GVC Gaesco ante la cual se formule la orden de suscripción introducirá en su sistema las órdenes de suscripción a medida que sean recibidas por la misma.
- 2) Considerando que las órdenes de suscripción se atenderán de forma cronológica, GVC Gaesco atenderá dichas órdenes de suscripción reservando el número de Bonos Simples correspondiente a las mismas.
- 3) Las distintas oficinas de GVC Gaesco estarán conectadas en tiempo real a efectos de cumplir con el procesamiento cronológico de las órdenes de suscripción en la manera indicada.

El inversor, después de firmar la orden de suscripción en cualquiera de las oficinas de GVC Gaesco, podrá ingresar el importe suscrito en su cuenta de efectivo asociada a la cuenta de valores abierta en GVC Gaesco a través de cualquier oficina de La Caixa, Banco de Sabadell, S.A., BBVA, Banco Santander o Caja Madrid, y en todo caso, deberá tener disponible este importe en su cuenta el 1 de junio de 2011.

Una vez firmada la orden de suscripción, GVC Gaesco entregará una copia al inversor y dicha copia servirá únicamente como documento acreditativo de la suscripción efectuada y no será negociable, extendiéndose su validez hasta el momento en que el suscriptor reciba la confirmación de la suscripción definitiva.

Aquellas órdenes de suscripción en las que no se haya realizado el desembolso, se entenderán como no realizadas.

#### 5.1.4 Método de prorrateo

No aplicable.

#### 5.1.5 Detalles de la cantidad mínima y/o máxima de solicitud

El importe nominal mínimo a suscribir es de 3.000 euros (3 valores). El límite máximo de solicitud es el importe total de la Oferta.

#### 5.1.6 Método y plazos para el pago de los valores y para la entrega de los mismos

El desembolso se efectuará mediante ingreso en efectivo o cheque bancario o por transferencia en la cuenta de efectivo asociada a la cuenta de valores que el cliente tenga abierta en GVC Gaesco. Para ello será necesario disponer en el momento de la suscripción de una cuenta de efectivo asociada a la cuenta de valores en GVC Gaesco.

El desembolso de los bonos se realizará mediante el correspondiente adeudo en la cuenta de efectivo asociada a la cuenta de valores que el inversor tenga abierta en GVC Gaesco el día 1 de junio de 2011 antes de las 15 horas, recibiendo comprobante del adeudo.

#### 5.1.7 Publicación de los resultados de la Oferta

Una vez procedido al cierre del periodo de suscripción y desembolso del importe de los valores suscritos, se comunicará este hecho a la Comisión Nacional del Mercado de Valores mediante certificado acreditativo.

#### 5.1.8 Procedimiento para el ejercicio de cualquier derecho preferente de compra

No Aplicable.

### **5.2 Plan de Colocación y Adjudicación**

#### 5.2.1 Categorías de inversores a los que se Ofertan los valores

La presente emisión va dirigida al público en general, sean personas físicas o jurídicas, de nacionalidad española, o con residencia legal en España.

#### 5.2.2 Notificación a los solicitantes de la cantidad asignada

El proceso de notificación tendrá lugar según lo especificado en los epígrafes 5.1.3 y 5.1.6 anteriores.

Una vez cerrado el periodo de suscripción, GVC Gaesco facilitará al suscriptor la información esencial sobre la ejecución de la orden y la adquisición de los bonos.

Una vez inscritos los Bonos Simples representados mediante anotaciones en cuenta en el registro contable de GVC Gaesco, los titulares de los mismos tendrán derecho a obtener de la misma los certificados de legitimación correspondientes a dichos bonos, de conformidad con lo dispuesto en el Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles. GVC Gaesco expedirá dichos certificados de legitimación antes de que concluya el día hábil siguiente a aquel en que se hayan solicitado por los suscriptores.

### **5.3 Precios**

#### 5.3.1 Precio al que se Ofertarán los valores o el método para determinarlo. Gastos para el suscriptor.

El precio de los valores será del 100%, sin prima de emisión, es decir, 1.000 euros por bono.

La presente emisión está libre de comisiones y gastos para los suscriptores, quienes sólo tendrán que suscribir el importe efectivo de cada Bono. La Entidad Emisora no repercutirá gasto alguno a los suscriptores en relación a los Bonos.

Asimismo, GRAN DE GRACIA, S.A., como Entidad Emisora, no cargará gasto alguno en la amortización de los mismos.

GVC Gaesco no cobrará ninguna comisión por apertura, mantenimiento, abonos ni cancelación de la cuenta de efectivo asociada a la cuenta de valores salvo en el caso de transmisión o venta de los valores antes de su vencimiento, en el que GVC Gaesco aplicará una comisión de 6 euros por operación.

## **5.4 Colocación y Aseguramiento**

### 5.4.1 Entidades coordinadoras y participantes en la colocación

No aplicable.

### 5.4.2. Agente de Pagos

El pago de cupones y de principal de la emisión al amparo de esta Nota de Valores, será atendido y se realizará a través de GVC Gaesco.

Actuará como Entidad Agente de Pagos "GVC Gaesco Valores SV, S.A.", domiciliada en Barcelona, Avenida Diagonal, 427-429, que dispone de la capacidad para llevar a cabo estas funciones.

### 5.4.3 Entidades Aseguradoras y procedimiento

No existen Entidades Aseguradoras en esta emisión.

### 5.4.4 Fecha del acuerdo de aseguramiento

No existe aseguramiento de la Emisión.

## **6. ACUERDOS DE ADMISIÓN A COTIZACIÓN Y NEGOCIACIÓN**

### **6.1 Indicación del mercado en el que se negociarán los valores**

No aplica. Esta emisión no estará admitida a cotización.

### **6.2 Mercados regulados en los que están admitidos a cotización valores de la misma clase**

No aplica

### **6.3 Entidades de liquidez**

No existe ninguna Entidad de Liquidez que proporcione liquidez a los Valores.

## **7. INFORMACIÓN ADICIONAL**

### **7.1 Personas y entidades asesoras en la emisión**

No hay asesores relacionados con la emisión.

### **7.2 Información de la Nota de Valores revisada por los auditores**

No aplicable.

### **7.3 Otras informaciones aportadas por terceros**

El Emisor ha contado con el informe de Solventis Gestión, S.G.C., S.A., domiciliada en Barcelona, Pedro i Pons, 9-11 a los efectos de redactar el Informe de Emisión y Valoración de fecha 14 de Marzo de 2011, que se adjunta como anexo a la presente Nota de Valores. El informe es una copia exacta del informe emitido y coincide con el original.

### **7.4 Vigencia de las informaciones aportadas por terceros**

No aplicable.

### **7.5 Ratings**

La presente emisión de valores no tiene calificación.

El emisor no ha sido calificado por ninguna entidad calificadora de ratings.

Barcelona, 29 de Abril de 2011

GRAN DE GRACIA, S.A.

Fdo.: D. Ramon Canela Piqué  
Representante persona física del Administrador Único (Diagonal 3000, S.L.)

SINDICATO DE BONISTAS

Fdo.: D. Carlos Oró Sixto

## **ANEXO I – INFORME DE EXPERTO**

**INFORME DE EMISIÓN Y VALORACIÓN DE UNA  
EMISIÓN DE BONOS SIMPLES  
GRAN DE GRÀCIA, S.A.**

**Valorador:**  Solventis

**Fecha Informe:** 14 de Marzo de 2011

<b>Índice</b>	<b>Pág.</b>
<b>1.- Introducción</b> .....	<b>3</b>
A. Objeto del Informe. ....	3
B. Capacidad e Independencia de Solventis.....	3
<b>2.- Descripción de la Emisión de Bonos Simples</b> .....	<b>4</b>
<b>3.- Análisis de las Condiciones de la Emisión de Bonos Simples</b> .....	<b>5</b>
<b>4.- Descripción del Mercado de Deuda por Tipología de Emisión</b> .....	<b>7</b>
<b>5.- Análisis del Emisor y de su Solvencia</b> .....	<b>9</b>
A. Descripción del Emisor .....	9
B. Categorización del Emisor.....	16
C. Estimación del Spread Implícito del Emisor.....	19
<b>6.- Situación de los Mercados Secundarios Mayoristas</b> .....	<b>22</b>
A. Mercado Primario de Deuda Senior Corporativa .....	22
B. Mercado Secundario de Deuda Senior Corporativa .....	24
C. Mercado de CDS de Deuda Senior Corporativa.....	30
<b>7.- Conclusiones</b> .....	<b>31</b>
<b>Anexo 1: Métodos de Valoración</b> .....	<b>32</b>
- Modelo de Hull & White .....	33
- Proceso de Calibración del Modelo de Hull & White.....	34
<b>Anexo 2: Datos de Mercado Utilizados</b> .....	<b>36</b>

## 1.- Introducción

El presente informe ha sido elaborado por Solventis, a petición de GRAN DE GRÀCIA, S.A. (en adelante "GRGRSA"), a partir de la información suministrada por la propia empresa, de sus cuentas auditadas del ejercicio 2009 y de los datos provisionales del ejercicio 2010. Los datos de mercado utilizados para este análisis han sido observados a fecha del 11 de Marzo de 2011.

### A. Objeto del Informe.

El objetivo de este documento es verificar si las condiciones de mercado existentes en la actualidad en los mercados mayoristas de renta fija se adecuan a las condiciones de una posible nueva emisión de Bonos Simples a emitir por GRGRSA para su distribución exclusiva con el público en general, a través de sus gimnasios.

En ningún caso, este informe pretende reflejar opinión alguna sobre la conveniencia de invertir en alguno de los instrumentos financieros objeto del presente informe o sobre sus riesgos asociados. El tratamiento que debe darse a este informe es de confidencial, con un objetivo exclusivo de uso interno por parte de GRGRSA, o para su presentación a la CNMV y su mención en la Nota de Valores, sin que pueda utilizarse para ninguna otra intención.

Solventis no se hace responsable de ninguna pérdida financiera, ni de las decisiones que pueda adoptar un tercero sobre la información contenida en el presente informe.

### B. Capacidad e Independencia de Solventis.

Solventis es una empresa con amplia experiencia en la prestación de servicios de Consultoría Financiera y que cuenta con personal con suficiente formación técnica y capacidad profesional para la elaboración del presente informe.

Solventis actúa de forma independiente, no ostentando más vínculos profesionales con GRGRSA que los necesarios para el desarrollo del presente informe. Así, afirmamos que:

- Solventis o sus empleados no ostentan cargos directivos o de administrador en GRGRSA.
- Solventis no mantiene una vinculación financiera o patrimonial con GRGRSA.
- No existen vínculos de consanguinidad o afinidad hasta el segundo grado, con los empresarios, directivos o administradores de GRGRSA.

## 2.- Descripción de la Emisión de Bonos Simples

Las características de la posible emisión de Bonos Simples sobre las que verificar las condiciones de emisión son las siguientes:

- Emisor: GRAN DE GRÀCIA, S.A. ("GRGRSA")
- Rating del Emisor: Sin Calificación
- Garante y naturaleza de la garantía: Respaldada por la garantía patrimonial del Emisor. Por las características propias de las emisiones simples, en cuanto al orden de prelación de créditos, en caso de concurso del Emisor, por detrás de los acreedores con privilegio que a la fecha tenga el Emisor, conforme con la catalogación y orden de prelación de créditos establecidos por la Ley 22/2003, de 9 de Julio, Concursal.
  
- Naturaleza de los Valores: Bonos Simples.
- Divisa de la Emisión: EUR
- Importe Nominal: Hasta 2.500.000 euros
- Nominal Unitario: 1.000,00 Euros
- Precio de Emisión: 100%
- Fecha de Emisión: 1 de Junio de 2011
- Tipo de Interés: Variable desde la fecha de desembolso hasta la de amortización.
  
- Cupón: Tipo Euribor a doce meses más un diferencial del 2,00%.  
  
En cualquier caso, el tipo de interés resultante no podrá ser inferior al 6,30% nominal anual (6,45% TAE). En caso de ser el tipo anual resultante inferior al 6,30% en algún período, la Emisión devengará en dicho período el 6,30% nominal anual (6,45% TAE).  
  
La fijación del tipo de interés será el publicado por el Banco de España para el Euribor a doce meses el último día hábil de cada trimestre natural y se aplicará para el siguiente periodo de devengo.
  
- Base Cálculo Intereses: Act/365

- Fechas de pago de los cupones: Los intereses devengados se liquidarán por trimestres naturales vencidos, el primer día hábil del trimestre natural siguiente. Así, los intereses se pagarán los días 1 de Enero, 1 de Abril, 1 de Julio y 1 de Octubre de cada año o día hábil inmediatamente posterior, hasta la fecha de amortización.
- Fecha de Amortización: 31 de Mayo de 2015
- Sistema de Amortización: A la par al vencimiento.
- Cotización de los valores: La presente emisión no cotizará en ningún mercado oficial.
- Colectivo a los que se dirige la emisión: Todo tipo de inversores.

Esta emisión de bonos simples no tiene garantías reales ni de terceros. El capital y los intereses de las mismas están garantizados por el total del patrimonio de GRGRSA.

Esta emisión se sitúa a efectos de prelación debida, en caso de concurso de la Sociedad, por detrás de los acreedores con privilegio que a la fecha tenga la sociedad, conforme con la catalogación y orden de prelación de créditos establecidos por la Ley 22/2033, de 9 de julio, Consursal.

### **3.- Análisis de las Condiciones de la Emisión de Bonos Simples**

En base a las condiciones descritas en el apartado anterior, la estructura de pagos que se ha utilizado para evaluar las condiciones de emisión de los Bonos Simples a emitir por GRGRSA, es la siguiente:

Fecha Inicio	Fecha Final	Periodicidad Pagos	Base	Fijación Tipo Referencia	Opción de Cancelación	Cupón
01/06/2011	31/05/2015	Trimestral	Act/365	Último día hábil de cada trimestre natural anterior a la fecha de devengo	No	EUR12M+200pb [Floor 6.30%]

A partir de esta estructura de flujos, se puede estimar el spread implícito (medido como *Z-Spread* ó diferencial sobre la curva de tipos de interés) al que estaría emitiendo GRGRSA en función de varios escenarios:

- a. Spread Implícito ajustando los diferenciales sobre el índice Euribor a doce meses y manteniendo el tipo mínimo (ó Floor) en el 6,30%.

**Cuadro 1: Precio Teórico Emisión en función Spread Emisión vs. Spread Implícito**

11/03/2011		Spread Emisión (sobre EUR12M [Floor 6,30%])								
		0 pb	50 pb	100 pb	150 pb	200 pb	250 pb	300 pb	350 pb	400 pb
Spread Crediticio Emisor	175 pb	107,18	107,23	107,32	107,46	107,71	108,09	108,66	109,46	110,54
	225 pb	105,20	105,25	105,33	105,48	105,72	106,10	106,65	107,44	108,51
	275 pb	103,26	103,31	103,39	103,53	103,77	104,14	104,69	105,47	106,53
	325 pb	101,36	101,40	101,48	101,63	101,86	102,23	102,76	103,54	104,58
	350 pb	100,42	100,47	100,55	100,69	100,92	101,28	101,82	102,58	103,62
	<b>375 pb</b>	99,49	99,54	99,62	99,76	99,99	100,35	100,88	101,64	102,67
	400 pb	98,57	98,62	98,70	98,84	99,07	99,42	99,95	100,70	101,73
	425 pb	97,67	97,71	97,79	97,92	98,15	98,51	99,03	99,78	100,80
	475 pb	95,87	95,92	95,99	96,13	96,35	96,70	97,22	97,96	98,96
	525 pb	94,12	94,16	94,24	94,37	94,59	94,93	95,44	96,17	97,16
575 pb	92,40	92,44	92,51	92,64	92,86	93,20	93,70	94,42	95,40	

- b. Spread Implícito modificando el tipo mínimo (ó Floor) y manteniendo el diferencial de 200 puntos básicos sobre el índice Euribor a doce meses.

**Cuadro 2: Precio Teórico Emisión en función Nivel Floor vs. Spread Implícito**

11/03/2011		Floor Emisión (sobre EUR12M+200pb)								
		2,30%	3,30%	4,30%	5,30%	6,30%	7,30%	8,30%	9,30%	10,30%
Spread Crediticio Emisor	25 pb	108,15	108,30	109,04	110,99	113,92	117,43	121,21	125,09	129,00
	125 pb	104,08	104,22	104,94	106,87	109,74	113,17	116,87	120,67	124,50
	225 pb	100,16	100,30	101,01	102,90	105,72	109,08	112,70	116,42	120,16
	275 pb	98,27	98,40	99,11	100,98	103,77	107,10	110,68	114,36	118,06
	325 pb	96,41	96,54	97,24	99,09	101,86	105,16	108,70	112,34	116,00
	<b>375 pb</b>	94,58	94,72	95,41	97,25	99,99	103,25	106,76	110,35	113,98
	425 pb	92,80	92,93	93,61	95,44	98,15	101,38	104,85	108,41	112,00
	475 pb	91,05	91,18	91,85	93,66	96,35	99,55	102,98	106,51	110,05
	525 pb	89,33	89,46	90,13	91,93	94,59	97,75	101,15	104,64	108,15
	625 pb	86,01	86,13	86,79	88,55	91,17	94,27	97,60	101,01	104,44
725 pb	82,81	82,93	83,58	85,31	87,88	90,92	94,18	97,52	100,89	

Este spread implícito podríamos descomponerlo estimando el valor que cada componente de la estructura de la emisión aporta al conjunto:

- EUR12M+200pb hasta el vencimiento = 2,20%
- Floor 6.300% hasta el vencimiento = 1,55%

---

TOTAL 3,75%

En términos de T.I.R., estos niveles equivaldrían a un nivel del 6,43%.

Para obtener estos resultados de valoración se han utilizado métodos de simulación de curvas de tipos de interés basados en los modelos de Hull & White (ver Anexo 1) en base a los datos de mercado observados en la fecha de valoración del 11 de Marzo de 2011 (ver Anexo 2).

## 4.- Descripción del Mercado de Deuda por Tipología de Emisión

Las empresas privadas emiten valores de renta fija de diferentes características.

Según el plazo de vencimiento y la tipología de emisión, suelen clasificarse en:

- Pagarés: son valores emitidos al descuento a un plazo máximo de 18 meses.
- Bonos simples: son valores emitidos normalmente con cupón explícito a plazos comprendidos entre los 2 y 5 años.
- Obligaciones: son emisiones con características análogas a los bonos simples, pero vencimientos a plazos superiores.

Otros valores de renta fija son:

- Los Títulos Hipotecarios, que a su vez, se clasifican en:
  - Cédulas Hipotecarias: tienen como garantía especial la cartera de créditos hipotecarios de una entidad financiera.
  - Bonos Hipotecarios: la garantía afecta sólo a los créditos hipotecarios específicamente relacionados, por escritura, con la emisión de dichos bonos.
  - Participaciones Hipotecarias: permiten participar en créditos hipotecarios concretos, asumiendo su riesgo de impago.
- Bonos convertibles y/o canjeables: otorgan a sus tenedores el derecho a cambiarlos por acciones de la empresa en una fecha determinada. Pagan intereses mediante cupones periódicos hasta una fecha de conversión o de canje. Llegada esta fecha, el tenedor tiene la opción de:
  - Efectuar la conversión o canje, y recibir a cambio un cierto número de acciones por cada bono u obligación.
  - Mantener las obligaciones hasta la siguiente fecha de conversión o hasta su vencimiento.
- Deuda Subordinada Simple (Lower Tier II): la estructura económica de las obligaciones subordinadas es idéntica a las de obligaciones simples, la diferencia reside en su situación jurídica en caso de quiebra o procedimiento concursal del emisor. En aplicación de las reglas de prelación de créditos, las obligaciones subordinadas se sitúan detrás de los acreedores comunes.

Para una entidad financiera, este tipo de emisiones computan como recursos propios al calcular el ratio de solvencia exigido por el Banco de España. De lo anterior cabe deducir que la deuda subordinada debe tener una rentabilidad mayor que la deuda simple emitida por la misma entidad y al mismo plazo.

- Deuda Subordinada Especial (Upper Tier II): la deuda subordinada especial presenta características diferentes de las anteriores. En primer lugar, pueden llegar a ser perpetuas (el emisor no está obligado a rembolsar nunca su principal). En segundo lugar, se prevé el diferimiento del pago de intereses en caso de pérdidas del emisor. Por último, el inversor podría llegar a perder hasta el 100% del importe invertido, así como los intereses devengados y no pagados, si el emisor necesitara absorber pérdidas, una vez agotadas las reservas y los recursos asimilables al capital (como por ejemplo las participaciones preferentes).

En cuanto a la aplicación de las reglas de prelación de créditos, bajo un supuesto de procedimiento concursal o quiebra, las obligaciones subordinadas especiales se situarán detrás de las deudas subordinadas no calificadas como especiales, y delante de las participaciones preferentes.

- Participaciones Preferentes: emisiones subordinadas no acumulativas de carácter perpetuo (normalmente, incorporan un derecho de cancelación anticipada por parte del emisor). En caso de pérdidas del emisor no deberán proceder al pago de los intereses. El inversor podría llegar a perder hasta el 100% del importe invertido si el emisor necesitara absorber pérdidas, una vez agotadas las reservas en caso de liquidación o disolución del emisor.

En cuanto a la aplicación de las reglas de prelación de créditos, bajo un supuesto de procedimiento concursal o quiebra, las participaciones preferentes se situarán a la cola de los acreedores.

## 5.- Análisis del Emisor y de su solvencia

### A. Descripción del Emisor:

GRAN DE GRACIA S.A. es una empresa constituida en el año 1992 que pertenece a un grupo societario cuya sociedad dominante directa y última se denomina Centres d'Activitats Físiques, S.A., constituida también en el año 1992 y cuya actividad principal es la explotación de instalaciones deportivas ubicadas en la ciudad de Barcelona.

A su vez, GRGRSA participa al 100% en la compañía TARRAGONA DIR, S.A., empresa constituida en el año 2001 con idéntica actividad de negocio.

A efectos del presente informe, se ha tenido en cuenta los estados financieros consolidados de GRGRSA con TARRAGONA DIR, S.A., por lo que el análisis de la solvencia de la compañía debe entenderse dentro de dicho contexto. A pesar de que, en base a la legislación vigente, GRGRSA no está obligada a presentar estados financieros consolidados.

En este sentido, las principales magnitudes económicas de GRGRSA y de TARRAGONA DIR, S.A., consolidadas a partir de sus cuentas auditadas del ejercicio 2009 y de sus cuentas provisionales del 2010, son las que se recogen en los cuadros siguientes:

**Cuadro 3: Balances de Situación 2009-2010**

ACTIVO	2010	2009	PASIVO	2010	2009
<b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>5.763.661</b>	<b>5.707.632</b>	<b>PATRIMONIO NETO</b>	<b>3.379.851</b>	<b>2.801.241</b>
Inmovilizado intangible	834	1.252	Fondos propios	3.379.851	2.801.241
Inmovilizado material	4.511.783	4.507.143	Capital	781.300	781.300
Inversiones inmobiliarias	0	0	Prima de emisión	0	0
Inversiones en empresas del grupo y asociadas a l/p	0	68.367	Reservas y resultados de ejercicios anteriores	1.940.112	1.620.423
Inversiones financieras a l/p	14.165	14.165	Resultado del ejercicio	658.439	399.518
Activos por impuestos diferidos	77.560	77.560	<b>PASIVO NO CORRIENTE</b>	<b>1.624.952</b>	<b>870.342</b>
Fondo de comercio de socied. consolidadas	1.159.319	1.039.147	Deudas a l/p	619.642	538.082
<b>ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>949.524</b>	<b>944.321</b>	Deudas con entidades del grupo a l/p	673.050	0
Existencias	46.893	57.009	Pasivo por impuestos diferidos	332.260	332.260
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	290.222	385.322	<b>PASIVO CORRIENTE</b>	<b>1.708.380</b>	<b>2.980.370</b>
Inversiones en empresas del grupo y asociadas a c/p	585.804	427.170	Deudas a c/p	187.906	297.200
Inversiones financieras a c/p	1.161	1.161	Deudas con empresas del grupo a c/p	440.672	1.175.561
Periodificaciones a c/p	1.897	2.245	Créditos comerciales y otras cuentas a pagar	647.959	1.070.014
Efectivo y otros activos líquidos	23.546	71.413	Periodificaciones a c/p	431.844	437.595
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>6.713.184</b>	<b>8.306.006</b>	<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>6.713.184</b>	<b>8.306.006</b>

**Cuadro 4: Cuenta de Pérdidas y Ganancias 2009-2010**

	2010	2009
Importe neto de la cifra de ventas	6.744.043	6.539.662
Aprovisionamientos	- 114.919	-110.636
Otros ingresos de explotación	305.825	109.901
Gastos de personal	- 566.194	- 538.752
Otros gastos de explotación	-5.082.403	-4.763.043
Amortización inmovilizado	-639.487	-595.787
Pérdidas y deterioro por enajenaciones de inmovilizado	-3.259	-5.851
Otros resultados	6	3.898
<b>RESULTADO DE EXPLOTACIÓN (EBIT)</b>	<b>643.613</b>	<b>639.391</b>
Ingresos financieros	3.142	11.248
Gastos financieros	-74.555	-80.597
Diferencias de cambio	-646	-98
Deterioro y resultado por venta de instrumentos financieros	86.884	0
<b>RESULTADO FINANCIERO</b>	<b>14.825</b>	<b>-69.447</b>
<b>RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>658.439</b>	<b>569.945</b>
Impuesto sobre beneficios	0	-170.426
<b>RESULTADO DEL EJERCIO PROCEDENTE DE OPERACIONES CONTINUADAS</b>	<b>658.439</b>	<b>399.518</b>
<b>RESULTADO DEL EJERCICIO</b>	<b>658.439</b>	<b>399.518</b>

**Cuadro 5: Principales Indicadores y Ratios Financieros**

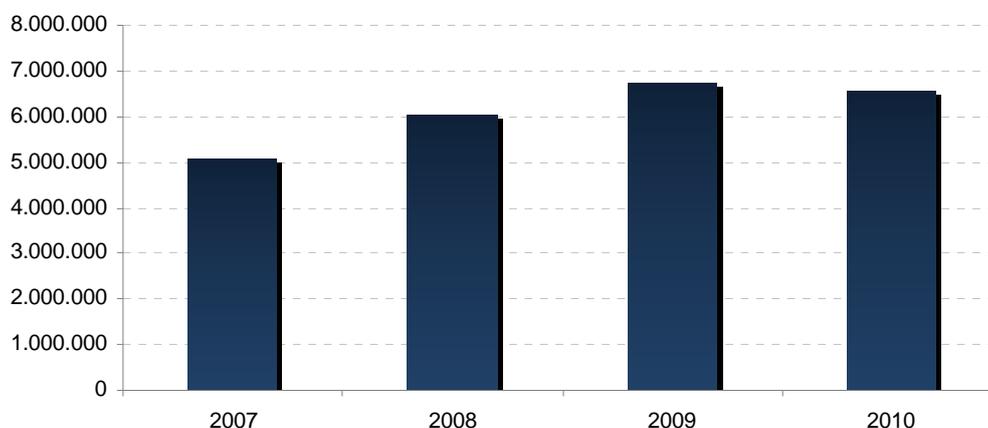
Indicadores de Solvencia	2010	2009
Deuda Financiera	1.921.270	2.010.843
Deuda Financiera Neta	1.896.562	1.938.269
EBITDA	1.330.255	1.273.025
Deuda Financiera sobre Activos	28,62	30,23
Deuda Financiera Neta sobre EBITDA	1,43	1,52
Deuda Financiera Neta sobre Patrimonio Neto	0,56	0,69
Cobertura de Intereses [EBITDA / (Gastos financieros - Ingresos financieros)]	18,46	18,33
Ratio Liquidez [(Tesorería + Invers. Financ. Temporales) / Pasivo Circulante]	1,45	2,44
Beneficios Ordinarios sobre Activos	9,81	6,01
Coste Medio de la Deuda Financiera [Gastos financieros / Deuda Financiera media]	3,79	4,10

\* Definición de cada uno de los ratios:

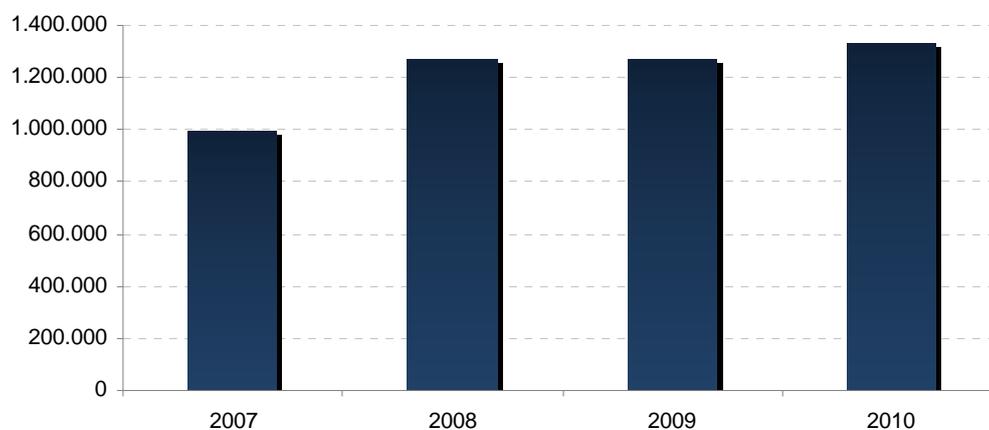
- Deuda Financiera: suma de todas las deudas financieras que tiene una empresa, tanto a corto plazo como a largo.
- Deuda Financiera Neta: resultado de restarle a la deuda financiera, los activos líquidos de la compañía.
- EBITDA (Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization): resultado bruto de explotación antes de deducir los costes financieros, los impuestos y las amortizaciones y/o provisiones.
- Deuda Financiera sobre Activos: resultado de dividir la deuda financiera entre el activo total de la empresa. Nos indica el porcentaje de apalancamiento financiero de la sociedad en relación con el total de su balance. Cuanto mayor sea el resultado del ratio, mayor será el apalancamiento financiero de la empresa.
- Deuda Financiera Neta sobre EBITDA: resultado de dividir la deuda financiera neta de la empresa entre su EBITDA. El resultado obtenido indica cuántas veces la deuda financiera es superior al EBITDA.
- Deuda Financiera neta sobre Patrimonio Neto: resultado de la división de la deuda financiera neta entre el patrimonio neto. El ratio nos indica cuántas veces es superior la deuda financiera neta respecto al patrimonio neto de la compañía. Cuanto menor es el ratio menor es el apalancamiento financiero de la empresa.
- Cobertura de Intereses: indica cuántas veces se pueden cubrir los costes financieros (entendidos como gastos financieros menos ingresos financieros) con el EBITDA de la empresa. Cuanto mayor sea el ratio mayor será la cobertura.
- Ratio Liquidez: indica la capacidad de la empresa para atender sus necesidades a corto plazo y se obtiene mediante la división de la parte más líquida del activo (tesorería e inversiones financieras temporales) entre el pasivo circulante. Cuanto mayor sea el ratio de liquidez mayor capacidad tendrá la empresa para atender sus compromisos a corto plazo.
- Beneficios Ordinarios sobre Activos: este cociente nos mide la rentabilidad de la empresa. Cuanto mayor sea este ratio mayor rentabilidad tendrá la compañía.
- Coste Medio de la Deuda Financiera: indica cuál es el coste de la deuda financiera de la empresa en porcentaje. Cuanto menor sea, menor será el coste financiero de la empresa.

En los gráficos siguientes se recoge la evolución de las principales magnitudes y ratios financieros consolidados de GRGRSA al objeto de complementar la información anteriormente reflejada:

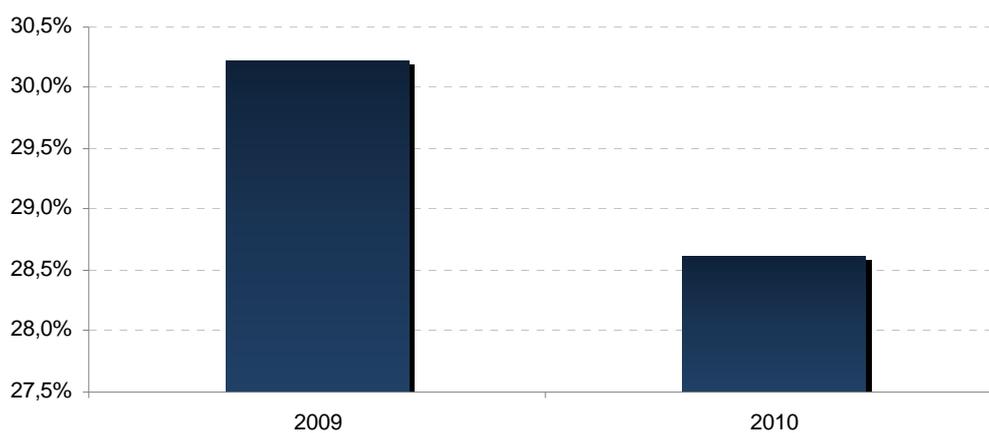
**Gráfico 1: Importe Neto Cifra de Ventas (2007-2010)**



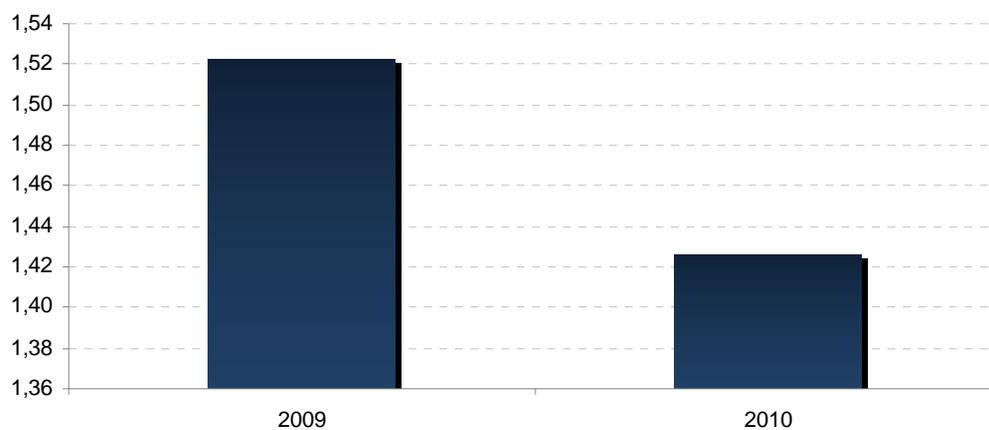
**Gráfico 2: EBITDA (2007-2009)**



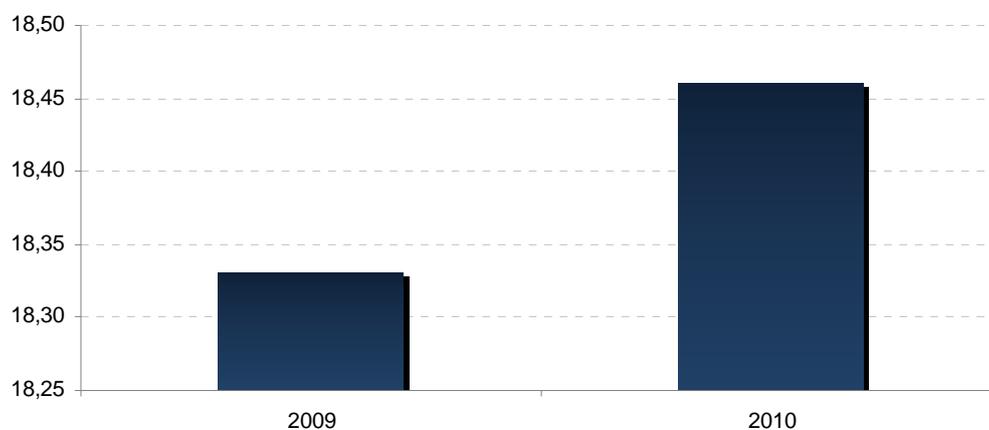
**Gráfico 3: Deuda Financiera sobre Activos (2009-2010)**



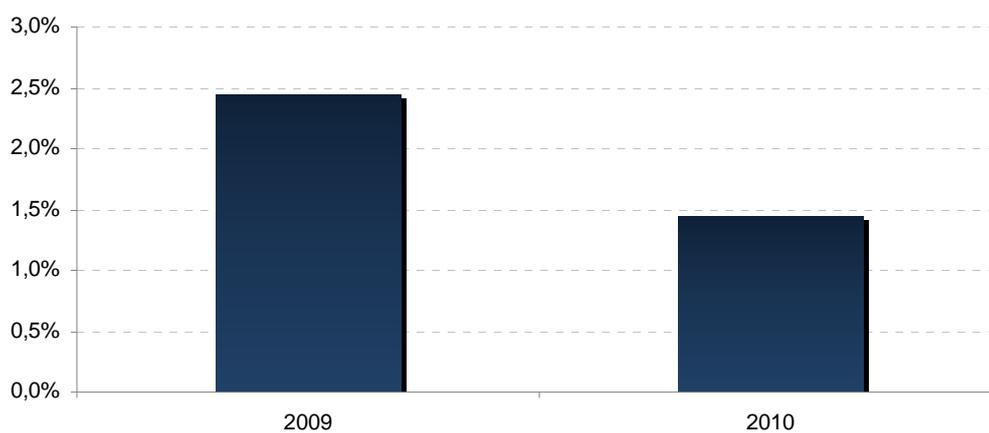
**Gráfico 4: Deuda Financiera Neta sobre EBITDA (2009-2010)**



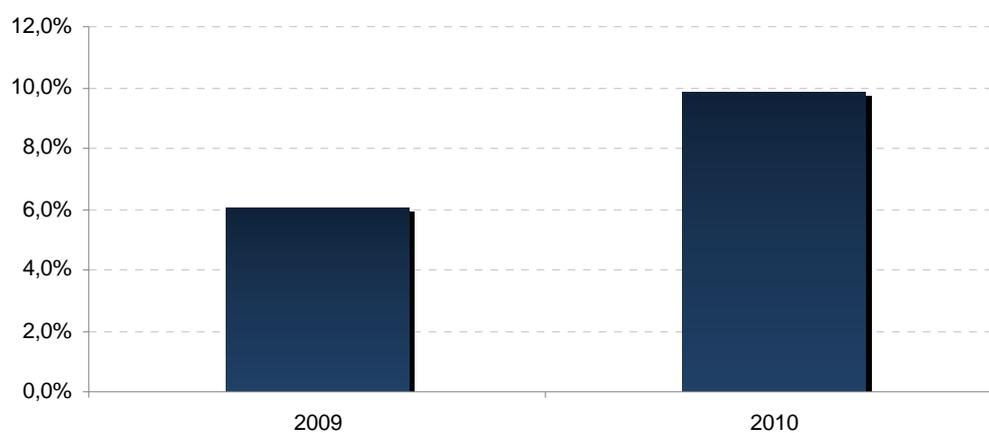
**Gráfico 5: Cobertura de Intereses (2009-2010)**



**Gráfico 6: Ratio de Liquidez (2009-2010)**



**Gráfico 7: Beneficios Ordinarios sobre Activos (2009-2010)**



El grupo consolidado de GRGRSA tiene una deuda financiera por un valor nominal total entorno a los 1,92 millones de euros a cierre del ejercicio 2010.

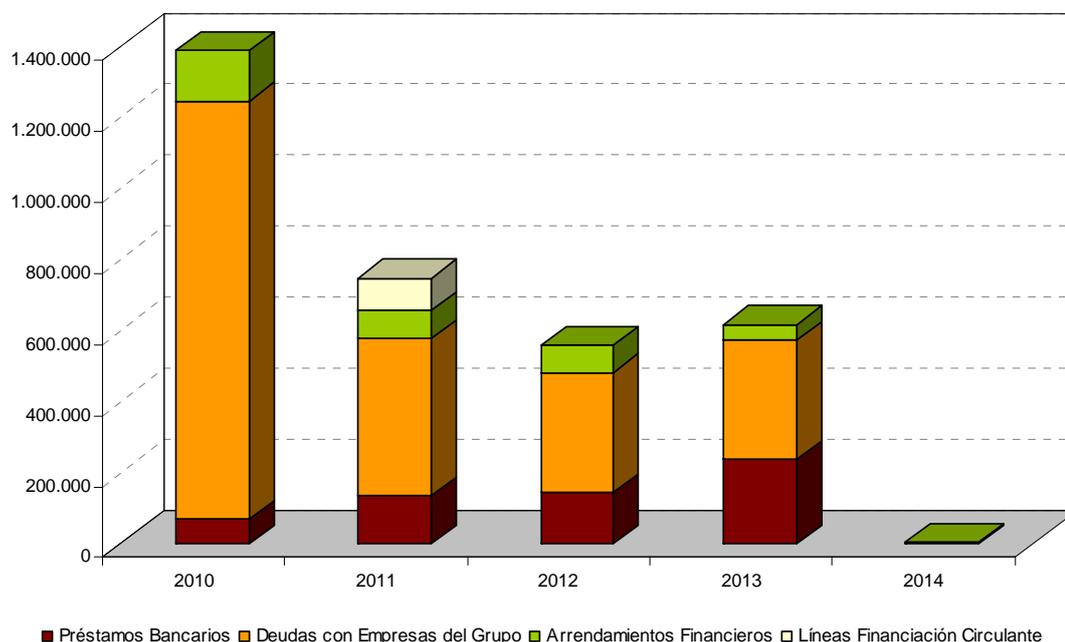
El desglose de las principales partidas de esta deuda es el siguiente:

Descripción	F. Emisión	F. Vto.	Coste	Nominal
Préstamos Bancarios	nd	nd	Variable	514.988
Arrendamientos Financieros	nd	nd	Variable	204.393
Deudas con Empresas Grupo	nd	nd	Variable	1.113.722
Líneas Financiación Circulante	nd	nd	Variable	88.167
				<b>1.921.270</b>

\* Las líneas de financiación del circulante se gestionan dentro de las empresas del grupo a través de la sociedad dominante Centres d'Activitats Físiques, S.A., compensando las necesidades de tesorería de cada una de ellas.

En el gráfico siguiente se recogen los importes de amortización de la deuda financiera ya atendidos por GRGRSA en el año 2010, así como los importes pendientes de amortización para los próximos años:

**Gráfico 8: Pagos de la Deuda de GRGRSA (2010-2011 / estimado 2012-2014)**



Adicionalmente a esta información, cabe mencionar que GRGRSA tiene concedida una garantía solidaria, junto con el resto de empresas del grupo, sobre un crédito bancario sindicado formalizado por la sociedad dominante Centres d'Activitats Físiques, S.A., que a cierre del año 2010 tenía un importe pendiente de devolución cercano a los 4 millones de euros.

Las características de este préstamo sindicado sobre el que se ha concedido una garantía solidaria, son las siguientes:

Descripción	F. Emisión	F. Vto.	Tipo Cupón	Nominal Pendiente
Crédito Sindicado	07-jun-05	07-jun-11	Euribor+175	3.875.000,00
				<b>3.875.000,00</b>

Como puede desprenderse de la información anterior, a cierre del año 2010 las cuentas consolidadas de GRGRSA reflejaban lo siguiente:

- En el año 2010 la cifra de ingresos de explotación de GRGRSA se reduce en un 3,03%.
- La deuda financiera neta se ve disminuida en aproximadamente 42 miles de euros. Los ratios de apalancamiento en consecuencia se ven disminuidos, llevando el nivel de deuda sobre activos al 28,62% y el nivel de deuda financiera neta sobre EBITDA a niveles de 1,43.
- La compañía mantiene en niveles razonables su capacidad para atender los pagos de intereses de la deuda y de sus compromisos de amortización.
- Los resultados y rentabilidad de la compañía mejoran en el año 2010 aumentando resultado del ejercicio antes de impuestos un 15,53%.

En el caso de colocarse el 100% de la emisión objeto del presente informe, estimamos que los principales ratios consolidados de la compañía pasarían a ser los siguientes:

#### Cuadro 6: Principales Indicadores y Ratios Financieros Ajustados

Indicadores de Solvencia	2010*
Deuda Financiera	4.421.270
Deuda Financiera Neta	4.396.562
Deuda Financiera sobre Activos	47,99
Deuda Financiera Neta sobre EBITDA	3,31
Deuda Financiera Neta sobre Patrimonio Neto	1,30
Cobertura de Intereses [EBITDA / (Gastos financieros - Ingresos financieros)]	5,67

\* Únicamente se han ajustado las variables de endeudamiento y gasto financiero, por lo que no se han considerado variaciones en la cifra de ingresos o de la rentabilidad de la compañía.

A efectos meramente indicativos, en el cuadro siguiente recogemos los principales indicadores de solvencia de la sociedad matriz de GRGRSA denominada Centres d'Activitats Físiques, S.A. (CAFSA):

**Cuadro 7: Principales Indicadores y Ratios Financieros de CAFSA**

Indicadores de Solvencia	2010	2009
Deuda Financiera	34.828.081	33.009.995
Deuda Financiera Neta	33.977.892	31.195.777
EBITDA	9.133.842	9.539.993
Deuda Financiera sobre Activos	59,42	60,07
Deuda Financiera Neta sobre EBITDA	3,72	3,27
Deuda Financiera Neta sobre Patrimonio Neto	3,47	3,54
Cobertura de Intereses [EBITDA / (Gastos financieros - Ingresos financieros)]	6,20	6,04
Ratio Liquidez [(Tesorería + Invers. Financ. Temporales) / Pasivo Circulante]	3,80	7,61
Beneficios Ordinarios sobre Activos	1,25	3,05
Coste Medio de la Deuda Financiera [Gastos financieros / Deuda Financiera media]	4,34	4,66

Con respecto al sector de centros deportivos, se trata de un sector que en España está muy fragmentado, dado que las cinco primeras cadenas solamente representan el 5% del mercado total. Si bien es cierto que este sector está mucho menos atomizado en otros países, las principales empresas del sector, tanto nacionales como extranjeras, son de propiedad privada, por lo que no es posible encontrar en el mercado compañías que puedan compararse con GRGRSA.

Esta situación, junto con que GRGRSA, al igual que el resto de las empresas del grupo, no esté calificada por ninguna entidad calificadora de "rating" va a dificultar el análisis perseguido por el presente informe.

## B. Categorización del Emisor:

Con el objetivo de poder analizar las condiciones en las que una compañía como GRGRSA debería efectuar una emisión como la del presente informe, hemos utilizado un modelo de "scoring" basado en los estados financieros de las compañías dirigido a determinar el segmento de mercado al que probablemente pertenece.

Tal y como hemos comentado anteriormente, en nuestro análisis únicamente valoraremos la situación consolidada de la compañía GRGRSA sin considerar la situación financiera de la empresa matriz del grupo (CENTRES D'ACTIVITATS FISIQUES, S.A.).

El modelo permitirá establecer si GRGRSA pertenece a aquellas empresas con calificaciones crediticias de "Investment Grade" (rating igual o superior a BBB-) o de "High Yield" (rating inferior a BBB-).

De forma resumida, las características de este modelo de "scoring" son las siguientes:

- Selección de empresas: se analizan más de 100 compañías europeas, excluyendo a las del sector financiero o inmobiliario. La mayoría de estas compañías son cotizadas, cuentan con una calificación crediticia otorgada por una agencia de rating y se utilizan como referencia en los mercados mayoristas (dentro de índices iTraxx o de Merrill Lynch).
- Validación de los estados financieros: todas las compañías seleccionadas deberán de contar con información completa de los últimos cinco años para cada una de las variables del modelo.
- Variables del modelo:
  - Rating: nivel de calificación crediticia otorgado por una agencia de calificación.
  - Ratio de Apalancamiento (Deuda Financiera sobre Activos): se espera que compañías con un ratio más elevado pertenecen al segmento de "High Yield".
  - Ratio de Liquidez: aquellas compañías con mejor ratio deberán pertenecer al segmento de "Investment Grade".
  - Ratio de Rentabilidad (Beneficios Ordinarios sobre Activos): lo esperado es que aquellas compañías con mayor rentabilidad pertenezcan al segmento de "Investment Grade".
  - Cobertura de Intereses: se espera que las compañías con mayor cobertura pertenezcan al segmento de "Investment Grade".
- Análisis de las variables individuales: se analiza de forma individual cada una de las variables con el nivel de rating correspondiente, con el objetivo de verificar que aportan significancia al modelo.
- Estimación del modelo y calibración: se trata de utilizar una combinación de las variables para determinar las ponderaciones óptimas de cada una de ellas en un modelo logístico y su posterior calibración. En este modelo las variables que mayor ponderación aportan son el ratio de apalancamiento y el ratio de rentabilidad, seguidas por el ratio de cobertura de intereses y el ratio de liquidez.

De esta forma, a partir de las variables observadas en el balance y cuenta de resultados de GRGRSA para el cierre del año 2010, podemos obtener dos niveles de calificación diferentes:

- Utilizando los ratios actuales de GRGRSA: la calificación sería de “Investment Grade” (0,18).
- Utilizando los ratios ajustados al nuevo endeudamiento de GRGRSA: otorgaría una calificación de “High Yield” (0,55).

**Gráfico 9: Resultados Modelo “Scoring” año 2010**



A modo de referencia, se recogen en la tabla siguiente los niveles de “rating” y principales ratios de empresas españolas emisoras de renta fija privada con calificación crediticia (excluyendo entidades financieras):

**Cuadro 8: Emisores Españoles (excluyendo entidades financieras) [mar-2011]**

Emisor	Rating			Ratios Financieros				Spreads Implícitos
	S&P	Moody's	Fitch	Deuda Financieras/ Activos	Ratio Liquidez	Ratio Rentabilidad	Cobertura de Intereses	
Enagas	AA-	A2	AA-	64,56	109,98	7,73	6,79	140,74
Red Eléctrica	AA-		A+	67,21	0,89	8,47	-	142,66
MAPFRE	A+		A-	4,88	-	-	-	-
Abengoa	B+	Ba3	BB	32,61	60,97	3,64	1,53	604,75
Iberdrola	A-	A3	A-	33,96	45,31	4,41	3,08	171,86
Endesa	A-		A-	25,19	93,53	7,98	5,30	141,00
Telefónica	A-	Baa1	A-	47,08	17,30	9,40	4,50	167,94
Abertis	BBB+		A-	59,83	15,98	5,96	2,48	384,07
Gas Natural	BBB	Baa2	A-	44,78	44,81	6,33	2,89	243,73
ArcelorMittal	BBB-	Baa3	BBB	19,87	-	4,66	-0,99	-
Repsol YPF	BBB	Baa1	BBB+	33,09	45,22	11,18	4,08	153,09
Altadis	BBB		BBB-	29,90	11,50	8,83	4,24	113,46
Minicentrales Dos				90,68	97,02	3,18	0,65	-
OHL	BB-	Ba2	BB-	48,79	44,50	5,68	1,70	533,75
Campofrío	BB-	B1		25,93	30,23	4,01	2,05	495,00
Cemex España	B		B	22,76	0,73	0,20	-	510,00
INAER Aviation	B+	B2		60,31	47,63	7,98	7,86	-
CIRSA	B+	B2		59,18	26,20	8,42	-	497,00
CAFSa		Sin Calificación		59,42	3,80	1,25	6,20	532,82
<b>GRGRSA</b>		<b>Sin Calificación</b>		<b>28,62</b>	<b>1,45</b>	<b>9,81</b>	<b>18,46</b>	<b>240,16</b>
<b>GRGRSA Ajustado</b>		<b>Sin Calificación</b>		<b>47,99</b>	<b>1,45</b>	<b>9,81</b>	<b>5,67</b>	<b>380,02</b>

El resultado de este modelo, por sí sólo, no nos proporciona la información necesaria como para establecer si las condiciones de esta nueva emisión de Bonos Simples de GRGRSA se ajustan a la situación actual de mercado, por lo que será necesario complementarlo con otro modelo que, partiendo de la segmentación de mercado obtenida, nos permita determinar el spread implícito con el que debería de efectuarse la emisión.

## C. Estimación del Spread Implícito del Emisor:

Con independencia de la situación de mercado existente en este momento, es posible utilizar un modelo que nos permita estimar los spreads implícitos de un determinado emisor a partir de la situación reflejada en su balance y cuenta de explotación.

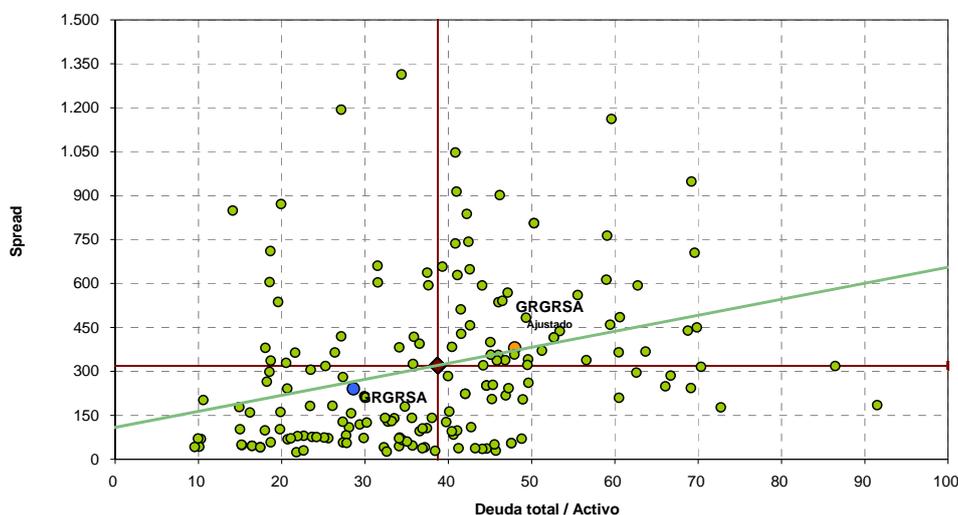
Estos niveles estimados nos servirán como nivel de referencia para compararlos después con los observados en el mercado actual y de esa forma determinar o no la conveniencia de las condiciones reflejadas en la emisión objeto del presente informe.

Las características principales de este modelo de estimación de spreads implícitos son las siguientes:

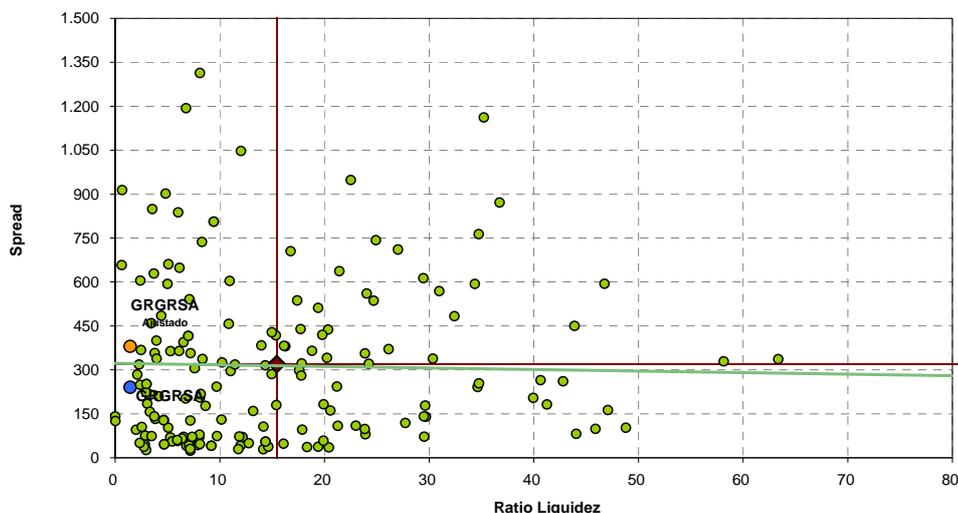
- Selección de empresas: se analizan aquellas compañías europeas, excluyendo a las del sector financiero o inmobiliario, que se encuentren dentro del segmento crediticio de “High Yield”. La mayoría de estas compañías son cotizadas, cuentan con una calificación crediticia otorgada por una agencia de rating, se utilizan como referencia en los mercados mayoristas (dentro de índices iTraxx o de Merrill Lynch) y disponen de referencias de mercado líquidas sobre las que es posible obtener spreads crediticios.
- Validación de los estados financieros: todas las compañías seleccionadas deberán de contar con información completa de los últimos cinco años para cada una de las variables del modelo.
- Variables del modelo:
  - Volatilidad del mercado: factor que se utiliza dentro del modelo para predecir los riesgos sistémicos del mercado.
  - Rating: nivel de calificación crediticia otorgado por una agencia de calificación.
  - Spread Implícito: nivel de spread vinculado a cada una de las empresas de referencia en un momento temporal determinado con una fecha de vencimiento a 5 años.
  - Ratio de Apalancamiento (Deuda Financiera sobre Activos): se espera que compañías con un ratio más elevado tengan un spread crediticio mayor.

- Ratio de Liquidez: aquellas compañías con mejor ratio deberán tener un spread crediticio menor.
  - Ratio de Rentabilidad (Beneficios Ordinarios sobre Activos): lo esperado es que aquellas compañías con mayor rentabilidad tengan un spread crediticio menor.
  - Cobertura de Intereses: se espera que las compañías con mayor cobertura de intereses coticen con un spread crediticio menor.
  - Riesgo País: factor que se utiliza dentro del modelo para ajustar la exposición del emisor a una determinada zona geográfica.
- Análisis de las variables individuales: se analiza de forma individual cada una de las variables con el nivel de spread implícito correspondiente, con el objetivo de verificar que aportan significancia al modelo.

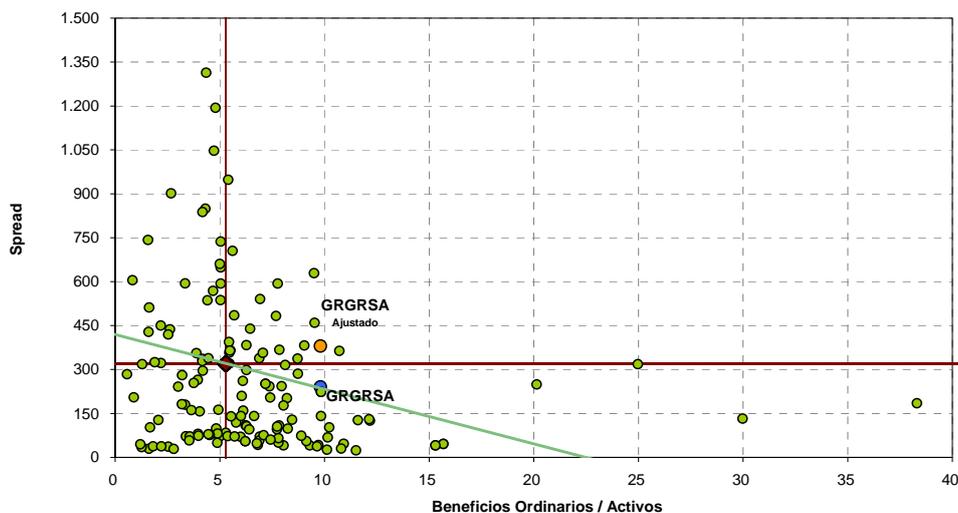
**Gráfico 10: Spread Crediticio vs. Ratio Apalancamiento**



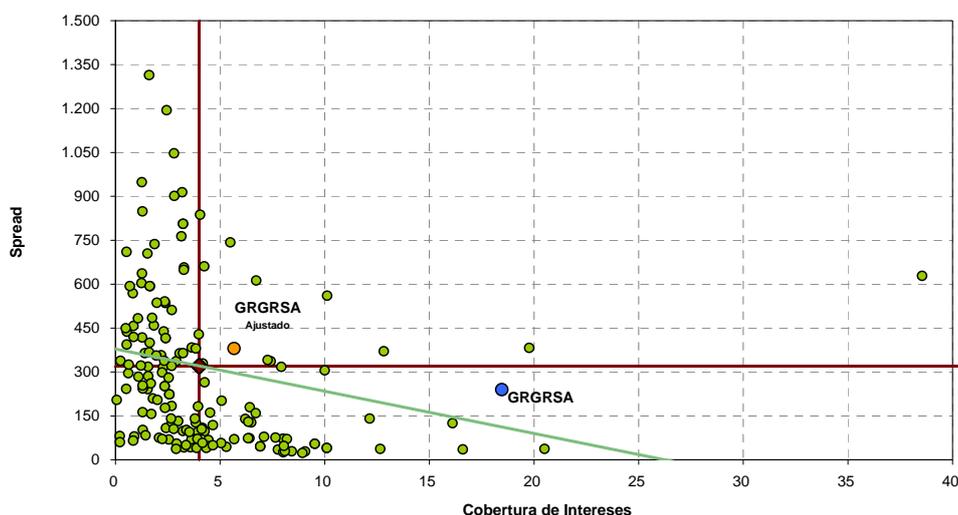
**Gráfico 11: Spread Crediticio vs. Ratio Liquidez**



**Gráfico 12: Spread Crediticio vs. Ratio de Rentabilidad**



**Gráfico 13: Spread Crediticio vs. Cobertura de intereses**



- **Estimación del modelo y calibración:** se trata de utilizar una combinación de las variables para determinar las ponderaciones óptimas de cada una de ellas en un modelo de regresión y su posterior calibración. En este modelo las variables que mayor ponderación aportan son las correspondientes al ratio de apalancamiento y ratio de rentabilidad, seguidas por el ratio de cobertura de intereses, la volatilidad del mercado y el ratio de liquidez.

De esta forma, a partir de las variables consolidadas observadas en el balance y cuenta de resultados de GRGRSA para el cierre del año 2010 y aplicándolas a las ponderaciones obtenidas para este modelo, obtendríamos los siguientes niveles estimados de spread crediticio a cuatro años:

- Utilizando los ratios actuales de GRGRSA: spread crediticio en los 240,16 puntos básicos (T.I.R. del 5,34%), con un rango para un nivel de confianza del 95% entre los 230 y los 250 puntos básicos.
- Utilizando los ratios ajustados por el nuevo endeudamiento de GRGRSA: en los 380,02 puntos básicos (T.I.R. del 6,68%), con un rango para un nivel de confianza del 95% entre los 350 y los 415 puntos básicos.

## 6.- Situación de los Mercados Secundarios Mayoristas

### A. Mercado Primario de Deuda Senior Corporativa:

El objetivo del presente apartado es observar las condiciones que tuvieron cada una de las emisiones nuevas efectuadas por empresas europeas (excluyendo a las financieras) a finales del año 2010 y principios del 2011 y las compararemos con los niveles de emisión planteados por GRGRSA.

En términos de comparables, observaremos aquellas emisiones de deuda senior emitidas en los últimos seis meses por empresas europeas (excluyendo a las financieras). Estas emisiones son las que se recogen en el cuadro siguiente:

**Cuadro 9: Emisiones de Deuda Senior Empresas No Financieras Europeas en Mercado Primario (2010-2011)**

ISIN	Emisor	Rating Emisor*	Fecha Emisión	Tipo Referencia	Nominal Emitido	Fecha Vto.	Spread Implícito
XS0542522692	Atlantia SpA	A-	16/09/2010	3,375	1.000M	18/09/2017	132,93
XS0542534192	Atlantia SpA	A-	16/09/2010	4,375	500M	16/09/2025	156,67
XS0541453147	France Telecom	A-	16/09/2010	3,375	500M	16/09/2022	93,43
XS0540187894	Telefonica	BBB+	16/09/2010	3,661	1.000M	18/09/2017	181,41
XS0541787783	Total SA	AA	16/09/2010	3,125	500M	16/09/2022	48,24
ES0317831032	CAFSA	-	20/09/2010	EUR12M+200pb (Floor 6,30%)	0,75M	30/06/2012	480,00
XS0543354236	Koninklijke KPN	BBB	21/09/2010	3,750	1.000M	21/09/2020	107,54
XS0542369219	Rheinmetall AG	BBB-	22/09/2010	4,000	500M	22/09/2017	126,57
AT0000A0K2K7	Lenzing AG	-	27/09/2010	3,875	120M	27/09/2017	154,71
XS0542428833	Asklepios Klinik.	-	28/09/2010	4,000	150M	28/09/2017	240,48
XS0545428285	TeliaSonera AB	A-	01/10/2010	3,875	500M	01/10/2025	127,84
FR0010948232	Alstom SA	BBB+	05/10/2010	2,875	500M	05/10/2015	116,50
FR0010948240	Alstom SA	BBB+	05/10/2010	3,625	500M	05/10/2018	130,15
XS0547937408	BP PLC	A	07/10/2010	3,100	1.000M	07/10/2014	99,29
XS0547796077	BP PLC	A	07/10/2010	3,830	1.000M	06/10/2017	96,51
XS0545097742	Red Electrica	A+	07/10/2010	3,500	500M	07/10/2016	135,21
XS0546725358	Cie St-Gobain	BBB	08/10/2010	4,000	750M	08/10/2018	115,17
FR0010948257	Air Liquide SA	A	12/10/2010	2,908	457M	12/10/2018	61,74
XS0548805299	Carlsberg A/S	BBB	13/10/2010	3,375	1.000M	13/10/2017	114,79
XS0548801207	Iberdrola SA	A-	13/10/2010	3,500	750M	13/10/2016	167,51
FR0010952739	GDF Suez	A	18/10/2010	2,750	1.000M	18/10/2017	61,23
FR0010952770	GDF Suez	A	18/10/2010	3,500	1.000M	18/10/2022	79,40
XS0550634355	Thales SA	BBB+	19/10/2010	2,750	600M	19/10/2016	117,60
XS0550861685	Volkswagen AG	A-	19/10/2010	1,780	25M	19/10/2012	76,68
XS0551935769	Elia System	BBB+	22/10/2010	3,875	500M	22/10/2020	97,25
XS0544487837	Shanks Group	-	22/10/2010	5,000	100M	22/10/2015	322,62
AT0000A0KSM6	Novomatic AG	-	27/10/2010	5,000	150M	27/10/2017	270,57
BE6209769239	Tessende. Ch.	-	27/10/2010	5,250	150M	27/10/2015	272,05
XS0553728709	Deutsche Tele.	BBB+	28/10/2010	4,500	300M	28/10/2030	152,76
FR0010957274	Peugeot SA	BB+	28/10/2010	4,000	850M	28/10/2013	166,63

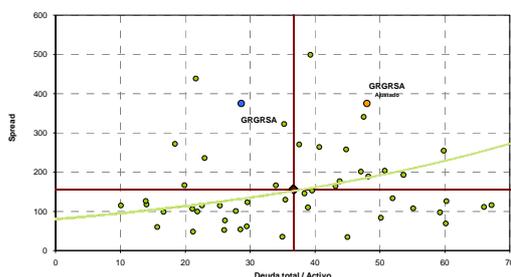
FR0010957282	Peugeot SA	BB+	28/10/2010	5,000	650M	28/10/2016	208,65
FR0010957662	Bouygues SA	BBB+	29/10/2010	3,641	1.000M	29/10/2019	99,53
AT0000A0KQ52	DATA X Andel.	-	03/11/2010	4,250	75M	03/11/2017	169,18
FI4000019120	Ahlstrom OYJ	-	10/11/2010	4,500	100M	10/11/2015	235,76
DE000AB100A6	Air Berlin PLC	-	10/11/2010	8,500	200M	10/11/2015	499,21
XS0557897203	Edison SpA	BBB-	10/11/2010	3,875	600M	10/11/2017	170,74
XS0557635777	Delfin Sarl	-	10/11/2010	4,000	500M	10/11/2015	156,78
FR0010961540	EDF SA	A+	12/11/2010	4,000	750M	12/11/2025	98,74
FR0010961581	EDF SA	A+	12/11/2010	4,500	750M	12/11/2040	134,72
XS0559641146	ArcelorMittal	BBB-	18/11/2010	4,625	1.000M	17/11/2017	166,68
ES0317831032	DIRSA	-	19/11/2010	EUR12M+200pb (Floor 6,30%)	2,50M	31/12/2014	445,00
XS0559825467	Volkswagen AG	A-	19/11/2010	1,536	300M	19/11/2012	27,95
XS0559766356	Volkswagen AG	A-	19/11/2010	2,221	100M	19/11/2013	86,73
FR0010967216	Danone	A-	23/11/2010	3,600	500M	23/11/2020	53,99
XS0562188580	Swedish Match	BBB	24/11/2010	3,875	350M	24/11/2017	111,09
XS0563739696	ENI SpA	A+	29/11/2010	3,500	1.000M	29/01/2018	106,62
XS0563306314	France Telecom	A-	29/11/2010	3,875	750M	14/01/2021	79,93
XS0562783034	Lafarge SA	BBB-	29/11/2010	5,375	1.000M	29/11/2018	264,06
XS0561875450	Motability Oper.	A	29/11/2010	3,750	500M	29/11/2017	99,93
XS0562884733	Schlumberger	A+	01/12/2010	2,750	1.000M	01/12/2015	59,99
XS0564563921	Alcatel-Lucent	B	02/12/2010	8,500	500M	15/01/2016	438,52
XS0564487568	Lottomatica	BBB-	02/12/2010	5,375	500M	02/02/2018	257,76
XS0569188096	BMW	A-	17/12/2010	1,544	50M	17/12/2012	33,58
XS0564643525	Nationwide Buil.	A+	17/12/2010	4,775	40M	17/12/2022	123,14
XS0569525438	Scania AB	-	17/12/2010	1,774	200M	17/12/2012	35,06
XS0569936064	Ureenco Ltd	-	17/12/2010	3,200	75M	17/12/2015	83,63
BE6213295577	Bekaert SA	-	23/12/2010	4,500	100M	23/12/2018	100,99
BE6212766131	Eandis	-	30/12/2010	4,250	170M	30/12/2020	82,64
FR0010989111	Eiffage SA	BBB-	12/01/2011	5,000	1.000M	12/01/2017	193,09
XS0583059448	Telecom Italia	BBB	25/01/2011	5,125	1.000M	25/01/2016	203,80
XS0583801997	BMW	A-	28/01/2011	3,250	1.000M	28/01/2016	78,74
FR0011001098	EDF SA	A+	03/02/2011	4,125	500M	03/02/2021	71,97
AT0000A0MS58	Voestalpine AG	-	03/02/2011	4,750	500M	05/02/2018	145,82
BE6215434620	Belgacom SA	A+	07/02/2011	3,875	500M	07/02/2018	86,50
XS0585904443	Telefonica SA	BBB+	07/02/2011	4,750	1.200M	07/02/2017	186,70
XS0587805457	Portugal Telec.	BBB	08/02/2011	5,625	600M	08/02/2016	340,86
XS0587411595	Gas Natural	BBB	09/02/2011	5,625	600M	09/02/2017	257,74
XS0586466798	Iberdrola SA	A-	10/02/2011	3,875	750M	10/02/2014	165,53
XS0591586788	Red Electrica	A+	18/02/2011	4,750	600M	16/02/2018	154,46
XS0592627003	TeliaSonera AB	A-	18/02/2011	4,250	750M	18/02/2020	100,11
XS0592860729	Volvo AB	BBB-	18/02/2011	1,739	100M	18/02/2013	55,04
XS0595243568	Volvo AB	BBB-	28/02/2011	1,638	100M	28/08/2012	43,57
XS0595177758	BMW	A-	01/03/2011	3,250	250M	28/01/2016	79,52
XS0597675932	Coca Cola	A-	02/03/2011	4,250	300M	16/11/2016	129,64
XS0602534637	Abertis	BBB+	10/03/2011	5,750	750M	09/03/2018	254,73
XS0603195370	Enel SpA	A-	10/03/2011	5,600	150M	10/03/2031	164,31
XS0600056641	SES SA	BBB	11/03/2011	4,750	650M	11/03/2021	133,48

\* Rating del Emisor en la fecha de emisión  
Fuente: Elaboración Propia

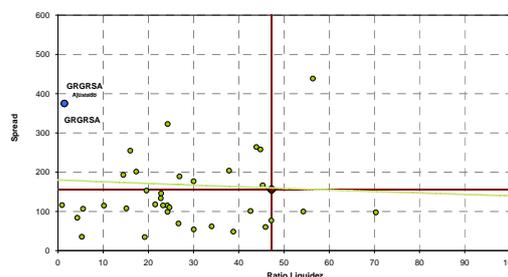
Como no es posible efectuar comparaciones utilizando las calificaciones de rating, analizaremos los niveles de spread crediticio implícito en estas nuevas emisiones con respecto a las variables utilizadas en el modelo de estimación de spreads crediticios.

Así, en los gráficos siguientes se recogen estos análisis que nos permiten evaluar el grado de ajuste de las condiciones de la nueva emisión de Bonos Simples de GRGRSA en base a sus ratios financieros (ver Cuadro 5 y 6).

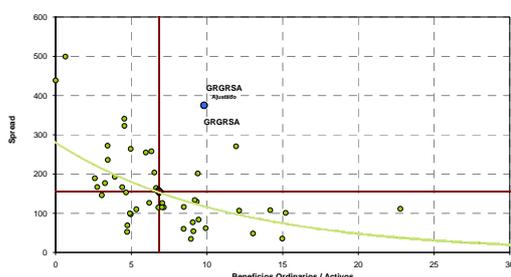
**Gráfico 14: Spread Emisión Mercado Primario Empresas No Financieras Europeas vs Ratio de Apalancamiento**



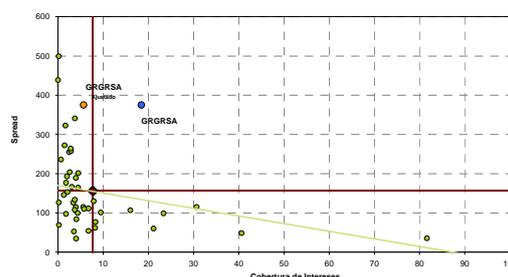
**Gráfico 16: Spread Emisión Mercado Primario Empresas No Financieras Europeas vs Ratio de Liquidez**



**Gráfico 15: Spread Emisión Mercado Primario Empresas No Financieras Europeas vs Ratio de Rentabilidad**



**Gráfico 17: Spread Emisión Mercado Primario Empresas No Financieras Europeas vs Cobertura de Deuda**



Fuente: Elaboración Propia

Como se puede observar, en todos los casos la posición de la nueva emisión de GRGRSA se sitúa por encima de los rangos medios y por encima de la recta de regresión, por lo que nos indicaría, en nuestra opinión, que las condiciones de la emisión de Bonos Simples a emitir por parte de GRGRSA se ajustarían a unos niveles de emisión razonables.

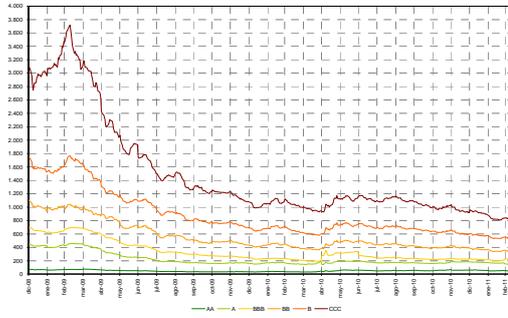
## B. Mercado Secundario de Deuda Senior Corporativa:

Al igual que en el análisis efectuado en el apartado anterior sobre las emisiones efectuadas en el mercado primario, el objetivo del presente apartado es determinar también si las condiciones establecidas en la nueva emisión de Bonos Simples de GRGRSA se ajustan a las condiciones observadas en los mercados secundarios de deuda corporativa europea (excluyendo las financieras).

En términos generales, podemos observar a través de algunos índices de renta fija (iTraxx ó Merrill Lynch) cuál ha sido la evolución del mercado en los últimos años y en qué situación nos encontramos actualmente para evaluar de la mejor forma posible la idoneidad de la emisión objeto del presente informe.

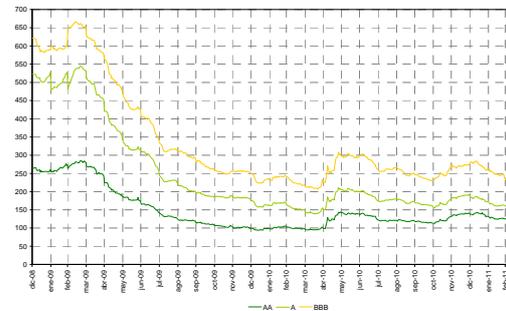
Para ello, en los gráficos siguientes se muestra la evolución de los spreads crediticios para diferentes niveles de rating y en función de la zona geográfica:

**Gráfico 18: Spreads por Rating para Emisores Globales Senior**



Fuente: Merrill Lynch

**Gráfico 19: Spreads por Rating para Emisores Europeos Senior**

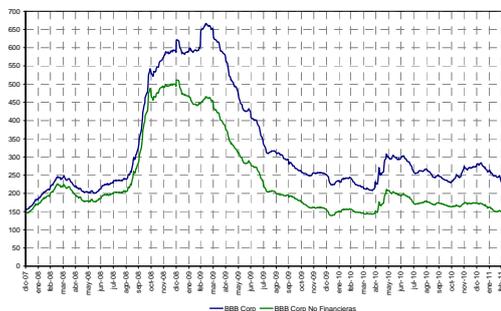


Al objeto de ajustarnos a las características de la emisión que se está analizando y a las circunstancias observadas recientemente en el mercado, será necesario excluir de nuestro análisis a los emisores del sector financiero.

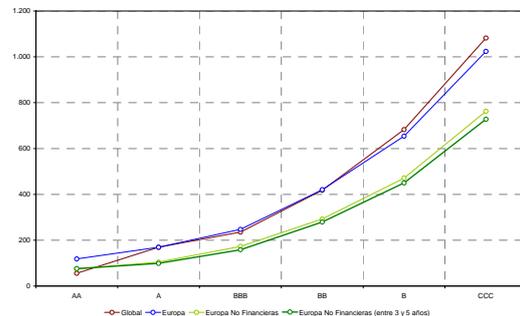
Como se puede observar en el gráfico 20, desde septiembre del año 2008 (quiebra de Lehman Brothers) los emisores financieros han estado cotizando con unas primas de riesgo superiores a la del resto de emisores corporativos.

De esta forma, podemos construir unas curvas genéricas de spreads para diferentes niveles de rating y por zona geográfica que nos aproximen a los rangos de mercado existentes (ver Gráfico 21 y Cuadro 10).

**Gráfico 20: Spreads para Emisiones Europeas Senior con rating BBB (comparativo sin incorporar empresas financieras)**



**Gráfico 21: Spreads Emisiones Senior a 11/03/2011**



Fuente: Tradeweb, Merrill Lynch y elaboración propia

**Cuadro 10: Spreads Emisiones Senior a 11/03/2010**

	Global	Europa	Europa No Financieras	Europa No Financieras (entre 3 y 5 años)
AA	50,9	125,0	75,0	74,4
A	152,1	161,0	101,7	100,1
BBB	229,2	234,1	151,8	145,7
BB	355,1	401,3	274,7	258,6
B	560,9	629,2	445,5	419,4
CCC	863,1	983,7	719,5	677,3

Adicionalmente, se analizarán también los niveles de spreads observados en mercado en las emisiones (excluyendo a empresas financieras) españolas (ver Cuadro 11) y europeas, en este último caso sólo para aquellas con rating de “High Yield” (ver Cuadro 12):

**Cuadro 11: Emisiones de Deuda Senior en Mercado Secundario Español (11/03/2011)**

ISIN	Emisor	Rating Emisor	Fecha Vencimiento	Nominal	Spread Implícito	TIR
XS0270341950	Telefónica	A-	17/04/2012	500M	81,00	2,16
XS0299486745	OHL	BB-	18/05/2012	422M	240,00	3,81
ES0330960008	Enagas	A+	06/07/2012	500M	133,00	2,78
XS0458747028	Gas Natural	BBB+	02/11/2012	500M	148,00	3,07
XS0163023848	Iberdrola	A-	18/02/2013	750M	161,00	3,30
XS0162878903	Endesa	A-	21/02/2013	700M	141,00	3,10
XS0172751355	Repsol	BBB+	22/07/2013	1.000M	147,00	3,32
XS0176347044	REE	A+	18/09/2013	800M	146,00	3,35
XS0176838372	Altadis	BBB-	02/10/2013	500M	118,00	3,09
XS0289333048	Cemex España	B	05/03/2014	900M	510,00	7,25
XS0469316458	Abengoa	BB-	25/02/2015	300M	600,00	8,27
ES0211845237	Abertis	BBB+	14/10/2016	1.000M	307,00	5,87
XS0461087958	Campofrio	B+	31/10/2016	500M	495,00	7,66
XS0506591519	Cirsa	B	15/05/2018	400M	497,00	7,91

Fuente: Tradeweb

**Cuadro 12: Emisiones de Deuda Senior del Mercado Secundario Europeo emisores por debajo de “Investment Grade” (11/03/2011)**

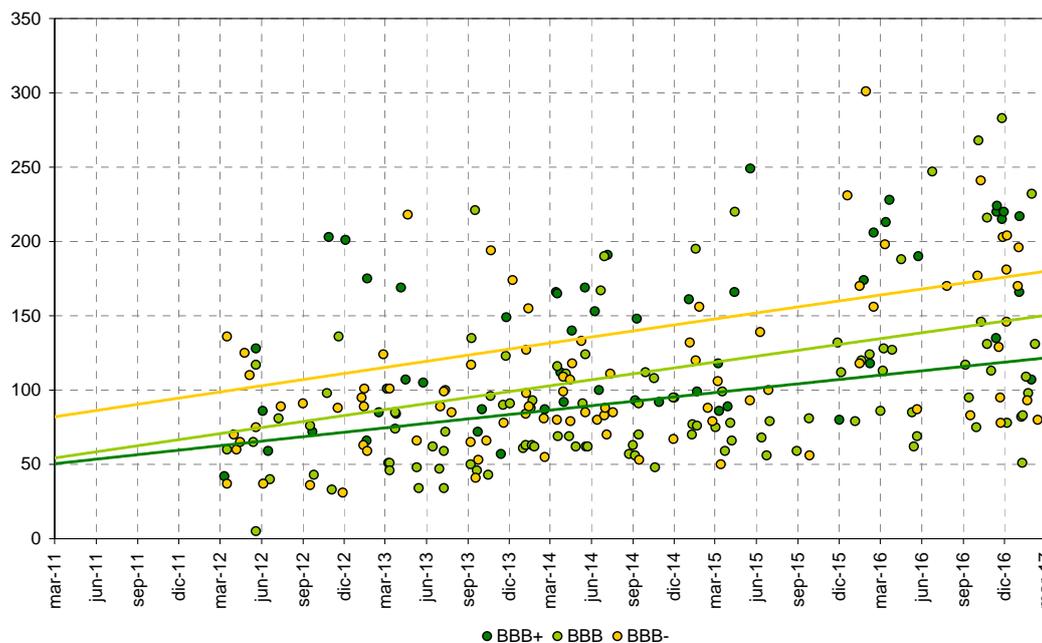
ISIN	Emisor	Rating Emisor	Fecha Vencimiento	Nominal	Spread Implícito	TIR
FR0010459388	Renault	BB+	16/04/2012	500M	115,00	2,51
XS0217731586	Wienerberger	BB	25/04/2012	270M	171,00	3,09
XS0442431564	Fiat	BB+	30/07/2012	1.250M	212,00	3,60
XS0299967413	Ford	BB	15/01/2013	1.300M	243,00	4,10
XS0240918218	Fresenius Fin	BB	31/01/2013	500M	132,00	2,98
XS0249583377	M-Real Serla	B-	01/04/2013	500M	342,00	5,12
XS0249417014	Clariant	BB+	05/04/2013	600M	153,00	3,27
DE000A0JQA39	Dt Lufthansa	BB+	06/05/2013	500M	113,00	2,90
FR0010206334	Valeo	BB+	24/06/2013	600M	136,00	3,18
XS0441356986	Titan Global	BB+	30/07/2013	200M	590,00	7,71
FR0010398271	Pernod-Ricard	BB+	06/12/2013	550M	174,00	3,73
XS0181557454	Evonik Degussa	BB+	10/12/2013	1.250M	141,00	3,39
FR0010070805	Alcatel	B	07/04/2014	462M	300,00	5,11
XS0295632847	Tereos Europe	BB-	15/04/2014	500M	317,00	5,22
XS0194948617	Stora Enso	BB	23/06/2014	750M	174,00	3,89
XS0437125197	ITV	BB-	30/06/2014	188M	272,00	4,87
XS0524563128	Phoenix Finance	B	15/07/2014	506M	415,00	6,26
XS0456708212	Evonik	BB+	14/10/2014	750M	197,00	4,20
XS0203341424	Gruppo Espresso	BB	27/10/2014	274M	256,00	4,83
XS0458230082	Heidelcement	BB-	31/10/2014	1.000M	267,00	4,88
XS0205955312	Hornbach Baumrkt	BB-	15/11/2014	250M	47,00	1,65
XS0206714247	Iss Global	B	08/12/2014	110M	308,00	5,41

XS0210695150	Fage Dairy	B-	15/01/2015	102M	629,00	8,58
FR0010925172	Cegecim	BB+	27/07/2015	300M	349,00	5,88
XS0531180544	Peri Gmbh	BB+	06/08/2015	100M	270,00	5,20
XS0231264275	Mol Magyar	BB+	05/10/2015	750M	290,00	5,45
XS0545329624	Hapag-Lloyd	B-	15/10/2015	480M	468,00	7,18
XS0477568637	FMC	BB	15/07/2016	250M	200,00	4,64
XS0308136695	Nielsen Company	B-	01/08/2016	342M	101,00	2,01
XS0432072295	Virgin Media	BB	15/08/2016	180M	283,00	5,15
XS0471946367	Piaggio & C	BB	01/12/2016	150M	294,00	5,71
XS0471612076	Agrokor	B	07/12/2016	400M	539,00	8,06
FR0010914408	Remy Cointreau	BB-	15/12/2016	205M	244,00	5,18
XS0473749959	Rexel	BB-	15/12/2016	650M	335,00	6,16
XS0285176458	Stena	BB	01/02/2017	300M	442,00	7,18
XS0499542396	Mondi Finance	BB+	03/04/2017	500M	215,00	5,01
FR0010465427	Nexans	BB+	02/05/2017	350M	262,00	5,50
XS0304675159	Ardagh Glass	B-	15/06/2017	310M	482,00	7,68
XS0521014760	SPCM	B	15/06/2017	190M	383,00	6,65
XS0307552355	Norske Skogind	B-	26/06/2017	500M	693,00	9,98
BE0933072291	Barry Calle	BB+	13/07/2017	350M	311,00	6,04
XS0438150160	Wind Acquisition	B+	15/07/2017	1.250M	480,00	7,19
DE000A1A0U37	Conti-Gummi	B	15/09/2017	1.000M	329,00	6,02
XS0506721827	Rhodia	BB-	15/05/2018	500M	329,00	6,31
XS0511127689	Crown European	BB	15/08/2018	500M	322,00	6,23
XS0568044555	Convatec Healthc	B-	15/12/2018	250M	656,00	9,49
XS0468466056	Unitymedia	B-	01/12/2019	665M	403,00	7,12

Fuente: Tradeweb

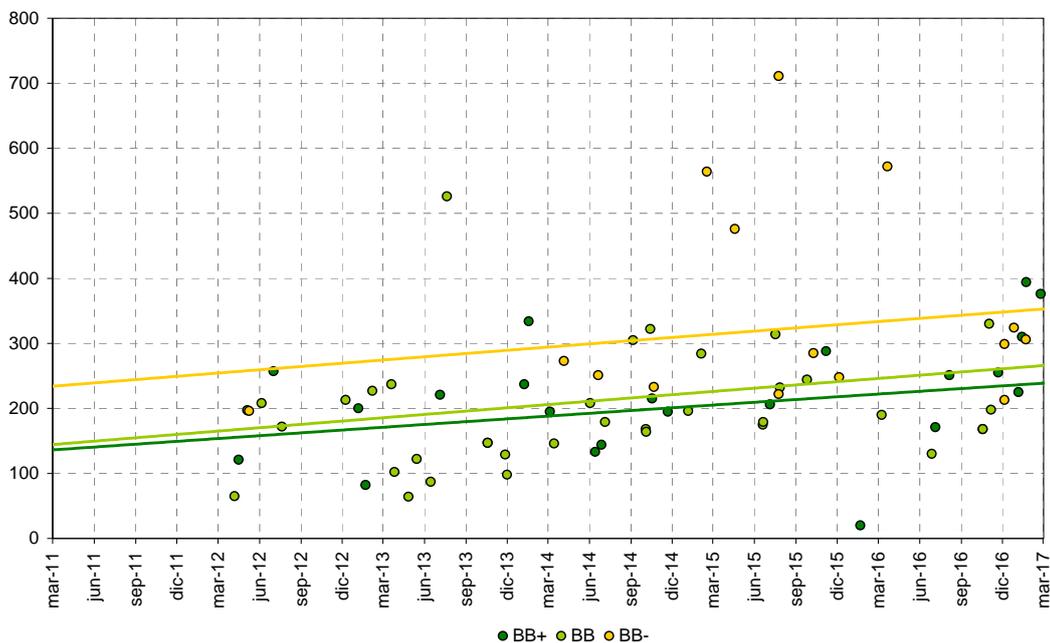
Mediante esta información, podríamos estimar las curvas de spreads implícitos del mercado para este tipo de emisores, tal y como se recoge en los gráficos 22, 23 y 24 siguientes:

**Gráfico 22: Estimación Curvas Spread por rating BBB y plazo para Emisiones Senior de Entidades No Financieras Europeas a 11/03/2011**



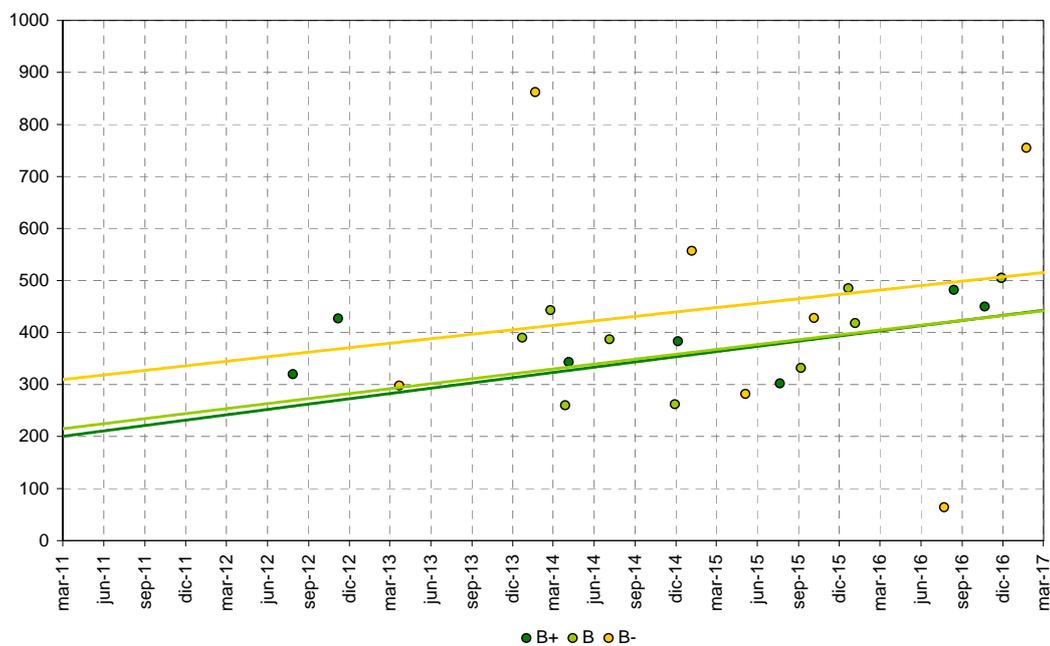
Fuente: Tradeweb, Merrill Lynch

**Gráfico 23: Estimación Curvas Spread por rating BB y plazo para Emisiones Senior de Entidades No Financieras Europeas a 11/03/2011**



Fuente: Tradeweb, Merrill Lynch

**Gráfico 24: Estimación Curvas Spread por rating B y plazo para Emisiones Senior de Entidades No Financieras Europeas a 11/03/2010**

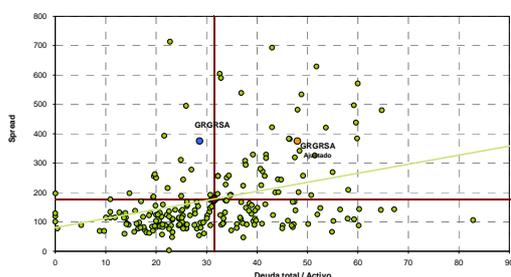


Fuente: Tradeweb, Merrill Lynch

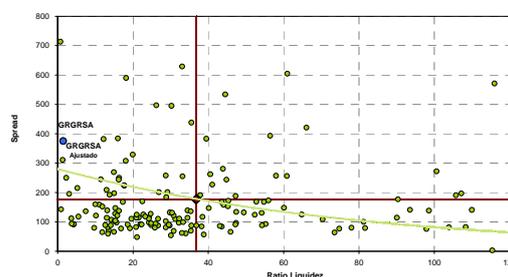
Finalmente, analizaremos los niveles de spread crediticio implícito en los emisores utilizados para construir estas curvas con respecto a las variables establecidas en el modelo de estimación de spreads implícitos.

En los gráficos siguientes se recogen los resultados de estos análisis que nos permiten evaluar el grado de ajuste de las condiciones de la nueva emisión de Bonos Simples de GRGRSA en base a sus ratios financieros (ver Cuadro 5 y 6) con respecto a las condiciones observadas en los mercados.

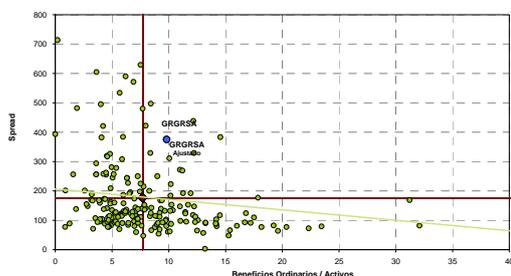
**Gráfico 25: Spread Emisión Mercado Secundario Empresas No Financieras Europeas (rating A-BBB-BB-B) vs Ratio de Apalancamiento**



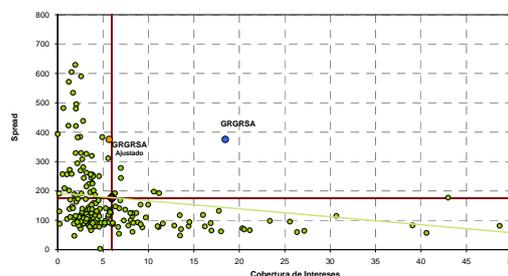
**Gráfico 26: Spread Emisión Mercado Secundario Empresas No Financieras Europeas (rating A-BBB-BB-B) vs Ratio de Liquidez**



**Gráfico 27: Spread Emisión Mercado Secundario Empresas No Financieras Europeas (rating A-BBB-BB-B) vs Ratio de Rentabilidad**



**Gráfico 28: Spread Emisión Mercado Secundario Empresas No Financieras Europeas (rating A-BBB-BB-B) vs Cobertura de Deuda**



Fuente: Elaboración Propia

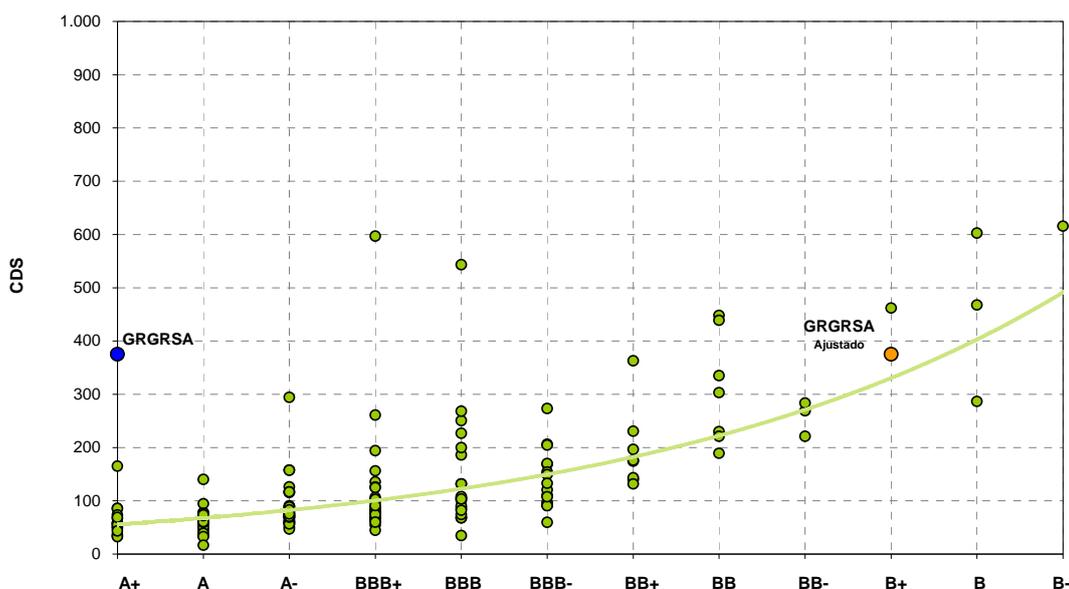
Como se puede observar, en todos los casos la posición de la nueva emisión de GRGRSA se sitúa por encima de las rectas de regresión estimadas para el conjunto de emisiones analizadas.

## C. Mercado de CDS de Deuda Senior Corporativa:

Al objeto de complementar la información del mercado secundario recogida en el apartado anterior, se podría utilizar otro tipo de referencias cotizadas en mercado que nos permitieran determinar las condiciones aproximadas del mercado de Deuda Senior. En este sentido, es posible analizar el mercado europeo de emisiones de Deuda Senior a través de los spreads de los CDS a 5 años cotizados para las mismas empresas sobre las que se ha efectuado el análisis del apartado anterior.

Así, en el gráfico siguiente se pueden observar los niveles de mercado de los CDS y su ajuste con respecto a la posible emisión de Bonos Simples propuesta por GRGRSA:

Gráfico 28: Niveles CDS a 5 años Empresas No Financieras Europeas (rating A-BBB-BB-B) vs Rating



Como se puede observar, los resultados obtenidos con este análisis son coincidentes con los resultados obtenidos para las estimaciones de ratios ajustados (ver Cuadro 6) en los modelos de “scoring” y de estimación de spreads crediticios, así como a lo observado en el mercado primario y secundario.

## 7.- Conclusiones

Para verificar si las condiciones de mercado actuales se adecuan a las condiciones de una posible nueva emisión de Bonos Simples prevista por GRGRSA para su distribución a través de su red de gimnasios, se ha realizado un análisis previo de sus cuentas anuales auditadas, del mercado primario y secundario de emisiones de deuda corporativa de empresas no financieras en España y en los mercados Europeos, así como del mercado de CDS para emisiones de obligaciones seniors de empresas no financieras.

A pesar de que la legislación vigente no obliga a GRGRSA a presentar estados financieros consolidados, en el análisis de su solvencia se ha efectuado una estimación de la situación consolidada junto a su participada (TARRAGONA DIR, S.A.), pero no se ha efectuado un análisis, ni se ha formulado opinión sobre la situación financiera de la empresa matriz del grupo (CENTRES D'ACTIVITATS FISIQUES, S.A.).

En este informe se ha puesto de manifiesto la imposibilidad de encontrar empresas en mercado comparables a GRGRSA como consecuencia de la fragmentación existente en el sector de centros deportivos, tanto en España como en Europa, que junto con el hecho de que la oferta de emisión no cuente con un tramo dirigido al mercado institucional, ni con una asignación de una calificación crediticia, han dificultado los procedimientos de análisis habituales y en consecuencia el establecimiento preciso de cuales deberían ser los niveles de emisión razonables exigidos por el mercado.

A pesar de esta dificultad, se ha implementado una metodología dirigida a categorizar el nivel de solvencia de GRGRSA y a la estimación de su spread crediticio a partir de referencias de empresas no financieras europeas. Los resultados de estos modelos, juntamente con la información observada en los mercados financieros, nos permiten considerar que la emisión propuesta, en base a las condiciones establecidas para la nueva emisión de Bonos Simples, se podría adaptar a las condiciones que podrían establecerse en un mercado mayorista.

Por ello, según la opinión de Solventis, la emisión prevista por GRGRSA se estaría efectuando en unas condiciones razonables con respecto a los niveles observados en un mercado mayorista.

La validez de este análisis y sus conclusiones se encuentran supeditadas a las circunstancias de mercado descritas y a la información de mercado existente a la fecha de elaboración del presente informe (11 de Marzo de 2011), así como a la información recogida de las cuentas auditadas de GRGRSA para el ejercicio 2009 y las previsiones facilitadas por la propia compañía sobre sus cuentas del 2010. Si las circunstancias de mercado cambiaran sustancialmente con respecto a lo aquí recogido o la situación de solvencia de GRGRSA se hubiera transformado a la largo de este año 2010-11, las conclusiones de este informe podrían en consecuencia variar.

Finalmente, consideramos necesario indicar que la falta de profundidad en el mercado de obligaciones simples para determinados emisores, así como el hecho de que la emisión analizada no vaya a cotizar en ningún mercado oficial, dificultaría una posible venta de este tipo de emisiones, por parte de los inversores minoristas tenedores de la referencia de deuda a emitir a quien va dirigida, con posterioridad a la fecha de emisión.

## Anexo 1: Métodos de Valoración

### ▪ Modelos de Valoración de Instrumentos de Renta Fija con flujos condicionales (Modelos Estocásticos de Tipos de Interés):

Los modelos estocásticos de tipos de interés son aquellos que permiten recoger movimientos aleatorios dentro de la evolución de los tipos de interés futuros. Sólo pueden ser implementados sobre aquellas curvas de tipos de interés sobre las que existan mercados de instrumentos financieros derivados sobre los tipos futuros, es decir, instrumentos mediante los cuales se pueda extraer la volatilidad de los diferentes tramos de la curva de tipos de interés.

Existe una formulación genérica para los diferentes modelos estocásticos unidimensionales, la cual se recoge en la fórmula siguiente:

$$dr = (\eta[t] - \gamma r) dt + \sqrt{(a^2 r + b^2)} dW$$

Donde  $r$  es el tipo de interés actual ("spot") en el momento  $t$ ,  $dW$  es el incremento de los procesos de Wiener.  $\eta [t]$  es el movimiento determinista de los tipos de interés sin reversión a la media,  $\gamma$  es la velocidad de reversión a la media,  $a$  es la volatilidad para los procesos de Cox-Ingersoll-Ross (CIR) y  $b$  es la volatilidad de Hull & White.

Los diferentes modelos de tipos de interés estocásticos se pueden resumir de la siguiente forma:

- 1) **Vasicek**, donde  $\eta$  es constante,  $a = 0$  y  $b = \sigma$ .

$$dr = (\eta - \gamma r) dt + \sigma dW \quad (\gamma > 0)$$

- 2) **Hull-White** donde  $a = 0$  y  $b = \sigma$ .

$$dr = (\eta[t] - \gamma r) dt + \sigma dW \quad (\gamma > 0)$$

- 3) **Cox-Ingersoll-Ross**, donde  $\eta$  es constante,  $a = \sigma$  y  $b = 0$ .

$$dr = (\eta - \gamma r) dt + \sigma \sqrt{r} dW \quad (\eta > a/2)$$

- 4) **Ho-Lee** ( $\gamma = 0$ , es decir, no hay reversión a la media,  $a = 0$  y  $b = \sigma$ )

$$dr = \eta[t] dt + \sigma dW$$

Los modelos de Vasicek, Hull & White y Cox-Ingersoll-Ross tienen reversión a la media, lo que significa que escenarios de tipos de interés bajos tendrán tendencia a crecer, de la misma forma que escenarios de tipos de interés altos tendrán tendencia a bajar. La consideración de que los tipos de interés sean altos o bajos queda recogida dentro de los parámetros de los modelos.

Para valorar productos ligados a los tipos de interés, sólo existen soluciones de tipo analítico para algunos productos muy determinados. Sin embargo, los modelos estocásticos pueden ser adaptados para valorar una gran cantidad de instrumentos financieros para los cuales no existen modelos analíticos concretos.

- **Modelo de Hull & White:**

El modelo de tipos de interés de Hull & White consiste en un modelo de árboles trinomiales que permite describir la evolución de los tipos de interés futuros. Es un modelo que sirve para valorar instrumentos cuyos flujos de pagos se encuentran vinculados a la evolución de los tipos de interés durante la vida del instrumento.

El árbol trinomial de Hull & White recoge un doble efecto:

1. El efecto de la volatilidad, que describe las perspectivas de variaciones futuras de los tipos de interés.
2. El efecto de la tendencia o reversión a los tipos cotizados en mercado.

Este doble efecto recogido por el árbol trinomial, tiende a aproximar los tipos de interés implícitos en la franja media del árbol y a dibujar escenarios más o menos desviados, en función de la volatilidad en las ramas exteriores.

El proceso de construcción del árbol se divide en dos partes que después se unen, por un lado se construye un árbol que simplemente refleja el efecto de la volatilidad, con una rama central igual a cero, una zona superior positiva y otra inferior negativa. La volatilidad utilizada se obtiene a partir de un proceso de calibración derivado de la volatilidad implícita cotizada en mercado de los caps, floor y swaptions. También se calculan las probabilidades de desplazamiento de cada una de las ramas del árbol a otras ramas del mismo. Por otro lado, se genera un proceso de cálculo con la curva cupón cero, que permite ajustar la tendencia del proceso. Una vez unidos estos dos procesos se obtiene la base de los escenarios de tipos de interés necesarios para obtener la valoración.

Este árbol trinomial de Hull & White es la base para generar un proceso de Montecarlo en el que, una vez computado con un gran número de escenarios (superior a las 100.000 simulaciones), se obtendrán todas las variables de los tipos de interés y sus posibles desplazamientos que formen parte del cómputo generado por el árbol trinomial (para una explicación más detallada del proceso de cálculo, ver “Options, Futures & Other Derivative” de John C. Hull / 4ª Edición / Capítulo 21.9. “The Hull & White Model”).

- **Proceso de Calibración del Modelo de Hull & White:**

Para calibrar los modelos de Hull & White se toma como punto de partida los niveles de volatilidad de mercado de los Swaptions (opciones sobre Swaps) y de las opciones sobre Caps y Floors, así como la correspondiente curva de tipos de la moneda a calibrar.

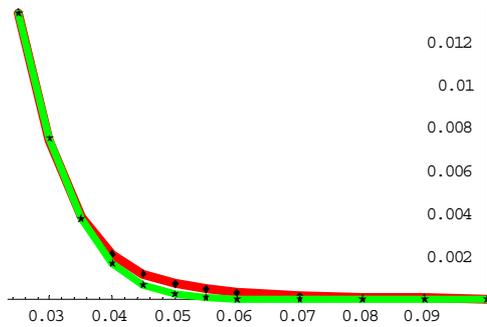
Estos datos permiten valorar, utilizando modelos analíticos (Black 76), las opciones sobre Swaps, Caps y Floors. De esta forma se obtienen unos precios de referencia para estas estructuras.

Llegado a este punto, se plantea el problema de la calibración del modelo de Hull & White. El problema consiste en hacer mínimo el sumatorio de las diferencias de valor absoluto de las valoraciones obtenidas por los modelos analíticos con las valoraciones obtenidas sobre el árbol trinomial. Las valoraciones obtenidas sobre el árbol trinomial serán el promedio de los valores obtenidos en cada una de las simulaciones generadas a partir de la estructura de tipos representada por el propio árbol trinomial.

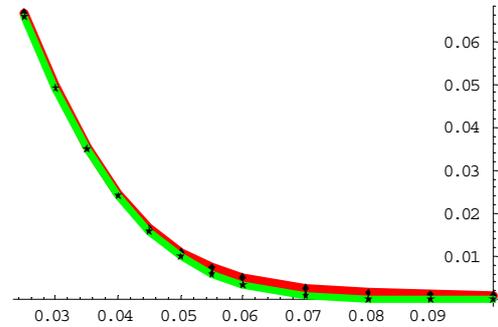
Las incógnitas del problema son variables temporales, es decir funciones que dependen del tiempo, que condicionan el árbol trinomial. Estas incógnitas son la parte determinista de la evolución de los tipos (drifts), la velocidad de reversión a la media y la volatilidad.

La dificultad de este proceso radica en que la minimización de la diferencia de los precios de las estructuras se debe alcanzar en términos globales, de esta manera al ajustar las variables en un determinado punto del tiempo, no sólo se tienen en cuenta las diferencias de precios en ese punto temporal, sino que también se tienen en consideración aquellos con otra duración.

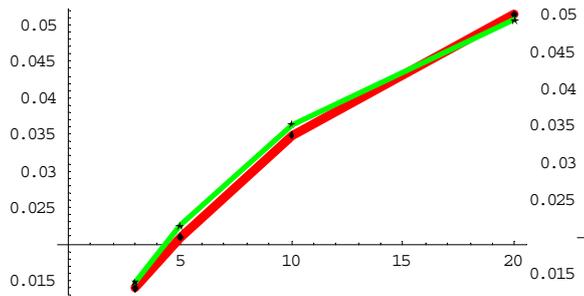
Opciones sobre Caps a 2 años



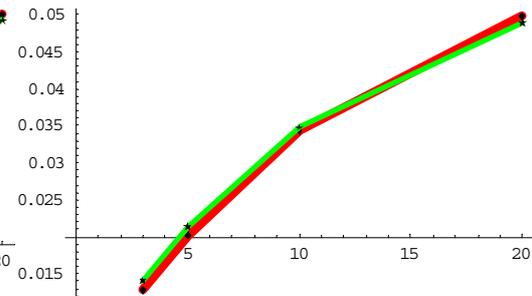
Opciones sobre Caps a 5 años



Opciones sobre Swaps a 5 años



Opciones sobre Swaps a 10 años



Los cuatro gráficos anteriores reflejan el objetivo real del proceso de calibración del modelo, ajustando en términos globales los valores de las opciones de mercado (en color rojo los valores obtenidos con Black 76 y en color verde los valores obtenidos con Hull & White), con los dos modelos.

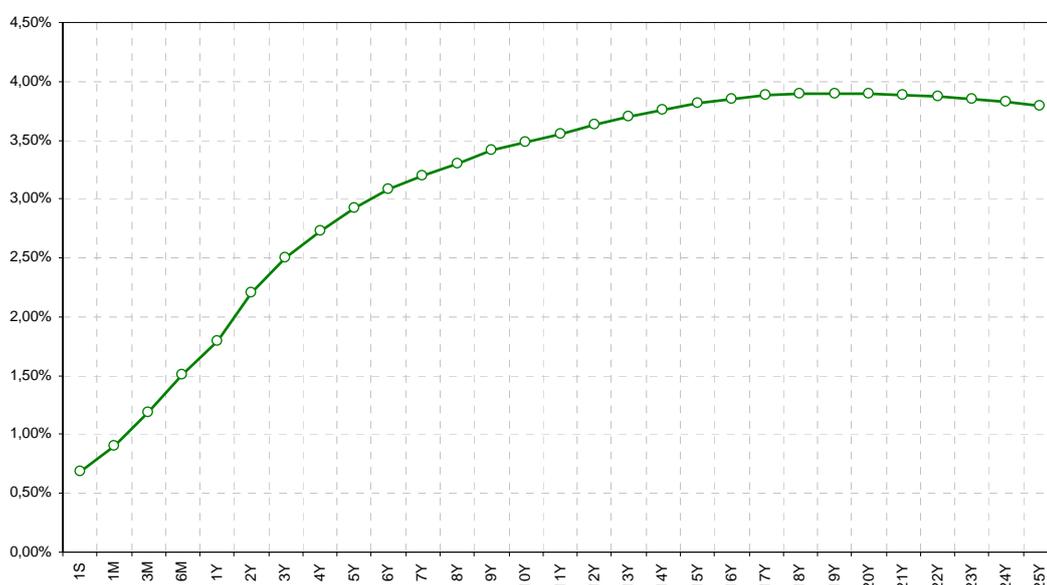
Una vez calibrado el modelo a una fecha de valoración concreta, se dispone de un árbol trinomial sobre el cuál poder construir y simular una estructura concreta de comportamiento de los tipos de interés, de forma que es posible introducir condicionales de pago complejos dentro de los flujos de pago de un instrumento de renta fija.

## Anexo 2: Datos de Mercado Utilizados

Los parámetros de mercado utilizados para calibrar el modelo de Hull & White y para valorar los instrumentos financieros objeto del presente informe a la fecha señalada (11 de Marzo de 2011), han sido los siguientes:

- Curva de Tipos de Interés (Curva ZC EUR):

ON	1M	3M	6M	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	7Y	10Y	15Y	20Y	25Y	30Y
0,583	0,905	1,187	1,504	1,792	2,210	2,499	2,728	2,921	3,199	3,485	3,812	3,896	3,793	3,625



- Volatilidades Caps/Floors EUR:

Plazo \ Strike	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%	6,00%	7,00%	8,00%	9,00%
1Y	35,95	33,71	38,28	41,69	44,18	46,07	47,56	48,75	49,74
2Y	44,32	36,94	38,18	39,74	41,20	42,46	43,51	44,40	45,16
3Y	49,44	36,30	34,40	33,91	34,32	35,03	35,78	36,49	37,13
4Y	51,38	37,12	33,48	32,02	31,85	32,23	32,79	33,37	33,92
5Y	51,87	37,17	32,46	30,31	29,79	30,01	30,51	31,07	31,63
6Y	51,59	36,81	31,44	28,85	28,08	28,23	28,71	29,28	29,85
7Y	50,97	36,30	30,55	27,66	26,72	26,78	27,22	27,78	28,34
8Y	50,20	35,72	29,74	26,66	25,58	25,58	25,99	26,53	27,08
9Y	49,46	35,11	28,97	25,74	24,58	24,56	24,97	25,52	26,08
10Y	48,72	34,49	28,22	24,86	23,62	23,59	24,02	24,58	25,16
12Y	47,13	33,31	26,96	23,40	21,95	21,79	22,15	22,67	23,22
15Y	45,21	31,94	25,64	22,01	20,41	20,10	20,36	20,81	21,30
20Y	43,14	30,37	24,28	20,80	19,26	18,94	19,16	19,56	20,01

- Volatilidades de EUR Swaptions:

Opción\Swap	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	6Y	7Y	8Y	9Y	10Y	15Y	20Y
<b>1M</b>	32,93	35,32	31,75	29,51	27,82	26,34	25,16	24,26	23,49	22,86	21,24	20,87
<b>3M</b>	33,76	33,61	30,64	28,28	26,52	25,23	24,21	23,41	22,72	22,11	20,80	20,71
<b>6M</b>	36,63	33,38	30,41	28,25	26,66	25,45	24,49	23,70	23,02	22,41	21,19	21,09
<b>1Y</b>	36,91	31,85	29,51	27,51	26,03	25,06	24,26	23,60	23,01	22,43	21,21	21,24
<b>2Y</b>	33,29	29,00	27,13	25,66	24,42	23,82	23,31	22,85	22,41	22,00	20,84	20,92
<b>3Y</b>	29,49	26,14	24,87	23,78	22,84	22,56	22,30	21,97	21,65	21,36	20,25	20,36
<b>4Y</b>	26,68	23,93	23,04	22,27	21,57	21,29	21,01	20,75	20,54	20,37	19,52	19,64
<b>5Y</b>	24,44	22,35	21,71	21,14	20,57	20,24	19,92	19,74	19,62	19,55	18,88	19,01
<b>7Y</b>	21,21	19,89	19,46	19,01	18,57	18,38	18,25	18,24	18,30	18,39	18,07	18,32
<b>10Y</b>	18,14	17,15	16,93	16,77	16,67	16,73	16,84	17,00	17,17	17,37	17,31	17,70
<b>15Y</b>	16,59	16,51	16,63	16,69	16,79	17,12	17,45	17,65	17,87	18,09	18,14	18,32
<b>20Y</b>	18,35	18,72	18,81	18,94	19,02	19,41	19,78	20,14	20,47	20,78	20,51	19,42
<b>25Y</b>	20,80	21,86	21,99	22,02	22,00	22,19	22,31	22,36	22,42	22,45	20,89	19,19
<b>30Y</b>	21,85	22,49	22,39	22,18	22,04	21,79	21,53	21,26	21,00	20,79	18,95	17,48

## **Solventis**

Pedro i Pons 9-11, 6ª Planta  
08034 Barcelona  
Tel. + 34 93 200 95 78  
Fax. +34 93 474 14 61

Colón 10, 1ª Planta  
36201 Vigo  
Tel. + 34 986.22.56.59  
Fax. +34 986-22.20.45

[grupo@solventis.es](mailto:grupo@solventis.es)  
[www.solventis.es](http://www.solventis.es)