



RAMON CANELA PIQUE, en nombre y representación de la compañía mercantil "**DIAGONAL DIR, S.A.**", con domicilio en Barcelona, c/Ganduxer nº 25 y C.I.F. A-60-423530, 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 CD 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 DIAGONAL inscrita en los Registros Oficiales de la CNMV con fecha 19 de Noviembre de 2010.

Asimismo se autoriza a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para que difunda la Nota de Valores incluida en el CD 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 19 de Noviembre de 2010.

DIAGONAL DiR, S.A.

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

DIAGONAL DiR, S.A. (“DIAGONAL”)

NOTA DE VALORES

1ª EMISIÓN DE BONOS SIMPLES DE DIAGONAL POR IMPORTE NOMINAL DE 2.500.000 EUROS

La presente Nota de Valores, redactada según el Anexo V del Reglamento 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 19 de Noviembre de 2010 y se complementa con el Documento de Registro inscrito en este Organismo con fecha 19 de Noviembre de 2010, el cual se incorpora por referencia.

I RESUMEN	3
II FACTORES DE RIESGO DE LOS VALORES	12
III NOTA DE VALORES	13
1. PERSONAS RESPONSABLES	13
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	
2. FACTORES DE RIESGO	13
3. INFORMACIÓN FUNDAMENTAL	13
3.1 Interés de las personas físicas y jurídicas participantes en la Oferta	
3.2 Motivo de la Oferta y destino de los ingresos	
4. INFORMACIÓN RELATIVA A LOS VALORES QUE VAN A OFERTARSE	14
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	
5. CLÁUSULAS Y CONDICIONES DE LA OFERTA	20
5.1 Descripción de la Oferta Pública	
5.2 Plan de Colocación y Adjudicación	
5.3 Precios	
5.4 Colocación y Aseguramiento	
6. ACUERDOS DE ADMISIÓN A COTIZACIÓN Y NEGOCIACIÓN	23
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	
7. INFORMACIÓN ADICIONAL	23
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	
ANEXO I – Informe de experto	25

I. RESUMEN

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

El Resumen, la Nota de Valores y los suplementos que en su caso se publiquen, se complementan con el Documento de Registro de Diagonal DiR, 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 19 de noviembre de 2010 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 el Registro Oficial 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 y DiR Tuset) y en la oficina de atención al inversor (en adelante conjuntamente “Centros DiR” o “Clubs de Fitness DiR”), así como en la CNMV.

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.

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, por lo cual podrían tener que esperar a la Fecha de Vencimiento. En caso de vender los Valores antes de la Fecha de Vencimiento, el inversor puede sufrir pérdidas.

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.

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 DIAGONAL DiR, S.A. (en adelante, indistintamente, “DIAGONAL”, el “Emisor”, la “Entidad

Emisora” o la “Sociedad”). Estos riesgos no son los únicos a los que DIAGONAL 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 DIAGONAL.

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 DIAGONAL 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 DIAGONAL se encuentra referenciada a tipos de interés 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. Para mitigar un poco el impacto de las variaciones de los tipos de interés, DIAGONAL ha realizado alguna operación de cobertura (aproximadamente un 5% del total de la deuda) mediante las condiciones establecidas con las entidades financieras.

La deuda financiera neta de DIAGONAL a 31 de diciembre de 2009 se situaba en 9,4 millones de euros frente a los 6 millones de euros a 31 de diciembre de 2008. La deuda financiera neta a 30 de junio de 2010 se sitúa en 10,1 millones.

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, DIAGONAL 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 DIAGONAL tiene previstas, si bien no afectaría al adecuado desarrollo de las actividades ordinarias de DIAGONAL. Hasta la fecha de hoy, la política de liquidez de DIAGONAL 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.

Los diferentes centros de fitness DiR (DiR Club Hispà, DiR Diagonal y DiR Up&Down) (en adelante “Centros DiR Diagonal” o “Clubs de Fitness DiR Diagonal”) disponen 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 0,64% a fecha 31 de diciembre de 2009. Tendrán la consideración de morosos a partir del impago de una cuota mensual. A fecha 30 de junio de 2010 la morosidad media de DIAGONAL es del 0,61%.

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 30 de junio de 2010 el fondo de maniobra es negativo por importe de 3,3 millones de euros frente a los 5,8 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 2009 existen garantías reales para cumplir las obligaciones de pago por importe de 13,3 millones de euros, según se explica a continuación. Por un lado, por importe vigente a cierre del ejercicio de 2,4 millones de euros, la hipoteca sobre la concesión administrativa correspondiente a la actividad de explotación de centro deportivo de la que es titular DIAGONAL, con vigencia hasta el año 2032 y con respecto de sus instalaciones sitas en calle Ganduxer 25 de Barcelona, relativa al préstamo hipotecario suscrito con Caixa d'Estalvis de Catalunya el año 1998, por término de 15 años y capital inicial de 961.619,37 Euros, a fin de financiar la realización de las obras necesarias para la apertura del citado centro deportivo. Por otro lado, el restante importe vigente a cierre del ejercicio de 10,9 millones de euros corresponde al derecho real de prenda sobre los derechos de crédito que DIAGONAL 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 última garantía proviene de la responsabilidad solidaria asumida por DIAGONAL, 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, que a cierre de este ejercicio queda pendiente de amortización 10,9 millones de euros y que vence el próximo junio 2011. En el caso de ejecutarse estas garantías puede existir un riesgo en el cobro del cupón y del principal de la emisión. A fecha 30 de junio de 2010 el importe total de dichas garantías ascendía a 10 millones de euros, 7,6 millones de euros correspondientes al crédito sindicado y 2,4 millones de euros correspondientes a la hipoteca sobre la concesión administrativa.

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 2008 y 31 de diciembre de 2009 no se cumplían el primer y el tercer ratio, no obstante, en fecha 18 de mayo de 2009 y 16 de julio de 2010 se han aceptado, por parte de las entidades financieras acreditantes, la no aplicación de dichos ratios respectivamente.

El importe del crédito sindicado se amortiza en pagos semestrales consecutivos, de conformidad con el siguiente calendario de amortización pendiente a fecha 30 de Septiembre de 2010:

Fecha de Amortización	Importe a Amortizar	Importe Pendiente
7 de diciembre de 2010	3.750.000	3.875.000
7 de junio de 2011	3.875.000	0
TOTAL	7.625.000	-

i) Riesgo evolución nueva apertura DiR Up & Down:

En Noviembre de 2009 se abrió un nuevo club, DiR Up & Down, gestionado por la sociedad Diagonal DiR, S.A.. 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 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 que la evolución de este nuevo club DiR Up & Down no sea la prevista por Grupo DiR y que este club no funcione según las previsiones del grupo, por lo que su contribución a la cuenta de resultados de la Sociedad se vería afectada y se incrementaría su impacto negativo en el resultado de la Sociedad.

2. PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN

Emisor:	DIAGONAL DiR, S.A. ("DIAGONAL"), con domicilio social en Barcelona, calle Ganduxer 25
Denominación:	1ª Emisión de Bonos Simples de DIAGONAL
Naturaleza de los Valores:	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.
Garante y naturaleza de la garantía:	La presente emisión está respaldada por la garantía patrimonial total del Emisor.
Destinatarios de la emisión:	Al público en general, sean personas físicas o jurídicas, de nacionalidad española, o con residencia legal en España
Importe nominal y efectivo de la emisión:	Dos millones quinientos mil euros (2.500.000)
Valor nominal unitario:	1.000 euros
Precio de emisión:	1.000 euros (emisión a la par, sin prima ni descuento)
Fecha de Emisión:	3 de Diciembre de 2010
Fecha de Vencimiento y Amortización:	Los valores serán amortizados, a la par, a su vencimiento que será el 31 de diciembre de 2014. En caso de coincidir con fecha inhábil para Target, el reembolso del capital invertido se trasladará al día hábil inmediatamente posterior.
Representación de los Valores:	Anotaciones en Cuenta que se inscribirán en los correspondientes registros contables gestionados por Servicio de Compensación y Liquidación de la Bolsa de Valores de Barcelona, domiciliada en Barcelona, Paseo de Gracia 19.
Cotización de los Valores:	La presente emisión no cotizará en ningún mercado.
Sistema de colocación:	Las peticiones de suscripción se atenderán, por riguroso orden de recepción, en cualquiera de las oficinas de Banco de Sabadell, S.A. (en

adelante Banco Sabadell).

Entidad Colocadora y Agente de Pagos:	Banco de Sabadell, S.A.
Importe mínimo de las órdenes de suscripción:	El importe nominal mínimo a suscribir es de 3.000 euros (3 valores).
Periodo de Suscripción:	Desde las 08:15 horas del 22 de noviembre de 2010 y se prolongará hasta las 15 horas del día 2 de diciembre de 2010, 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.
Fecha y forma de Desembolso:	La fecha de desembolso, en que se realizará el cargo en cuenta, es el 3 de diciembre de 2010. El desembolso se efectuará mediante ingreso en efectivo o cheque bancario o por transferencia en la cuenta corriente que el inversor tenga abierta en Banco Sabadell. Para ello será necesario disponer en el momento de la suscripción de una cuenta corriente y de valores en Banco Sabadell, en caso de no disponer de las mismas, Banco Sabadell no cobrará ningún tipo de comisión. La Entidad Colocadora no exigirá provisión de fondos.
Interés nominal:	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 6,44%).
Periodicidad de remuneración:	El periodo de devengo de intereses será trimestral, a excepción del primer cupón, e incluirán el primer y el último día de cada trimestre natural. El primer cupón se abonará el 3 de enero de 2011 y comprenderá los intereses devengados por el total de los bonos suscritos y desembolsados desde la fecha de desembolso hasta el 31 de diciembre de 2010, 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 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 diciembre de 2014, fecha de amortización. En caso de coincidir con fecha inhábil para Target, 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.
Comparación con otras emisiones:	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.
Representación de los inversores:	Para la presente emisión de valores se procede a la constitución de un Sindicato de Bonistas.

Régimen Fiscal

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 DIAGONAL auditados del ejercicio 2009 comparados con los del ejercicio 2008:

a) Balance de Situación a 31 de diciembre del ejercicio 2009, comparados con los saldos a 31 de diciembre de 2008 auditados (cifras expresadas en euros):

BALANCE DIAGONAL DiR, S.A.		31/12/09	31/12/08	% VARIACIÓN
A) ACTIVO NO CORRIENTE		17.661.973	13.739.895	28,55%
I.	Inmovilizado intangible.	1.275.535	1.330.900	-4,16%
II.	Inmovilizado material.	12.318.681	5.716.438	115,50%
III.	Inversiones inmobiliarias	2.477.118	2.496.044	-0,76%
IV.	Inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo	1.115.259	4.143.668	-73,09%
V.	Inversiones financieras a largo plazo	140.839	46.035	205,94%
VI.	Activos por impuesto diferido.	334.542	6.809	4812,99%
B) ACTIVO CORRIENTE		1.652.911	648.540	154,87%
I.	Activos no corrientes mantenidos para la venta.	0	0	0,00%
II.	Existencias.	90.908	37.369	143,27%
III.	Deudores comerciales otras cuentas a cobrar.	1.054.677	458.027	130,27%
IV.	Inversiones en empresas del grupo y asociadas a corto plazo.	0	63.659	-100,00%
V.	Inversiones financieras a corto plazo.	19.613	17.080	14,83%
VI.	Periodificaciones a corto plazo.	12.464	1.265	885,66%
VII.	Efectivos y otros activos líquidos equivalentes.	475.249	71.140	568,05%
TOTAL ACTIVO		19.314.884	14.388.435	34,24%
BALANCE CONSOLIDADO AL CIERRE DEL EJERCICIO 31/12/2009		31/12/09	31/12/08	% VARIACIÓN
A) PATRIMONIO NETO		4.470.850	5.699.417	-21,56%
A-1) Fondos Propios		4.470.850	5.699.417	-21,56%
I.	Capital	1.202.000	1.202.000	0,00%
II.	Prima de emisión	0	190.260	-100,00%
III.	Reservas	2.442.125	2.847.785	-14,24%
IV.	Resultado del ejercicio	826.725	1.459.372	-43,35%
B) PASIVO NO CORRIENTE		7.415.410	5.139.260	44,29%
I.	Provisiones a largo plazo.	0	0	0,00%
II.	Deudas a largo plazo.	6.562.195	4.159.807	57,75%
III.	Deudas con empresas del grupo y asociadas a largo plazo.	703.453	869.500	-19,10%
IV.	Pasivos por impuesto diferido.	149.762	109.953	36,21%
C) PASIVO CORRIENTE		7.428.624	3.549.757	109,27%
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.	1.417.964	665.495	113,07%
IV.	Deudas con empresas del grupo y asociadas a corto plazo.	1.320.354	529.315	149,45%
V.	Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar.	3.792.836	1.829.820	107,28%
VI.	Periodificaciones.	897.470	525.127	70,91%
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO		19.314.884	14.388.435	34,24%

b) Cuenta de Pérdidas y Ganancias a 31 de diciembre del ejercicio 2009 comparadas con los saldos a 31 de diciembre de 2008, auditadas (cifras expresadas en euros):

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANCIAS DE DIAGONAL DiR, S.A.		31/12/09	31/12/08	Variación en %
A) OPERACIONES CONTINUADAS				
1.	Importe neto de la cifra de negocios	12.463.802	8.723.439	42,88%
2.	Aprovisionamientos	-355.456	-224.757	58,15%
5.	Otros ingresos de explotación	325.895	180.805	80,25%
6.	Gastos de personal	-1.363.445	-920.130	48,18%
7.	Otros gastos de explotación	-8.198.632	-4.519.257	81,42%
8.	Amortización del inmovilizado	-1.104.845	-733.132	50,70%
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	-10.132	4	-241344,52%
12.	Otros resultados	-10.930	-10.880	0,46%
A.1) RESULTADO DE EXPLOTACIÓN		1.746.259	2.496.092	-30,04%
13.	Ingresos Financieros	12.293	14.719	-16,48%
14.	Gastos financieros	-429.051	-425.958	0,73%
15.	Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros	-97.774	0	0,00%
A.2) RESULTADO FINANCIERO		-514.532	-411.239	25,12%
A.3) RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS		1.231.727	2.084.852	-40,92%
22.	Impuestos sobre beneficios	-405.002	-625.481	-35,25%
A.4) RESULTADO DEL EJERCICIO PROCEDENTE DE OPERACIONES CONTINUADAS (A.3+22)		826.725	1.459.371	-43,35%
A) OPERACIONES INTERRUMPIDAS				
23.	Resultado del ejercicio procedente de operaciones interrumpidas neto de impuestos	0	0	0,00%
A.5) RESULTADO DEL EJERCICIO		826.725	1.459.371	-43,35%

Se presentan a continuación los Estados Financieros intermedios de DIAGONAL no auditados del primer semestre del ejercicio 2010

a) Balance de situación a 30 de junio de 2010 no auditado, comparado con los saldos a 31 de diciembre de 2009 auditados (cifras expresadas en euros):

BALANCE DE DIAGONAL DiR, S.A.		30/06/10	31/12/09	% VARIACIÓN
A) ACTIVO NO CORRIENTE		17.861.650	17.661.973	1,13%
I.	Inmovilizado intangible.	1.247.678	1.275.535	-2,18%
II.	Inmovilizado material.	12.535.599	12.318.681	1,76%
III.	Inversiones inmobiliarias	2.467.733	2.477.118	-0,38%
IV.	Inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo	1.115.259	1.115.259	0,00%
V.	Inversiones financieras a largo plazo	160.839	140.839	14,20%
VI.	Activos por impuesto diferido.	334.542	334.542	0,00%
B) ACTIVO CORRIENTE		1.095.767	1.652.911	-33,71%
I.	Activos no corrientes mantenidos para la venta.	0	0	0,00%
II.	Existencias.	153.767	90.908	69,15%
III.	Deudores comerciales otras cuentas a cobrar.	817.084	1.054.677	-22,53%
IV.	Inversiones en empresas del grupo y asociadas a corto plazo.	82	0	0,00%
V.	Inversiones financieras a corto plazo.	22.464	19.613	14,54%
VI.	Periodificaciones a corto plazo.	81.976	12.464	557,69%
VII.	Efectivos y otros activos líquidos equivalentes.	20.394	475.249	-95,71%
TOTAL ACTIVO		18.957.417	19.314.884	-1,85%
BALANCE DE DIAGONAL DiR, S.A.		30/06/10	31/12/09	% VARIACIÓN
A) PATRIMONIO NETO		4.840.613	4.470.850	8,27%
A-1) Fondos Propios		4.840.613	4.470.850	8,27%
I.	Capital	1.208.815	1.202.000	0,00%
II.	Prima de emisión	106.585	0	0,00%
III.	Reservas	2.868.128	2.442.125	17,44%
IV.	Resultado del ejercicio	657.085	826.725	-20,52%
B) PASIVO NO CORRIENTE		9.699.783	7.415.410	30,81%
I.	Provisiones a largo plazo.	0	0	0,00%
II.	Deudas a largo plazo.	8.197.866	6.562.195	24,93%
III.	Deudas con empresas del grupo y asociadas a largo plazo.	1.352.155	703.453	92,22%
IV.	Pasivos por impuesto diferido.	149.762	149.762	0,00%
C) PASIVO CORRIENTE		4.417.021	7.428.624	-40,54%
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.	1.018.171	1.417.964	-28,19%
IV.	Deudas con empresas del grupo y asociadas a corto plazo.	-107.568	1.320.354	-108,15%
V.	Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar.	2.546.589	3.792.836	-32,86%
VI.	Periodificaciones.	959.829	897.470	6,95%
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO		18.957.417	19.314.884	-1,85%

b) Cuenta de Pérdidas y Ganancias a 30 de junio de 2010, comparados con los saldos a 30 de junio de 2009 no auditados (cifras expresadas en euros):

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANACIAS DE DIAGONAL DiR, S.A.		30/06/10	30/06/09	Variación en %
A) OPERACIONES CONTINUADAS				
1.	Importe neto de la cifra de negocios	6.753.950	4.649.938	45,25%
2.	Aprovisionamientos	-199.844	-150.342	32,93%
5.	Otros ingresos de explotación	363.513	71.526	408,22%
6.	Gastos de personal	-714.582	-501.178	42,58%
7.	Otros gastos de explotación	-4.645.112	-2.521.694	84,21%
8.	Amortización del inmovilizado	-724.730	-348.253	108,10%
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	1.841	0	0,00%
12.	Otros resultados	0	0	0,00%
A.1) RESULTADO DE EXPLOTACIÓN		835.036	1.199.997	-30,41%
13.	Ingresos Financieros	9.281	2.554	263,39%
14.	Gastos financieros	-187.231	-184.152	1,67%
15.	Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros	0	0	0,00%
A.2) RESULTADO FINANCIERO		-177.950	-181.598	-2,01%
A.3) RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS		657.086	1.018.399	-35,48%
22.	Impuestos sobre beneficios	0	0	0,00%
A.4) RESULTADO DEL EJERCICIO PROCEDENTE DE OPERACIONES CONTINUADAS (A.3+22)		657.086	1.018.399	-35,48%
A) OPERACIONES INTERRUMPIDAS				
23.	Resultado del ejercicio procedente de operaciones interrumpidas neto de impuestos	0	0	0,00%
A.5) RESULTADO DEL EJERCICIO		657.086	1.018.399	-35,48%

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.

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, por lo cual podrían tener que esperar a la Fecha de Vencimiento. En caso de vender los Valores antes de la Fecha de Vencimiento, el inversor puede sufrir pérdidas.

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 "**DIAGONAL DiR, S.A.**" (en adelante, referida indistintamente como "DIAGONAL", el "Emisor", la "Entidad Emisora" o la "Sociedad") domiciliada en Barcelona, calle Ganduxer, 25 y C.I.F. A-60423530, 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 18 de junio de 2009, elevado a público en fecha 30 de junio de 2009 mediante escritura autorizada por el Notario de Barcelona, Don J. Bauza Corchs, con el nº 1.261 de protocolo y que causó la inscripción 35ª en la Hoja registral correspondiente a la Sociedad, vigente en el cargo, según manifiesta. Además, se encuentra facultado para la suscripción de la presente Nota de Valores, en virtud de acuerdo adoptado por la Junta General Extraordinaria de Accionistas de la Sociedad celebrada en fecha 14 de octubre de 2010.

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 es, a su vez, accionista de referencia de la Sociedad, poseyendo un 38,23% de participación indirecta a través de Diagonal 3000, S.L..

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:

DESCRIPCIÓN DE LAS INVERSIONES	IMPORTE APROXIMADO DE LA INVERSIÓN EN €	FECHA APROXIMADA DE REALIZACIÓN
Actuaciones en la piscina DiR Diagonal	200.000,00	CUARTO TRIMESTRE 2010
Ampliaciones y mejoras en DiR Hispà: 3 salas de actividades dirigidas, 1 sala de SpinDiR, pistas de básquet, nueva sala de fitness, nuevo servicio DiR Zen y ampliación del solárium	2.300.000,00	PRIMER/SEGUNDO TRIMESTRE 2011
TOTAL	2.500.000,00	

Los gastos de emisión estimados son los siguientes:

CONCEPTO	EUROS
CNMV: Inscripción Nota de Valores	1.045 €
Agente de pagos y llevanza del Libro Registro de Anotaciones en Cuenta	2.360 €
Entidad Colocadora y coste informe experto	14.160 €
TOTAL	17.565 €

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 DIAGONAL". Los valores son bonos de 1.000 euros de valor nominal.

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 las mismas.

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 Servicio de Compensación y Liquidación de la Bolsa de Valores de Barcelona (en adelante SCLBarna), domiciliada en Barcelona, Paseo de Gracia 19.

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 DIAGONAL no tendrá garantías reales ni de terceros. El capital y los intereses de la misma están garantizados por el total del patrimonio de DIAGONAL.

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 DIAGONAL.

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 corriente abierta en Banco Sabadell designada por el inversor en el momento de la suscripción, actuando como agente de pagos Banco de Sabadell, 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 6,44%)

El periodo de devengo de intereses será trimestral, a excepción del primer cupón (abarcará desde la fecha de desembolso hasta el 31 de diciembre de 2010), e incluirán el primer y el último día de cada trimestre natural. El primer cupón se fijará el 3 de diciembre de 2010 y se tomará como referencia el Euribor a 12 meses publicado ese día.

La evolución del Euribor a 12 meses desde el 30 de junio de 2009 ha sido la siguiente:

FECHA	EURIBOR 12 M	MARGEN APLICABLE	TIPO RESULTANTE	TIPO APLICABLE
30/06/09	1,50%	2%	3,50%	6,30%
30/09/09	1,24%	2%	3,24%	6,30%
31/12/09	1,25%	2%	3,25%	6,30%
31/03/10	1,21%	2%	3,21%	6,30%
30/06/10	1,31%	2%	3,31%	6,30%
30/09/10	1,43%	2%	3,43%	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 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., CAIXA D'ESTALVIS DE CATALUNYA y BANCO DE SABADELL, S.A.

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 cupón, e incluirán el primer y el último día de cada trimestre natural. El primer cupón se abonará el 3 de enero de 2011 y comprenderá los intereses devengados por el total de los bonos suscritos y desembolsados desde la fecha de desembolso hasta el 31 de diciembre de 2010, ambas inclusive, y se abonará en la cuenta corriente indicada por el inversor en la orden de suscripción.

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 diciembre de 2014, fecha de amortización. En caso de coincidir con fecha inhábil para Target, 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 3 de enero 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, 3 de diciembre de 2010, y el 31 de Diciembre de 2010, teniendo en cuenta la convención de días hábiles aplicable, ambas incluidas.

Ejemplo de cálculo del cupón pagadero el 3 de enero de 2011 al tipo fijo del 6,30%:

$$(1.000 \times 6,30\% \times 29) / 365 = 5,00 \text{ €}$$

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 1 de abril de 2011 de un valor, aplicando el tipo del 6,30% nominal anual:

$$(1.000\text{€} \times 6,30\% \times 90) / 365 = 15,53\text{€}$$

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 Diciembre de 2014. 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 Target, 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 6,44%.

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

- Desembolso del total de los valores emitidos el 3 de diciembre de 2010.
- Amortización de la emisión el 31 de diciembre de 2014.
- 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:

P₀ = Precio de Emisión del valor

F_j = 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 "DIAGONAL DiR, 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 Diagonal DiR, S.A. (en lo sucesivo, referida como "DIAGONAL") de la 1ª Emisión de Bonos de DIAGONAL, 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 Diagonal DiR, 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 Diagonal DiR, 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 Diagonal DiR, 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 DIAGONAL, 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 14 de octubre de 2010.

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 11 de Noviembre de 2010, 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 3 de diciembre de 2010.

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%.

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 22 de noviembre de 2010, y finalizará el día 2 de diciembre de 2010 a las 15:00 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 3 de diciembre de 2010.

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 Banco Sabadell, dentro del horario de apertura al público. Será necesario disponer de una cuenta a la vista y de una cuenta de valores en la entidad Banco Sabadell en el momento de la suscripción. En el caso de que el suscriptor no tuviera cuenta a la vista y cuenta de valores abiertas, 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 Banco Sabadell 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, alternativamente, el NIF del menor si dispusiera del mismo o su fecha de nacimiento.

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 Banco Sabadell, así como la orden de suscripción realizada.

La oficina de Banco Sabadell ante la cual se formule la orden, también entregará al peticionario copia de la Orden de Suscripción realizada. Se archivarán en las oficinas de Banco Sabadell, 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 Banco Sabadell 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 Banco Sabadell 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, Banco Sabadell atenderá dichas órdenes de suscripción reservando el número de Bonos Simples correspondiente a las mismas.
- 3) Las distintas oficinas de Banco Sabadell están 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 Banco Sabadell, podrá ingresar el importe suscrito en su cuenta corriente abierta en cualquier oficina de Banco Sabadell, y en todo caso, deberá tener disponible este importe en su cuenta como máximo el 3 de diciembre de 2010.

Una vez firmada la orden de suscripción, Banco Sabadell 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 el extracto de la cuenta de valores definitivo.

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 corriente que el cliente tenga abierta en Banco Sabadell. Para ello será necesario disponer en el momento de la suscripción de una cuenta corriente y de valores en Banco Sabadell.

El desembolso de los bonos se realizará mediante el correspondiente adeudo en la cuenta corriente que el inversor tenga abierta en Banco Sabadell el día 3 de diciembre de 2010 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

5.1.1 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 el epígrafe 5.1.6 anterior.

Una vez cerrado el periodo de suscripción, el suscriptor recibirá el extracto de la cuenta de valores que acreditará su titularidad sobre las anotaciones en cuenta.

Una vez inscritos los Bonos Simples representados mediante anotaciones en cuenta en el registro contable de SCLBarna, 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. SCLBarna 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.

En cuanto al importe efectivo de cada uno de los valores, calculado en función de ese precio, será de 1.000 euros.

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, DIAGONAL DiR, S.A., como Entidad Emisora, no cargará gasto alguno en la amortización de los mismos.

Banco Sabadell no cobrará ninguna comisión por apertura, mantenimiento, abonos ni cancelación de la cuenta corriente y cuenta de valores salvo en el caso de transmisión o venta de los valores antes de su vencimiento, en el que Banco Sabadell aplicará las comisiones correspondientes comunicadas al Banco de España y a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

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 Banco Sabadell.

Actuará como Entidad Agente de Pagos "Banco de Sabadell, S.A.", domiciliada en Sabadell, Plaza Sant Roc, 20, 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 30 de septiembre de 2010, 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, 18 de Noviembre de 2010

DIAGONAL DiR, 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

Barcelona, 4 de Octubre de 2010

DIAGONAL DIR, S.A.

Dña. Marta Alsinella Solsona
C/ Ganduxer 25
08021 Barcelona

Apreciada Sra. Alsinella:

Por la presente, le remitimos un informe de emisión y valoración de una posible Emisión de Bonos Simples garantizadas por DIAGONAL DIR, S.A. al objeto de contrastarla con las condiciones existentes en los mercados mayoristas.

Quedamos a su entera disposición para cuantas aclaraciones puedan precisar con respecto al contenido del informe.

Mientras tanto, aprovecho la ocasión para saludarle.



Guillermo Alfaro Bau
Socio-Director
Solventis

**INFORME DE EMISIÓN Y VALORACIÓN DE UNA
EMISIÓN DE BONOS SIMPLES
DIAGONAL DIR, S.A.**

Valorador:  Solventis

Fecha Informe: 30 de Septiembre de 2010

Índice	Pág.
1.- Introducción	3
A. Objeto del Informe.	3
B. Capacidad e Independencia de Solventis.....	3
2.- Descripción de la Emisión de Bonos Simples	4
3.- Análisis de las Condiciones de la Emisión de Bonos Simples	5
4.- Descripción del Mercado de Deuda por Tipología de Emisión	7
5.- Análisis del Emisor y de su Solvencia	9
A. Descripción del Emisor	9
B. Categorización del Emisor.....	16
C. Estimación del Spread Implícito del Emisor.....	18
6.- Situación de los Mercados Secundarios Mayoristas	21
A. Mercado Primario de Deuda Senior Corporativa	21
B. Mercado Secundario de Deuda Senior Corporativa	23
C. Mercado de CDS de Deuda Senior Corporativa.....	28
7.- Conclusiones	29
Anexo 1: Métodos de Valoración	30
- Modelo de Hull & White	31
- Proceso de Calibración del Modelo de Hull & White.....	32
Anexo 2: Datos de Mercado Utilizados	34

1.- Introducción

El presente informe ha sido elaborado por Solventis, a petición de DIAGONAL DIR, S.A. (en adelante "DIRSA"), a partir de la información suministrada por la propia empresa y de sus cuentas auditadas de los ejercicios 2008 y 2009. Los datos de mercado utilizados para este análisis han sido observados a fecha del 30 de Septiembre de 2010.

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 DIRSA 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 DIRSA, 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 DIRSA que los necesarios para el desarrollo del presente informe. Así, afirmamos que:

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

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: DIAGONAL DIR, S.A. (“DIRSA”)
- 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 Diciembre de 2010
- 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 Diciembre de 2014
- 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 DIRSA.

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 DIRSA, es la siguiente:

Fecha Inicio	Fecha Final	Periodicidad Pagos	Base	Fijación Tipo Referencia	Opción de Cancelación	Cupón
1/12/2010	31/12/2014	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 DIRSA 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% (ver Cuadro 1).

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

30/09/2010		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	250 pb	107,53	107,54	107,55	107,57	107,62	107,71	107,88	108,16	108,61
	300 pb	105,50	105,51	105,52	105,54	105,59	105,68	105,84	106,12	106,57
	350 pb	103,52	103,52	103,53	103,55	103,60	103,69	103,85	104,13	104,57
	400 pb	101,57	101,57	101,58	101,60	101,65	101,74	101,90	102,17	102,60
	425 pb	100,61	100,61	100,62	100,65	100,69	100,78	100,94	101,21	101,63
	450 pb	99,66	99,66	99,67	99,70	99,74	99,83	99,98	100,25	100,68
	475 pb	98,72	98,73	98,73	98,76	98,80	98,89	99,04	99,31	99,73
	500 pb	97,79	97,80	97,80	97,83	97,87	97,95	98,11	98,37	98,79
	550 pb	95,96	95,96	95,97	95,99	96,03	96,12	96,27	96,53	96,94
	600 pb	94,16	94,17	94,18	94,20	94,24	94,32	94,47	94,73	95,13
650 pb	92,40	92,41	92,42	92,44	92,48	92,56	92,71	92,96	93,36	

- b. Spread Implícito modificando el tipo mínimo (ó Floor) y manteniendo el diferencial de 200 puntos básicos sobre el índice Euribor a doce meses (ver Cuadro 2).

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

30/09/2010		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	50 pb	106,42	107,26	109,40	112,53	116,16	120,00	123,90	127,81	131,72
	150 pb	102,26	103,09	105,18	108,25	111,80	115,55	119,36	123,19	127,01
	250 pb	98,27	99,08	101,14	104,14	107,62	111,29	115,01	118,75	122,48
	350 pb	94,45	95,24	97,25	100,20	103,60	107,19	110,83	114,48	118,14
	400 pb	92,59	93,38	95,37	98,28	101,65	105,20	108,80	112,41	116,02
	450 pb	90,78	91,55	93,53	96,41	99,74	103,25	106,81	110,38	113,96
	500 pb	89,00	89,77	91,72	94,58	97,87	101,34	104,86	108,39	111,93
	550 pb	87,26	88,02	89,95	92,78	96,03	99,47	102,95	106,44	109,94
	650 pb	83,88	84,62	86,52	89,29	92,48	95,84	99,24	102,66	106,08
	750 pb	80,63	81,36	83,23	85,94	89,06	92,35	95,68	99,02	102,37
850 pb	77,52	78,23	80,06	82,72	85,78	89,00	92,26	95,53	98,80	

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 = 2,00%
- Floor 6.300% hasta el vencimiento = 2,45%

TOTAL 4,45%

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 30 de Septiembre de 2010 (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:

DIRSA es una empresa constituida en el año 1993 que pertenece a un grupo societario cuya sociedad dominante directa y última se denomina Centres d'Activitats Físiques, S.A., y cuya actividad principal es la explotación de instalaciones deportivas ubicadas en la ciudad de Barcelona.

En el año 2009 DIRSA se fusiona con la sociedad dependiente DIR Hispano S.A. mediante su absorción y posterior disolución, por lo que todo el patrimonio (activo y pasivo) de DIR Hispano S.A. fue transmitido en bloque y a título universal a DIRSA.

Los acuerdos de fusión establecen como fecha de inicio de la contabilización de las operaciones de la sociedad absorbida el 1 de enero del 2009, por lo que la información contable anterior al año 2009 no podrá utilizarse de forma directa a efectos comparables.

En cualquier caso, las principales magnitudes económicas de DIRSA, recogidas a partir de las cuentas auditadas de los ejercicios 2008 y 2009 (post fusión), son las que se recogen en los cuadros siguientes:

Cuadro 3: Balances de Situación 2008-2009

ACTIVO	2009	2008	PASIVO	2009	2008
ACTIVO NO CORRIENTE	17.661.973,49	13.739.894,70	PATRIMONIO NETO	4.470.849,70	5.699.416,97
Inmovilizado intangible	1.275.534,75	1.330.900,06	Fondos propios	4.470.849,70	5.699.416,97
Inmovilizado material	12.318.680,99	5.716.438,32	Capital	1.202.000,00	1.202.000,00
Inversiones inmobiliarias	2.477.118,32	2.496.043,77	Prima de emisión	0,00	190.260,36
Inversiones en empresas del grupo y asociadas a l/p	1.115.259,02	4.143.668,08	Reservas y resultados de ejercicios anteriores	2.442.124,63	2.847.784,56
Inversiones financieras a l/p	140.838,87	46.035,14	Resultado del ejercicio	826.725,07	1.459.372,05
Activos por impuestos diferidos	334.541,54	6.809,33	PASIVO NO CORRIENTE	7.415.410,03	5.139.260,16
ACTIVO CORRIENTE	1.652.910,71	648.539,80	Deudas a l/p	6.562.195,35	4.159.807,38
Existencias	90.907,69	37.369,15	Deudas con entidades del grupo a l/p	703.452,87	869.500,16
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	1.054.676,88	458.026,63	Pasivo por impuestos diferidos	149.761,81	109.952,62
Inversiones en empresas del grupo y asociadas a c/p	0,00	63.659,14	PASIVO CORRIENTE	7.428.624,47	3.549.757,37
Inversiones financieras a c/p	19.613,07	17.080,21	Deudas a c/p	1.417.964,19	665.495,08
Periodificaciones a c/p	12.464,30	1.264,57	Deudas con empresas del grupo a c/p	1.320.353,98	529.315,30
Efectivo y otros activos líquidos	475.248,77	71.140,10	Créditos comerciales y otras cuentas a pagar	3.792.836,27	1.829.819,73
TOTAL ACTIVO	19.314.884,20	14.388.434,50	Periodificaciones a c/p	897.470,03	525.127,26
			TOTAL PASIVO	19.314.884,20	14.388.434,50

Cuadro 4: Cuenta de Pérdidas y Ganancias 2008 y 2009

	2009	2008
Importe neto de la cifra de ventas	12.463.802,36	8.723.439,31
Aprovisionamientos	-355.455,55	-224.757,45
Otros ingresos de explotación	325.895,41	180.805,08
Gastos de personal	-1.363.445,18	-920.130,15
Otros gastos de explotación	-8.198.631,50	-4.519.257,22
Amortización inmovilizado	-1.104.844,64	-733.131,84
Pérdidas y deterioro por enajenaciones de inmovilizado	-10.132,27	4,20
Otros resultados	-10.929,73	-10.880,02
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN (EBIT)	1.746.258,90	2.496.091,91
Ingresos financieros	12.293,28	14.719,23
Gastos financieros	-429.050,84	-425.958,31
Deterioro y resultado por venta de instrumentos financieros	-97.774,32	0,00
RESULTADO FINANCIERO	-514.531,88	-411.239,08
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	1.231.727,02	2.084.852,83
Impuesto sobre beneficios	-405.001,95	-625.480,78
RESULTADO DEL EJERCIO PROCEDENTE DE OPERACIONES CONTINUADAS	826.725,07	1.459.372,05
RESULTADO DEL EJERCICIO	826.725,07	1.459.372,05

* En el año 2009 se produce una fusión por absorción de DIRSA con DIR Hispano S.A., por lo que las cuentas y balances del 2009 no se pueden utilizar a efectos comparables con las de los años precedentes.

Cuadro 5: Principales Indicadores y Ratios Financieros

Indicadores de Solvencia	2009	2008
Deuda Financiera	9.897.498,19	6.133.224,17
Deuda Financiera Neta	9.402.636,35	6.045.003,86
EBITDA	2.935.443,34	3.258.026,47
Deuda Financiera sobre Activos	51,24	42,63
Deuda Financiera Neta sobre EBITDA	3,20	1,86
Deuda Financiera Neta sobre Patrimonio Neto	2,10	1,06
Cobertura de Intereses [EBITDA / (Gastos financieros - Ingresos financieros)]	7,04	7,92
Ratio Liquidez [(Tesorería + Invers. Financ. Temporales) / Pasivo Circulante]	6,66	4,28
Beneficios Ordinarios sobre Activos	9,04	17,35
Coste Medio de la Deuda Financiera [Gastos financieros / Deuda Financiera media]	5,29	5,80

* 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 de ambas compañías hasta la fecha de fusión al objeto de complementar la información anteriormente reflejada:

Gráfico 1: Ingresos de Explotación (2005-2009)

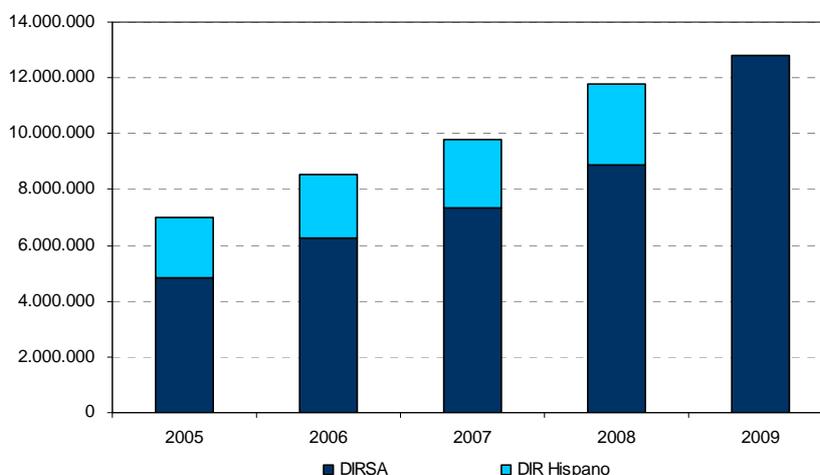


Gráfico 2: EBITDA (2005-2009)

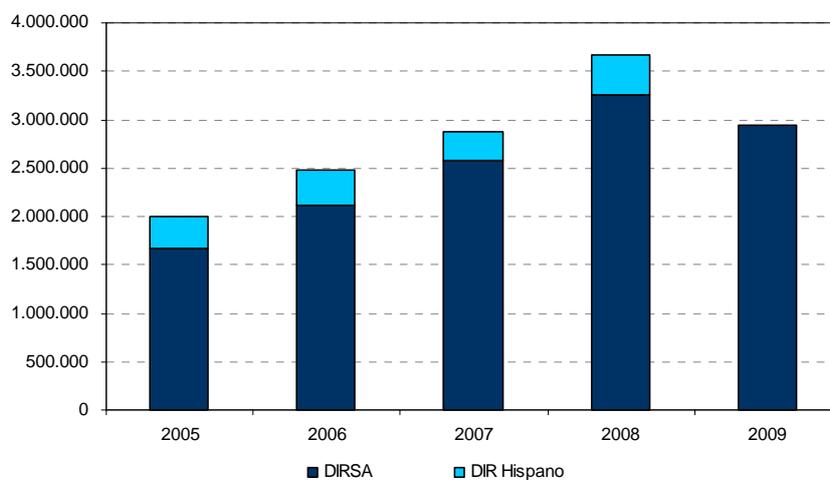


Gráfico 3: Deuda Financiera sobre Activos (2005-2009)

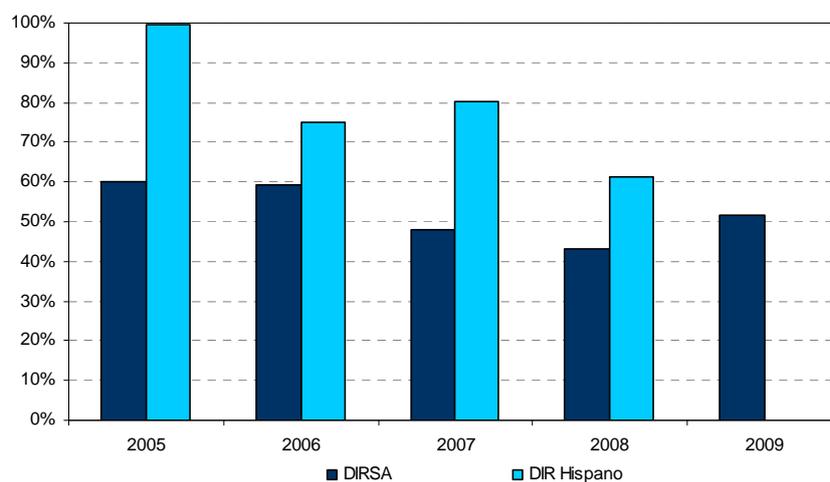


Gráfico 4: Deuda Financiera Neta sobre EBITDA (2005-2009)

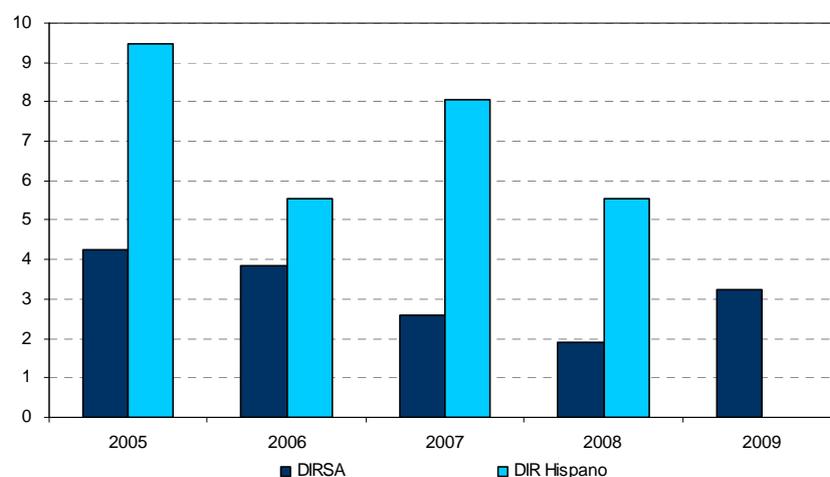


Gráfico 5: Cobertura de Intereses (2005-2009)

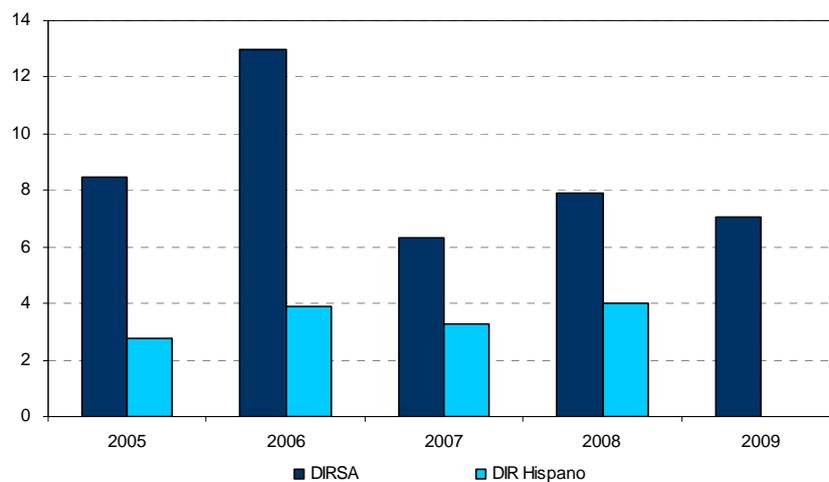


Gráfico 6: Ratio de Liquidez (2005-2009)

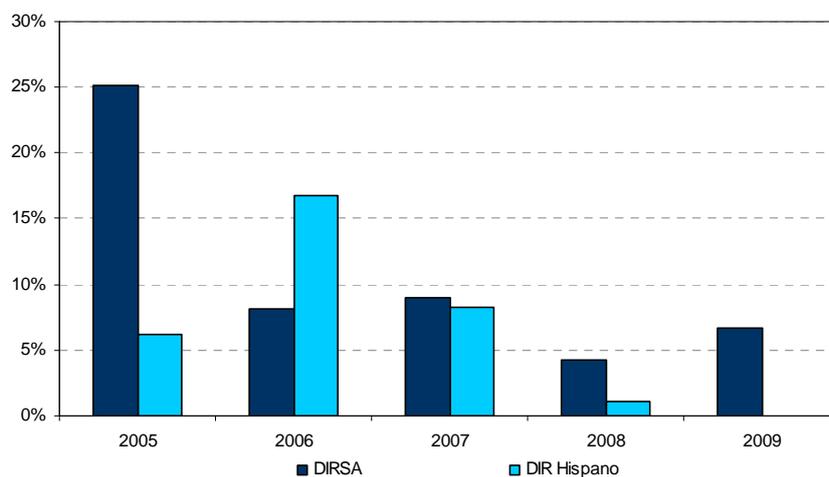
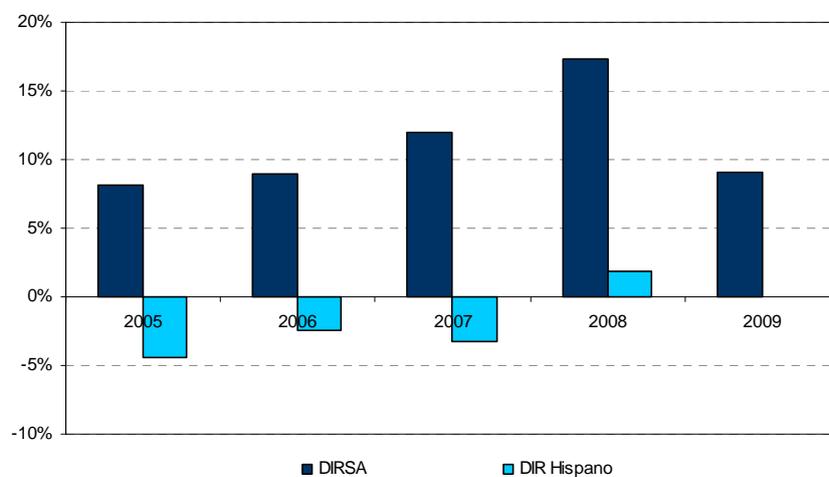


Gráfico 7: Beneficios Ordinarios sobre Activos (2005-2009)



DIRSA tiene una deuda financiera por un valor nominal total entorno a los 10 millones de euros a cierre del ejercicio 2009.

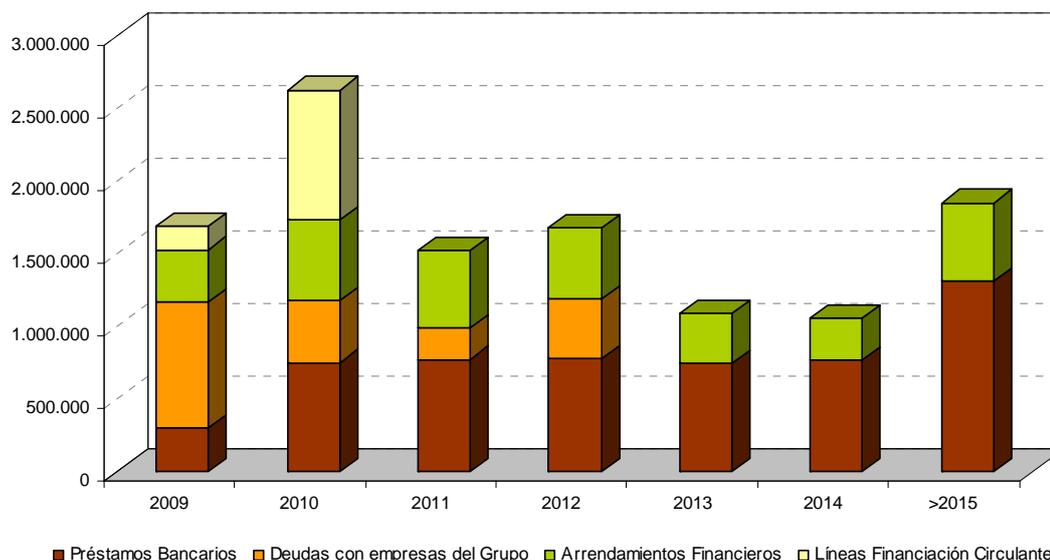
El desglose de las principales partidas de esta deuda es el siguiente:

Descripción	F. Emisión	F. Vto.	Coste	Nominal
Préstamos Bancarios	nd	nd	Variable	5.118.906,50
Arrendamientos Financieros	nd	nd	Variable	2.749.882,32
Deudas con Empresas Grupo	nd	nd	Variable	1.056.642,59
Líneas Financiación Circulante	nd	nd	Variable	892.738,10
				9.818.169,51

* 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 DIRSA en el año 2009 (incorporando los de la sociedad absorbida), así como los importes pendientes de amortización para los próximos años:

Gráfico 8: Pagos de la Deuda de DIRSA (2009-2010 / estimado 2011-2015)



Adicionalmente a esta información, cabe mencionar que DIRSA 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 2009 tenía un importe pendiente de devolución cercano a los 11 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
Crédito Sindicado*	07-jun-05	07-jun-11	Euribor+175	10.931.253,50
				10.931.253,50

* Del nominal pendiente de devolución, 7,125 millones de euros son amortizados a lo largo del año 2010 y el resto en el año 2011.

Como puede desprenderse de la información anterior, a cierre del año 2009 las cuentas de DIRSA reflejaban lo siguiente:

- En el año 2009 la cifra de ingresos de explotación de DIRSA (una vez completada la fusión por absorción de DIR Hispano, S.A.) se incrementa en casi un 8,50%.
- La deuda financiera neta se ve incrementada en casi 2,5 millones de euros (descontado la aportación de deuda de casi 1 millón de euros proveniente de la fusión). Los ratios de apalancamiento en consecuencia se ven incrementados, llevando el nivel de deuda sobre activos al 51,79% y el nivel de deuda financiera neta sobre EBITDA a niveles de 3,24.
- La compañía mantiene en niveles razonables su capacidad para atender los pagos de intereses de la deuda y de sus compromisos de amortización.
- Sin embargo, los resultados y rentabilidad de la compañía empeoran en el año 2009 como consecuencia de la ejecución de sus planes de expansión, que en ese año permitieron la ampliación y apertura de un nuevo centro deportivo (DIR Up&Down).

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 DIRSA.

Esta situación, junto con que DIRSA, 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 DIRSA 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.

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

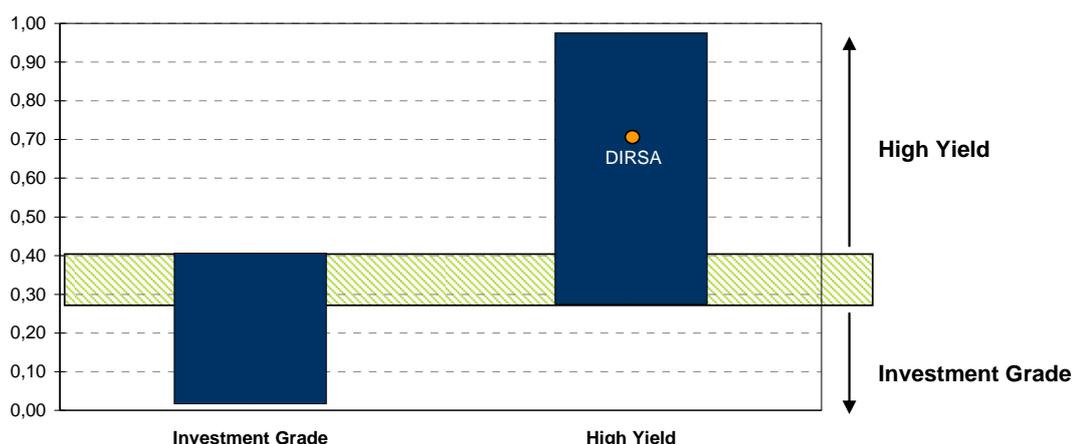
De forma resumida, las características de este modelo de “scoring” son las siguientes:

- 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 DIRSA para el cierre del año 2009 y aplicándolas a las ponderaciones obtenidas para este modelo, obtendríamos una calificación del 0,7067.

Analizando este resultado con la muestra de resultados obtenidos por el modelo en el año 2009, nos sitúan a DIRSA dentro del segmento de "High Yield" (ver Gráfico 9).

Gráfico 9: Resultados Modelo "Scoring" año 2009



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 6: Emisores Españoles (excluyendo entidades financieras) [sep-2010]

Emisor	Rating			Ratios Financieros			
	S&P	Moody's	Fitch	Deuda Financiera sobre Activos	Ratio Liquidez	Ratio Rentabilidad	Cobertura de Intereses
Enagas	AA-	A2	AA-	62,18	78,51	8,07	6,59
Red Eléctrica	AA-	A2	AA-	50,89	1,36	9,28	-
Mapfre	A+		A-	5,50	-	-	-
Critería	A		A2	30,35	90,50	3,02	-
Iberdrola	A-	A3		35,38	40,21	5,02	3,14
Endesa	A-	A3	A-	33,93	24,43	8,17	5,30
Telefónica	A-	Baa1	A-	52,52	40,91	12,28	4,50
Abertis	BBB+		A-	61,64	14,31	5,87	2,48
Gas Natural	BBB+	Baa2	A-	47,42	24,23	5,25	2,89
ArcelorMittal	BBB	Baa3	BBB	19,43	-	-1,31	-0,99
Repsol YPF	BBB	Baa1	BBB+	32,31	25,19	5,14	4,08
Altadis	BBB		BBB-	35,09	11,50	8,83	4,24
Minicentrales Dos	BB+			90,68	97,02	3,18	0,65
OHL		Ba1	BB-	38,16	25,60	5,46	1,70
Campofrío	B+			25,93	30,23	4,01	2,05
Cemex España	B		B	35,97	3,96	5,85	2,79
INAER Aviation	B+	B2		60,31	47,63	7,98	7,86
DIRSA	Sin Calificación			51,24	6,66	9,04	7,04

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 DIRSA 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.
- 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

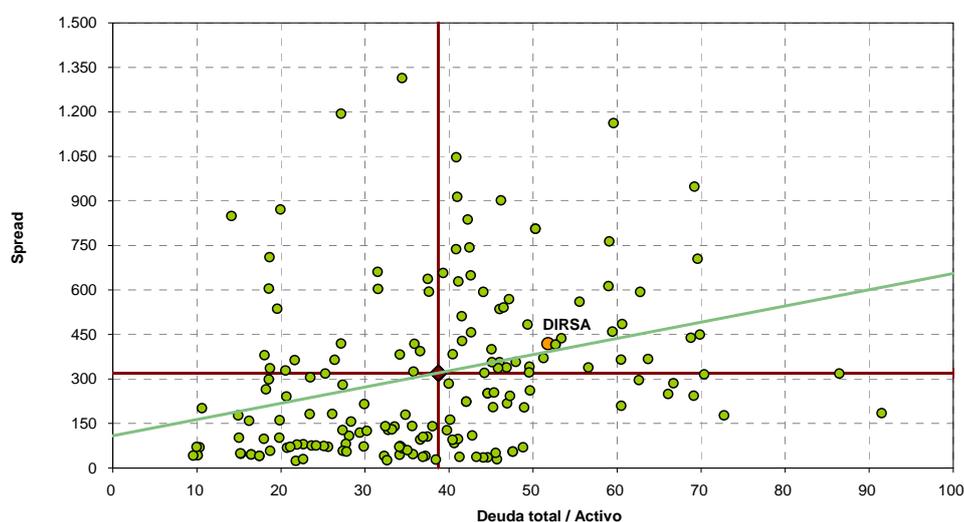


Gráfico 11: Spread Crediticio vs. Ratio Liquidez

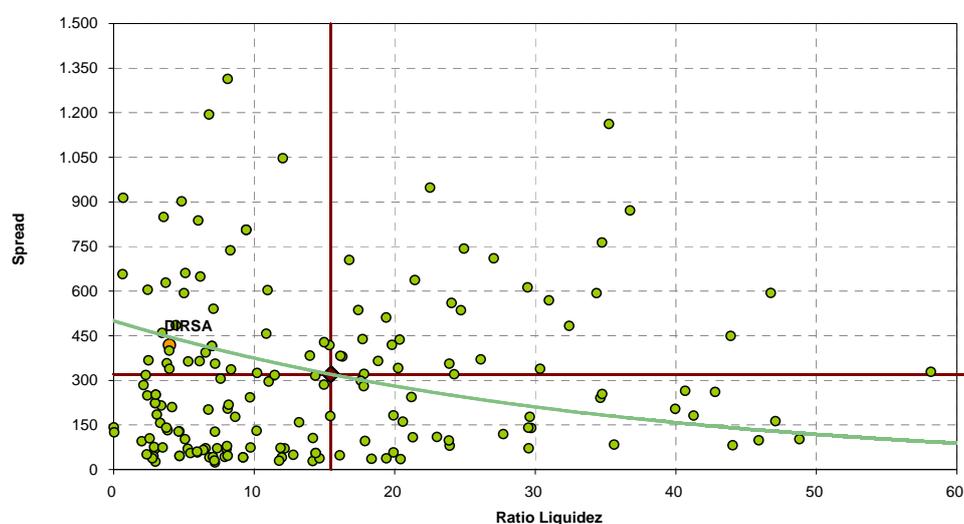


Gráfico 12: Spread Crediticio vs. Ratio de Rentabilidad

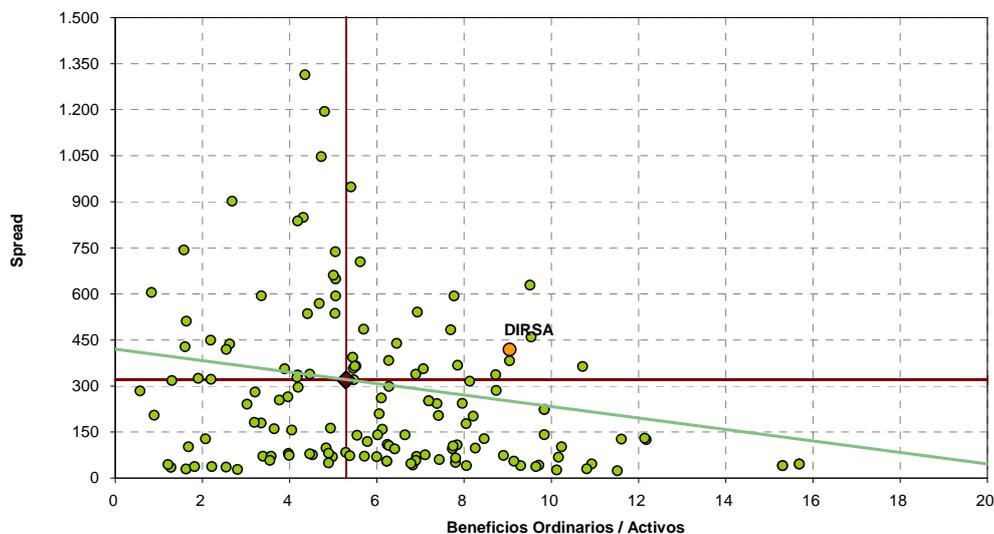
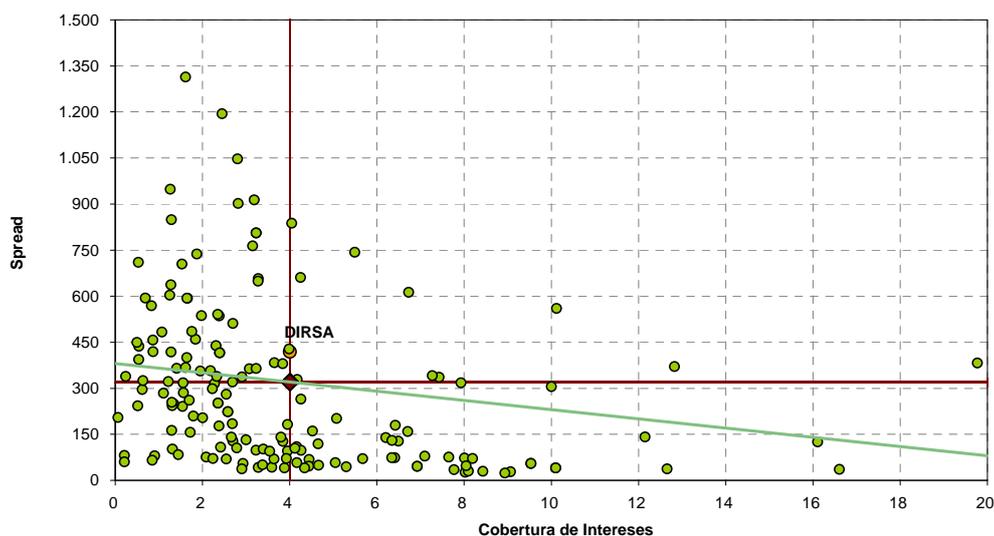


Gráfico 13: Spread Crediticio vs. Cobertura de intereses



- 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 observadas en el balance y cuenta de resultados de DIRSA para el cierre del año 2009 y aplicándolas a las ponderaciones obtenidas para este modelo, obtendríamos un nivel estimado de spread crediticio a cinco años en los 418,71 puntos básicos, con un rango para un nivel de confianza del 95% entre los 350 y los 500 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 lo largo del año 2010 y las compararemos con los niveles de emisión planteados por DIRSA.

En términos de comparables, observaremos aquellas emisiones de deuda senior efectuadas a lo largo del año 2010 por empresas europeas (excluyendo a las financieras). Estas emisiones son las que se recogen en el cuadro siguiente:

Cuadro 7: Emisiones de Deuda Senior Empresas No Financieras Europeas en Mercado Primario (2010)

ISIN	Emisor	Rating Emisor*	Fecha Emisión	Tipo Referencia	Nominal Emitido	Fecha Vto.	Spread Implícito
XS0473615168	Finan Agache	-	15/01/2010	Tipo Fijo 5,1250	225M	15/01/2015	261,13
XS0478864225	Solarworld Ag	-	21/01/2010	Tipo Fijo 6,1250	400M	21/01/2017	308,65
AT0000A0GMG9	Kig	-	25/01/2010	Tipo Fijo 3,6250	500M	25/01/2017	58,36
FR0010850701	Alstom	BBB+	01/02/2010	Tipo Fijo 4,1250	750M	01/02/2017	109,45
XS0482703286	Franz Haniel&Cie	BB+	01/02/2010	Tipo Fijo 5,8750	500M	01/02/2017	284,45
XS0483005293	Mediaset Spa	-	01/02/2010	Tipo Fijo 5,0000	300M	01/02/2017	196,95
FR0010853226	Bouygues	BBB+	12/02/2010	Tipo Fijo 4,0000	500M	12/02/2018	82,36
AT0000A0G215	Egger Holzwerk	-	18/02/2010	Tipo Fijo 5,7500	120M	18/02/2017	273,96
FR0010859686	Legrand	BBB	24/02/2010	Tipo Fijo 4,2500	300M	24/02/2017	133,02
PTPTIEOE0014	Portucel	-	24/02/2010	EUR6M+225pb	100M	24/02/2015	225,00
IT0004576978	Enel	A-	26/02/2010	Tipo Fijo 3,5000	2.000M	26/02/2016	95,91
DE000A1CRMQ7	Windreich Ag	-	01/03/2010	Tipo Fijo 6,5000	50M	01/03/2015	416,25
DE000A1CRZ01	Otto Gmbh&Co	-	10/03/2010	Tipo Fijo 5,0000	50M	10/03/2015	266,89
DE000A1C93H4	Otto Gmbh&Co	-	10/03/2010	Tipo Fijo 5,7000	50M	10/03/2017	276,83
XS0491047154	Rhoen-Klinikum	-	11/03/2010	Tipo Fijo 3,8750	400M	11/03/2016	133,70
XS0495012428	Acea Spa	A	16/03/2010	Tipo Fijo 4,5000	500M	16/03/2020	112,79
FR0010871376	Pernod-Ricard	BB+	18/03/2010	Tipo Fijo 4,8750	1.200M	18/03/2016	235,61
FR0010874115	Rallye	-	24/03/2010	Tipo Fijo 5,8750	500M	24/03/2014	391,24
FR0010877183	Eutelsat	BBB-	26/03/2010	Tipo Fijo 4,1250	850M	27/03/2017	121,01
PTSNCCOE0007	Sonaecom	-	26/03/2010	EUR6M+200pb	40M	26/03/2015	200,00
XS0500128755	SAP	-	08/04/2010	Tipo Fijo 2,5000	500M	10/04/2014	54,45
XS0500128326	SAP	-	08/04/2010	Tipo Fijo 3,5000	500M	10/04/2017	62,00
XS0500175673	Trafigura Beheer	-	08/04/2010	Tipo Fijo 6,3750	400M	08/04/2015	411,81
BE6000680668	Nyrstar	-	09/04/2010	Tipo Fijo 5,5000	225M	09/04/2015	318,79
XS0500405005	Prysmian	-	09/04/2010	Tipo Fijo 5,2500	400M	09/04/2015	293,79
AT0000A0H2Z0	Swietelsky Bau	-	12/04/2010	Tipo Fijo 5,3750	75M	12/04/2017	245,71
XS0501648371	Lafarge	BBB-	13/04/2010	Tipo Fijo 5,0000	500M	13/04/2018	192,23
XS0503278847	Stada Arznei	-	21/04/2010	Tipo Fijo 4,0000	350M	21/04/2015	177,03
PTSLBCOE0000	Benfica	-	23/04/2010	Tipo Fijo 6,0000	40M	23/04/2013	438,91
FR0010889253	Groupement	-	29/04/2010	Tipo Fijo 3,6250	167M	29/04/2020	36,46
FR0010890517	Galeries Lafayette	-	29/04/2010	Tipo Fijo 4,5000	300M	28/04/2017	171,19
AT0000A0H0V3	Boreales	-	30/04/2010	Tipo Fijo 5,3750	200M	30/04/2017	260,33
PTS3PCOE0007	Sonae Industria	-	05/05/2010	EUR6M+275pb	150M	05/05/2017	275,00
FR0010895987	Aeroport Paris	A+	10/05/2010	Tipo Fijo 3,8860	500M	10/05/2020	64,51
FR0010893396	Casino Guichard	BBB-	11/05/2010	Tipo Fijo 4,4810	508M	12/11/2018	142,98
AT0000A0DRJ9	Strabag	BBB-	25/05/2010	Tipo Fijo 4,2500	100M	25/05/2015	233,82
XS0511389453	Heraeus Finance	BBB+	28/05/2010	Tipo Fijo 4,0000	250M	29/05/2017	145,73
FI4000014162	Amer Sports	-	11/06/2010	Tipo Fijo 5,3750	150M	11/06/2015	346,93
FI4000014204	Rettig	-	22/06/2010	Tipo Fijo 5,0000	100M	22/06/2015	303,34
BE0935120403	Eandis	-	23/06/2010	Tipo Fijo 4,0000	150M	23/06/2017	145,25
FR0010913186	Alstom	-	24/06/2010	Tipo Fijo 4,0000	250M	23/09/2014	230,98
FI4000013354	Outokumpu	-	24/06/2010	Tipo Fijo 5,1250	250M	24/06/2015	322,95
FR0010914408	Remy Cointreau	BB-	28/06/2010	Tipo Fijo 5,1800	205M	15/12/2016	284,73
CH0114723189	Ewz Deutschland	-	30/06/2010	Tipo Fijo 1,9500	5M	02/07/2012	79,24

CH0114723197	Ewz Deutschland	-	30/06/2010	Tipo Fijo 1,9500	10M	02/07/2012	79,24
CH0114723213	Ewz Deutschland	-	30/06/2010	Tipo Fijo 2,7500	5M	02/07/2015	83,99
BE0002174408	Grp Bruxelles	-	30/06/2010	Tipo Fijo 4,0000	350M	29/12/2017	137,16
AT0000A0JDG2	Alpine Holding	-	01/07/2010	Tipo Fijo 5,2500	100M	01/07/2015	333,10
DE000A1EKZN7	PCC	-	01/07/2010	Tipo Fijo 6,0000	35M	01/10/2014	426,94
FI4000014329	Neste Oil	-	06/07/2010	Tipo Fijo 4,8750	300M	06/07/2015	293,12
AT0000A0JE42	Casinos Austria	-	08/07/2010	Tipo Fijo 5,0000	140M	08/07/2017	250,16
XS0527887573	Saras	-	21/07/2010	Tipo Fijo 5,5830	250M	21/07/2015	361,65
FR0010925172	Cegedim	BB+	27/07/2010	Tipo Fijo 7,0000	300M	27/07/2015	489,12
XS0528926354	Codere Fin	B	29/07/2010	Tipo Fijo 8,2500	100M	15/06/2015	621,53
ES0317831032	CAFSA	-	20/09/2010	EUR12M+200pb (Floor 6,30%)	0,75M	30/06/2012	480,00

* 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 DIRSA en base a sus ratios financieros (ver Cuadro 5).

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

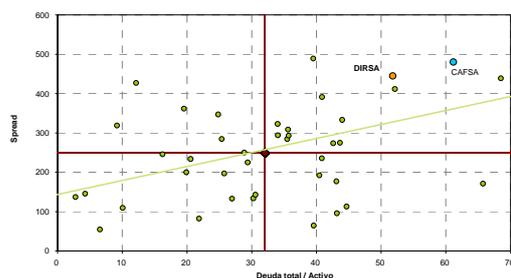


Gráfico 15: Spread Emisión Mercado Primario Empresas No Financieras Europeas vs Ratio de Liquidez

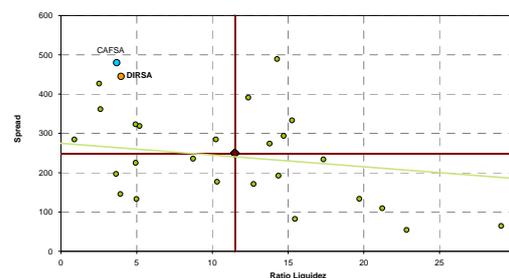


Gráfico 16: Spread Emisión Mercado Primario Empresas No Financieras Europeas vs Ratio de Rentabilidad

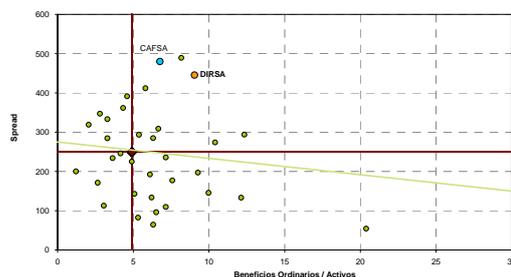
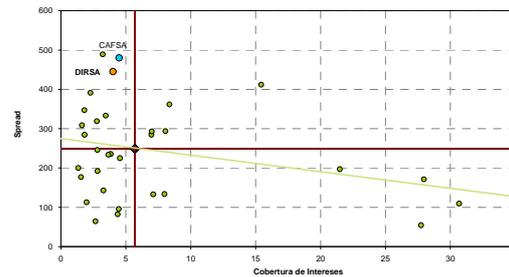


Gráfico 17: Spread Emisión Mercado Primario Empresas No Financieras Europeas vs Cobertura de Deuda



Fuente: Elaboración Propia

Como se puede observar, en todos los casos la posición de la nueva emisión de DIRSA 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 DIRSA se ajustarían a unos niveles de emisión razonables.

También se puede observar, en base a las variables utilizadas, que los niveles de emisión de DIRSA podrían situarse ligeramente por debajo de los de su sociedad matriz (Centre d'Activitats Físiques - CAFSA).

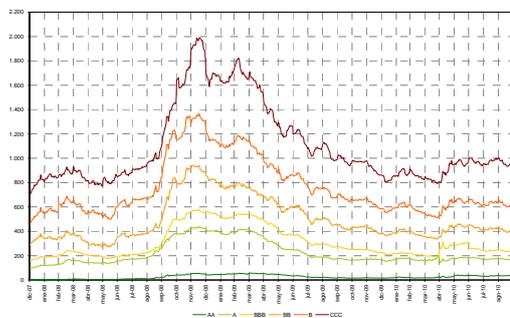
B. Mercado Secundario de Deuda Senior Corporativa:

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 DIRSA 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.

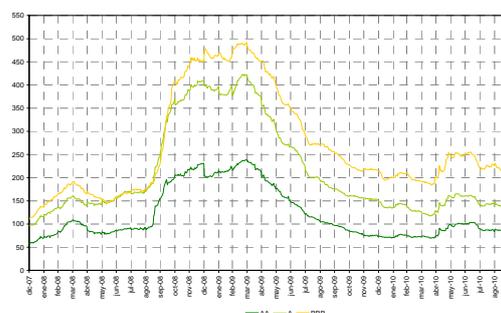
Para ello, en los gráficos siguientes se muestra la evolución de los spreads crediticios para diferentes niveles de rating y en función de la zona geográfica:

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 8).

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

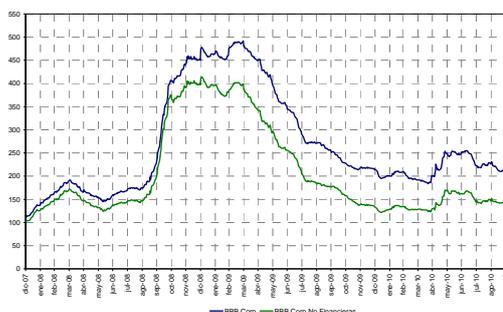
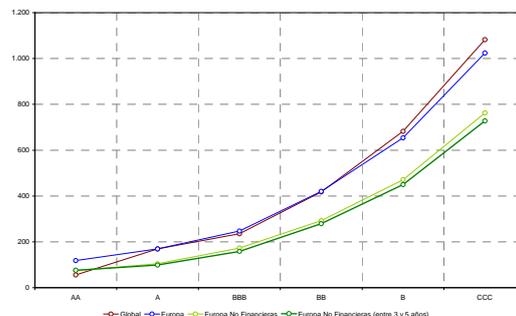


Gráfico 21: Spreads Emisiones Senior a 30/09/2010



Fuente: Tradeweb, Merrill Lynch y elaboración propia

Cuadro 8: Spreads Emisiones Senior a 30/09/2010

	Global	Europa	Europa No Financieras	Europa No Financieras (entre 3 y 5 años)
AA	55,4	118,1	74,1	75,8
A	169,0	169,2	104,3	98,8
BBB	235,0	247,0	172,8	158,4
BB	417,9	419,9	292,4	279,0
B	682,5	654,0	471,2	449,6
CCC	1081,9	1023,8	762,4	727,5

Adicionalmente, se analizarán también los niveles de spreads observados en mercado en las emisiones (excluyendo a empresas financieras) españolas (ver Cuadro 9) y europeas, en este último caso sólo para aquellas con rating de “High Yield” (ver Cuadro 10):

Cuadro 9: Emisiones de Deuda Senior en Mercado Secundario Español (30/09/2010)

ISIN	Emisor	Rating Emisor	Fecha Vencimiento	Nominal	Spread Implícito
ES0224244055	Mapfre	A+/A-	12/07/2011	275M	367
XS0299486745	OHL	Ba1/BB-	18/05/2012	422M	386
ES0330991003	Endesa	A-/A3/A-	05/07/2012	300M	19
ES0330960008	Enagas	AA-/A2/AA-	06/07/2012	500M	103
XS0362224254	Iberdrola	A3	09/05/2013	1000M	92
XS0431928760	ArcelorMittal	BBB/Baa3/BBB	03/06/2013	1500M	176
XS0368055959	Telefónica	A-/Baa1/A-	12/06/2013	1250M	114
XS0172751355	Repsol YPF	BBB/Baa1/BBB+	22/07/2013	1000M	94
ES0211845187	Abertis	BBB+/A-	08/08/2013	200M	191
XS0176347044	Red Eléctrica	AA-/A2/AA-	18/09/2013	800M	101
XS0436905821	Gas Natural	BBB+/Baa2/A-	09/07/2014	2000M	172
ES0340609009	Criteria	A/A2	20/11/2014	1000M	240
XS0469316458	Abengoa	-	25/02/2015	300M	726
XS0461088170	Campofrío	B+	31/10/2016	500M	525
XS0500982573	Cemex España	B/B	12/05/2017	115M	925
XS0527885015	INAER Aviation	B/B2	01/08/2017	470M	737
ES0264101017	Minicentrales Dos	BB+	29/11/2034	122M	470

Fuente: Tradeweb

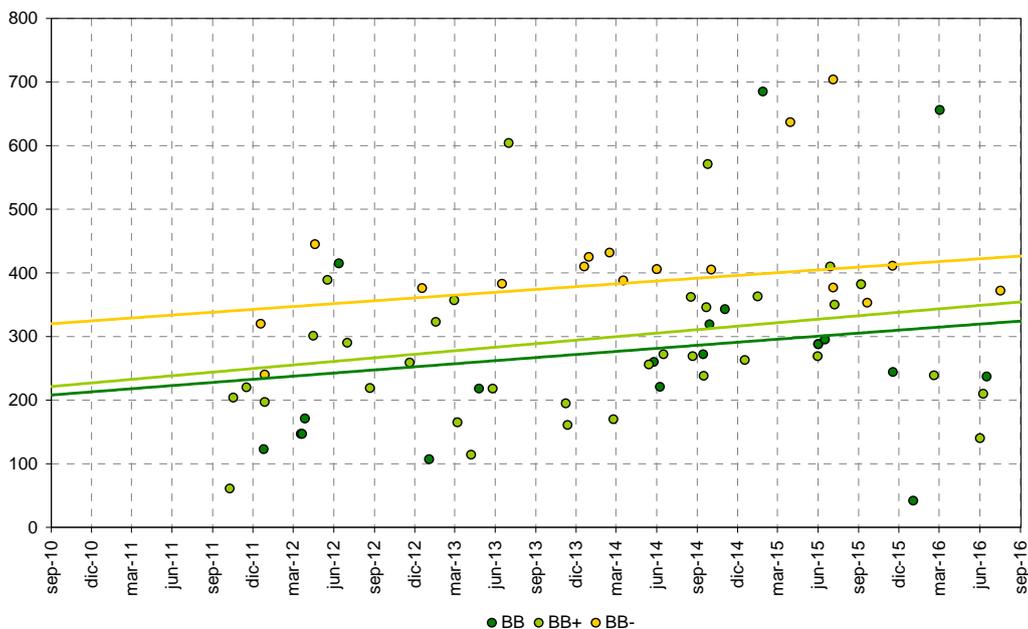
Cuadro 10: Emisiones de Deuda Senior del Mercado Secundario Europeo emisores por debajo de "investment grade" (30/09/2010)

ISIN	Emisor	Rating Emisión	Fecha Vencimiento	Nominal	Spread Implícito
FR0000487159	Peugeot	BB+	27/09/2011	1.500M	125
XS0137544465	Fiat	BB+	07/11/2011	370M	288
XS0207564625	Peri GMBH	BB+	15/12/2011	250M	150
XS0282593440	FCE Bank Plc	B+	16/01/2012	1.400M	291
XS0142044824	UPM-Kymmene	BB	23/01/2012	600M	75
FR0010095422	Gecina	BB+	25/01/2012	495M	124
XS0342136313	Heidelbergcement	BB-	25/01/2012	1.000M	209
FR0010459388	Renault	BB	16/04/2012	500M	126
XS0146556385	TDC	BB	19/04/2012	457M	85
XS0217731586	Wienerberger	BB	25/04/2012	270M	124
XS0147740335	Gkn Holdings	BB+	14/05/2012	201M	239
XS0299486745	OHL	BB	18/05/2012	422M	386
XS0305837527	Fairfax Media	BB+	15/06/2012	350M	295
XS0142298685	Taylor Wimpey	B-	03/07/2012	203M	697
XS0145190921	Ladbrokes Group	BB	11/07/2012	133M	330
XS0223834853	Cirsa Business	B	15/07/2012	230M	437
XS0063233679	Cable & Wireless	B+	06/08/2012	195M	380
XS0230242090	Rohm & Haas	BB+	19/09/2012	253M	235
XS0157632562	DSG International	B+	15/11/2012	300M	489
XS0237431837	TUI	CCC	10/12/2012	450M	479
XS0240918218	Fresenius	BB	31/01/2013	500M	75
XS0161787212	Eco-Bat Tech	B+	31/01/2013	176M	740
XS0109428705	Daily Mail	BB+	29/03/2013	157M	311
XS0249583377	M-Real	CCC+	01/04/2013	500M	509
XS0249417014	Clariant	BB+	05/04/2013	600M	174
DE000A0JQA39	Deutsche Luft.	BB+	06/05/2013	500M	116
FR0010206334	Valeo	BB	24/06/2013	600M	214
XS0260255160	Liz Claiborne	CCC	08/07/2013	350M	1.150
FR0010398271	Pernod-Ricard	BB+	06/12/2013	550M	172
XS0181557454	Evonik Degusta	BB	10/12/2013	1.250M	164
XS0278565949	Hertz	B	01/01/2014	196M	452
XS0282330868	Royal Caribbean	BB-	27/01/2014	1.000M	422
XS0289333048	Cemex España	B	05/03/2014	900M	858
XS0292580742	TRW Automotive	B+	15/03/2014	252M	400
FR0010070805	Alcatel-Lucent	B	07/04/2014	462M	444
XS0295632847	Tereos	BB-	15/04/2014	500M	367
XS0294430094	Consol Glass	B+	15/04/2014	373M	570
XS0191508950	Cognis	CCC	15/05/2014	345M	780
XS0149166018	Allied Domecq	BB+	12/06/2014	250M	228
XS0194948617	Stora Enso	BB	23/06/2014	750M	255
XS0437125197	ITY Plc	B+	30/06/2014	188M	356
XS0200849361	Grohe Holding	CCC	01/10/2014	335M	625
XS0454794123	Hella Kg Hueck	BB+	20/10/2014	300M	318
XS0203341424	Gruppo Editorial	BB	27/10/2014	274M	294
XS0205955312	Hornbach Baumark	BB-	15/11/2014	250M	260
XS0218256468	Owens Brockway	BB	01/12/2014	225M	405
XS0338823601	Momentive Perfor.	CCC-	01/12/2014	245M	745
XS0277864640	Ceva Group	CCC	01/12/2014	339M	1.095
XS0206714247	ISS Global	B	08/12/2014	110M	345
XS0210695150	Fage Dairy Indus.	B-	15/01/2015	102M	744
XS0300667408	New World	B-	15/05/2015	268M	547
XS0231264275	Mol Hungarian	BB+	05/10/2015	750M	402
XS0298437087	NXP Bv	CCC-	15/10/2015	384M	730
XS0235347035	Yioula Glasswork	CCC	01/12/2015	140M	1.509

Fuente: Tradeweb

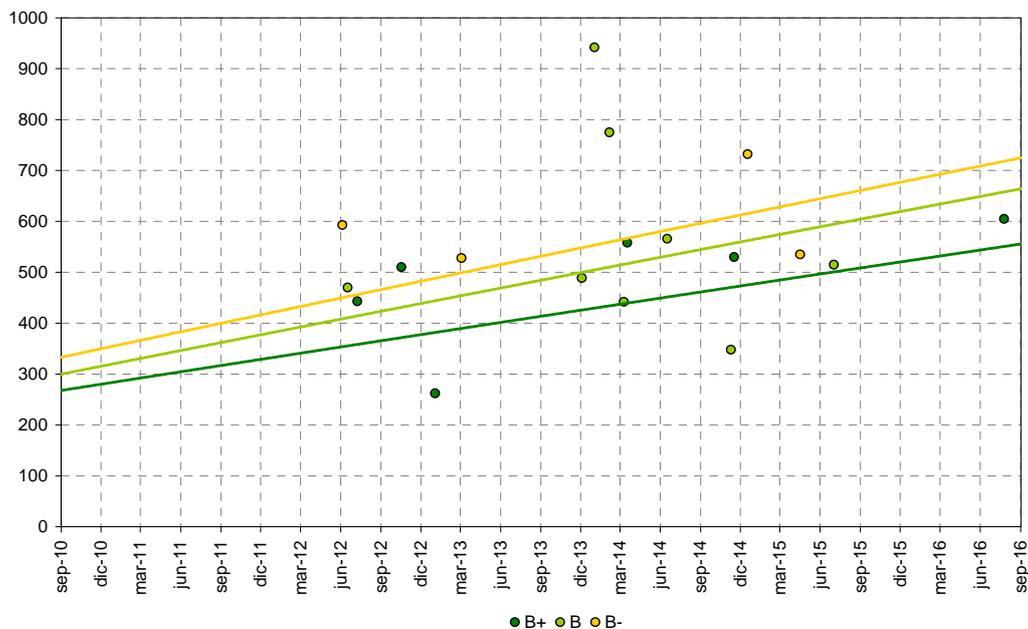
Mediante esta información, podríamos estimar las curvas de spreads implícitos del mercado para este tipo de emisores, tal y como se recoge en los gráficos 22 y 23 siguientes:

Gráfico 22: Estimación Curvas Spread por rating BB y plazo para Emisiones Senior de Entidades No Financieras Europeas a 30/09/2010



Fuente: Tradeweb, Merrill Lynch

Gráfico 23: Estimación Curvas Spread por rating B y plazo para Emisiones Senior de Entidades No Financieras Europeas a 30/09/2010



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 DIRSA en base a sus ratios financieros (ver Cuadro 5) con respecto a las condiciones observadas en los mercados.

Gráfico 24: Spread Emisión Mercado Secundario Empresas No Financieras Europeas (rating BB-B-CCC) vs Ratio de Apalancamiento

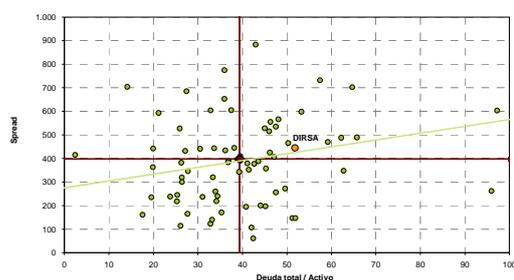


Gráfico 25: Spread Emisión Mercado Secundario Empresas No Financieras Europeas (rating BB-B-CCC) vs Ratio de Liquidez

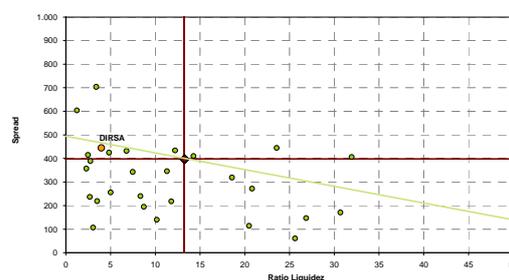


Gráfico 26: Spread Emisión Mercado Secundario Empresas No Financieras Europeas (rating BB-B-CCC) vs Ratio de Rentabilidad

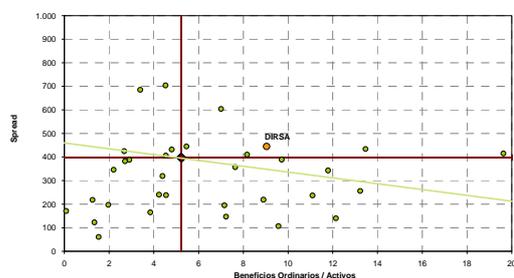
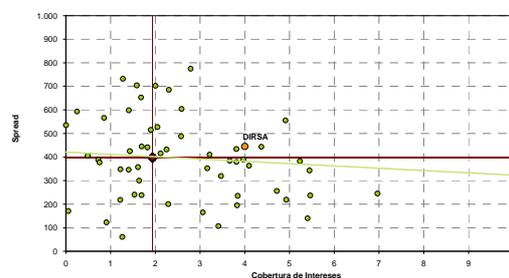


Gráfico 27: Spread Emisión Mercado Secundario Empresas No Financieras Europeas (rating BB-B-CCC) vs Cobertura de Deuda



Fuente: Elaboración Propia

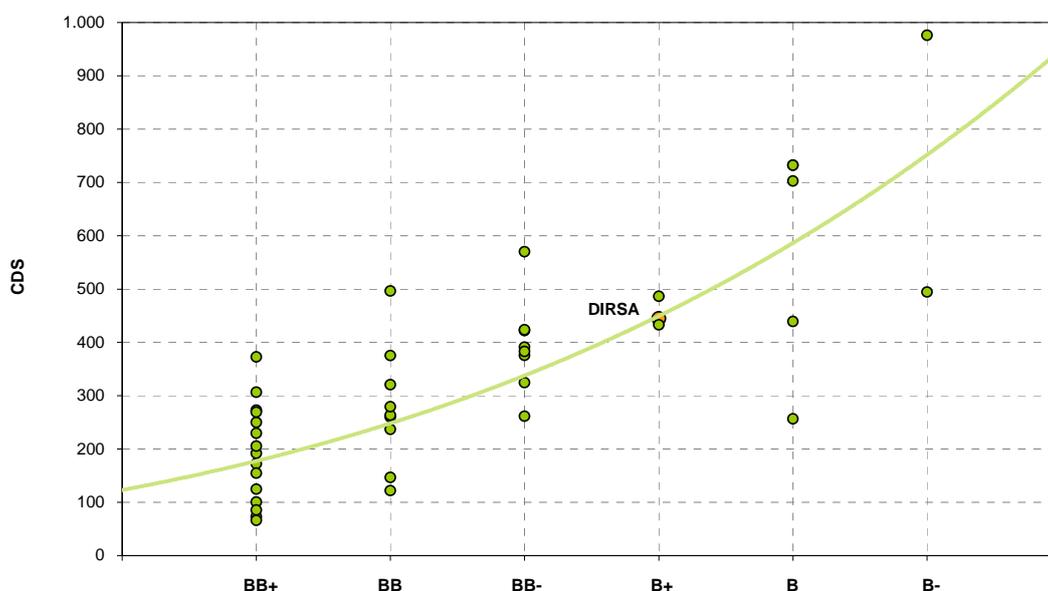
Como se puede observar, en todos los casos la posición de la nueva emisión de DIRSA se sitúa por encima de las rectas de regresión estimadas para el conjunto de emisiones analizadas.

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 DIRSA:

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



Como se puede observar, los resultados obtenidos con este análisis son coincidentes con los resultados obtenidos 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 DIRSA 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.

En este informe se ha puesto de manifiesto la imposibilidad de encontrar empresas en mercado comparables a DIRSA 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 DIRSA 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 DIRSA 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 (30 de Septiembre de 2010), así como a la información recogida de las cuentas auditadas de DIRSA para los ejercicios 2008 y 2009. Si las circunstancias de mercado cambiaran sustancialmente con respecto a lo aquí recogido o la situación de solvencia de DIRSA se hubiera transformado a la largo de este año 2010, 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, γ 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 η 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 η 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.

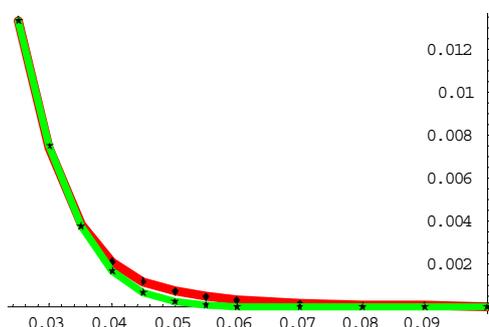
Estos datos permiten valorar, utilizando modelos analíticos (Black 76), las opciones sobre Swaps, Caps y Floors. De esta forma se obtienen unos precios de referencia para estas estructuras.

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.

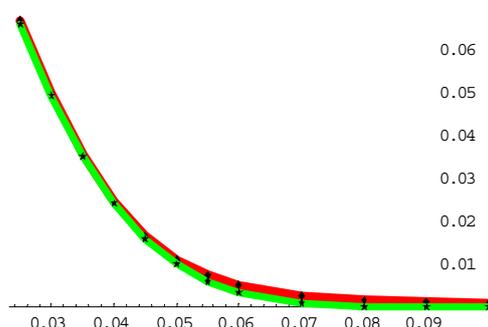
Las incógnitas del problema son variables temporales, es decir funciones que dependen del tiempo, que condicionan el árbol trinomial. Estas incógnitas son la parte determinista de la evolución de los tipos (drifts), la velocidad de reversión a la media y la volatilidad.

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.

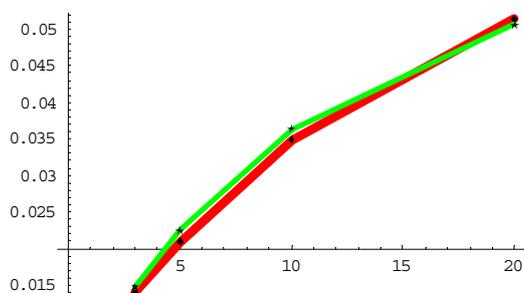
Opciones sobre Caps a 2 años



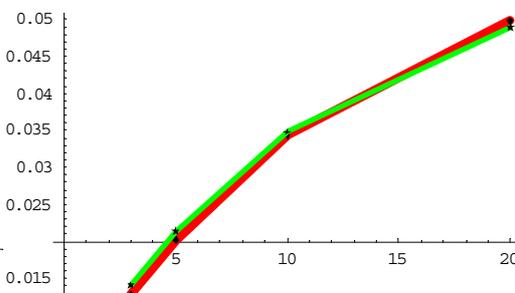
Opciones sobre Caps a 5 años



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.

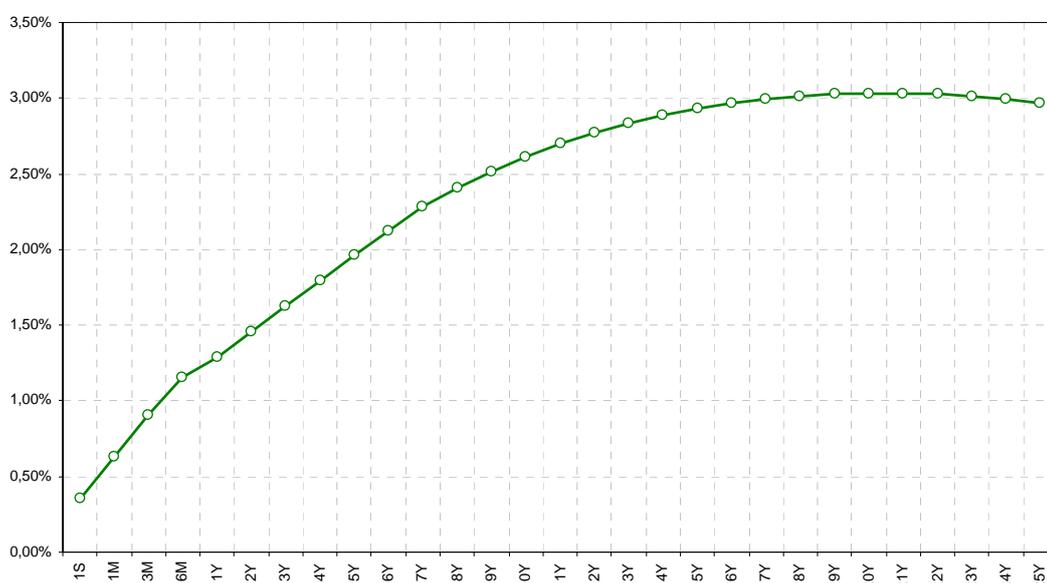
Una vez calibrado el modelo a una fecha de valoración concreta, se dispone de un árbol trinomial sobre el cuál poder construir y simular una estructura concreta de comportamiento de los tipos de interés, de forma que es posible introducir condicionales de pago complejos dentro de los flujos de pago de 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 (30 de Septiembre de 2010), 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
0,634	0,633	0,903	1,158	1,284	1,459	1,628	1,791	1,961	2,280	2,616	2,934	3,033	2,970	2,803



- 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	36,85	41,34	45,81	48,95	51,27	53,06	54,52	55,72	56,74
2Y	48,09	48,93	51,16	52,80	54,07	55,07	55,90	56,58	57,16
3Y	50,93	44,97	46,00	45,10	45,68	46,27	46,81	47,29	47,71
4Y	52,89	43,90	41,52	40,89	40,97	41,28	41,63	41,99	42,31
5Y	52,91	42,21	38,37	37,06	36,87	37,08	37,40	37,74	38,07
6Y	51,71	40,04	35,09	33,27	32,97	33,19	33,56	33,96	34,35
7Y	50,59	38,38	32,71	30,50	30,11	30,35	30,78	31,23	31,67
8Y	49,45	36,95	30,81	28,31	27,87	28,14	28,62	29,12	29,59
9Y	48,42	35,80	29,40	26,70	26,21	26,50	26,99	27,52	28,02
10Y	47,47	34,82	28,25	25,41	24,85	25,13	25,64	26,18	26,69
12Y	45,78	33,29	26,60	23,51	22,77	22,97	23,44	23,96	24,45
15Y	43,72	31,62	25,06	21,94	21,10	21,20	21,60	22,06	22,51
20Y	41,04	29,65	23,51	20,60	19,74	19,76	20,07	20,44	20,80

- Volatilidades de EUR Swaptions:

Opción\Swap	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	6Y	7Y	8Y	9Y	10Y	15Y	20Y
1M	38,86	34,60	35,35	35,92	36,42	35,65	35,24	35,46	35,93	36,55	34,83	35,69
3M	36,40	37,39	37,91	37,86	37,85	36,30	35,20	34,80	34,68	34,71	33,23	34,12
6M	41,25	41,57	40,49	39,02	37,79	35,97	34,64	33,72	33,07	32,60	31,19	31,91
1Y	47,42	43,27	40,24	37,94	36,03	34,34	33,12	32,27	31,63	31,10	29,50	29,98
2Y	46,12	38,91	35,80	33,58	32,23	30,97	30,06	29,57	29,17	28,89	27,59	27,98
3Y	41,04	33,89	31,53	29,86	28,74	28,12	27,64	27,22	26,90	26,69	25,68	26,28
4Y	33,71	28,89	27,56	26,58	25,85	25,45	25,09	24,85	24,71	24,68	24,06	24,75
5Y	28,31	25,41	24,67	24,15	23,70	23,36	23,10	23,01	23,02	23,10	22,67	23,44
7Y	22,66	21,44	21,25	21,03	20,87	20,76	20,75	20,88	21,02	21,17	21,19	22,09
10Y	19,31	18,67	18,74	18,92	19,16	19,28	19,40	19,62	19,86	20,13	20,63	21,74
15Y	18,77	18,62	19,06	19,53	20,07	20,34	20,64	20,86	21,13	21,41	22,66	23,45
20Y	20,58	20,98	22,08	23,34	24,62	25,00	25,31	25,58	25,83	25,97	26,61	26,29
25Y	26,57	26,94	28,19	29,49	30,62	30,45	30,13	29,86	29,54	29,11	28,15	26,30
30Y	28,60	28,42	29,10	29,72	30,11	29,66	29,06	28,46	27,94	27,32	25,19	23,69

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
www.solventis.es