Sector: Consumo

La caída en EBITDA sigue acelerando en 3T 18. Estimamos pérdidas en 2018 y futuro incierto.

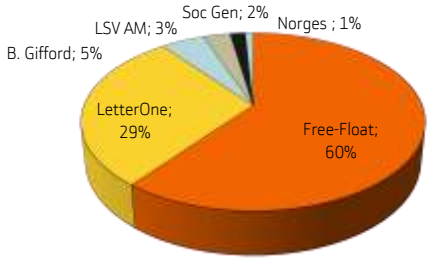
DIA

Precio Objetivo: 0,8 €
Recomendación: Vender

Datos Básicos

Capitalización (M €):	430 M€
Último:	0,69 €/acc.
Nº Acciones (M.):	622 M acc.
Min / Max (52 sem):	4,818/0,62
Cód. Reuters / Bloomberg:	DIA.MC/ DIA.SM

Accionariado

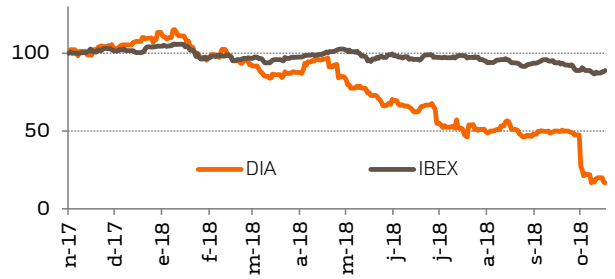


Ppales cifras	2016	2017	2018e	2019e
Ventas Brutas	10.314	10.334	9.559	9.820
Ventas Netas	8.669	8.621	7.571	7.571
EBITDA	628	569	353	367
BNA	174	109	-31	-23
Inversiones	345	303	350	200
Deuda Neta	878	891	1.422	1.329

Desglose EBITDA	9M18	%	Var a/a
Iberia	245	87%	-12%
Emergentes	36	13%	-61%

Ppales ratios	2016	2017	2018e	2019e
DN/EBITDA	1,4 x	1,6 x	4,3 x	4,5 x
EV/EBITDA	2,2	2,5	5,8	6,0
BPA (€/acc)	0,28	0,18	-0,05	-0,04
DPA (€/acc)	0,21	0,18	0,00	0,00
Pay out (%)	75%	103%	0%	0%
Rentab. Dividendo	30,4%	26,1%	0,0%	0,0%
P/E	2,5	3,9	-14,0	-18,8

Evolución vs Ibex 35



'000	9M 17	9M 18	Variac.
Ventas Brutas	7.640	6.949	-9,0%
Iberia	4.835	4.713	-2,5%
Emergentes	2.806	2.236	-20,3%
Ventas Netas	6.379	5.491	-13,9%
EBITDA ajustado	370	281	-24,1%
Margen EBITDA	5,8%	5,1%	-11,8%
Iberia	280	245	-12,2%
Emergentes	91	36	-60,6%
EBIT ajustado[1]	185	24	-86,8%
BNA[1]	103	-22	-121,1%
Deuda Neta	1.141	1.422	24,6%

Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía. [1] 9M18 Estimado

Los resultados de 9M18 muestran una aceleración de las caídas que vienen mostrando los ingresos y el EBITDA secuencialmente desde el 3T17. Las ventas netas descienden -21,0% en el 3T18 (vs -10,2 % en 2T18 y -10,4% en 1T18) y el EBITDA – 39,2% (vs -25,8% en 2TS18 y -10,7% en 1T18). Para el conjunto del año, la empresa ya había publicado un HR el 15.10.2018 bajando su previsión de EBITDA hasta 350-400 M€ frente a una guía anterior de 500 M€. En la Península Ibérica el margen EBITDA se resiente por la fuerte competencia que obliga al grupo a reducir precios mientras aumenta sus costes operativos para mejorar su oferta comercial y la calidad de servicio. En Emergentes, la depreciación del peso argentino (tipo medio -64,5% en 9M18) y del real brasileño (-21,4%) impactan negativamente en la división, que incurre en EBITDA negativo en el 3T18 estanco. El modelo de negocio de DIA, basado en una expansión a través de franquicias, que representan el 50% de su red de tiendas, permite una expansión rápida y con bajo CAPEX en los m2 de venta pero está demostrando ser frágil. El margen bruto se reparte con el franquiciado y se pierde el control en la calidad y la fijación de precios. Con una generación de caja decreciente y un aumento de las inversiones, la deuda financiera neta aumenta desde 891 M€ en diciembre 2017 hasta 1.422 M€ a septiembre 2018. Este nivel equivale a 4,1x EBITDA, con lo que DIA supera la condición de mantener un ratio inferior a 3,5x lo que obligará a DIA a refinanciar su deuda, probablemente a tipos más elevados. Aunque DIA no ha publicado más que los ingresos y el EBITDA a septiembre 2018, estimamos que la compañía ha entrado en pérdidas, que mantendrá a final de año. Tras un 2019 de transición en el que el grupo pretende reconfigurar su modelo de negocio, el futuro se muestra incierto en un entorno muy competitivo y con crecientes costes operativos y financieros. Un nuevo equipo gestor auspiciado por el mayor accionista, el ruso Mihail Fridman, a través de su sociedad LetterOne que ostenta un 29% del capital, está diseñando un nuevo plan estratégico que se presentará en enero 2019. Hasta entonces, la visibilidad de las previsiones y actuaciones futuras de la compañía es muy escasa. Vemos muy improbable el lanzamiento de una OPA por parte del principal accionista.

La caída en ingresos y EBITDA se acelera en el 3T18 vs trimestres anteriores. Tras descensos en el 1S18, las ventas comparables se estabilizan en la Península Ibérica pero la superficie de venta se reduce por cierre de tiendas. En Emergentes, la depreciación del real brasileño y el peso argentino siguen pasando factura. Estimamos que el grupo ha entrado en pérdidas en el 3T18

Principales tendencias: **(i) Península Ibérica: Ventas comparables estables pero menores márgenes.** Las ventas netas descienden -4,0% hasta4.039 M€ en 9M18. Las ventas comparables se mantienen estables (-0,3% en términos acumulados y +0% en el trimestre) pero la superficie de venta se reduce un 2% por cierre y remodelación de tiendas. El margen EBITDA se reduce al 6,3% vs 6,9% en 9M17. La fuerte competencia sigue forzando a DIA a reducir precios para defender su cuota de mercado en un momento en el que grupo está aumentando sus costes para mejorar la calidad, y ofrecer productos de mayor valor añadido y cercanía al cliente. **(ii) Emergentes: Impacto negativo de los tipos de cambio.** En Brasil, tras efectos disruptivos por problemas con proveedores en 1T18 y huelgas en el país en 2T18, en el 3T18 no ha habido ninguno efecto anormal y las ventas comparables se recuperan (+7,3%) pero siguen muy penalizadas por el efecto negativo de las divisas. Así las ventas caen -21,7% en Argentina en 9M18 (-47,8% por diferencias de cambio) y -19,1% en Brasil (-17,5 por tipo de cambio). El margen EBITDA se reduce desde 3,9+% en 3M17 hasta 2,2%. En el 3T estanco el grupo obtiene un EBITDA negativo de -4 M€ en esta división. **(iii) La Deuda Financiera Neta aumenta +60% hasta 1,422 M€ en los 9 primeros meses de 2018.** Los motivos son la menor generación de cash flow y el incremento del 23% en las inversiones hasta 269 M€, dirigidas principalmente a la remodelación de tiendas. De esta manera, el ratio D/EBITDA se situará a final de año en 4,1x, incumpliendo el límite de 3,5x estipulado como condición de su endeudamiento. Esto obligará a DIA a renegociar su deuda, probablemente en condiciones más onerosas. **(iv) DIA no facilita información de la cuenta de resultados más allá del EBITDA.** El motivo esgrimido es el test de deterioro de activos que está llevando a cabo internamente y que podría ocasionar una reformulación de las cuentas de 2017 y 2018. Sin perjuicio de esto, estimamos que la menor generación de caja (ventas y márgenes EBITDA decrecientes) junto con un aumento significativo de la Deuda Financiera Neta, habría llevado al grupo a tener pérdidas en el 3T18 tras el pago del servicio de la deuda y los impuestos.

Equipo de Análisis de Bankinter: Elena Fernández-Trapiella (analista principal de este informe)
Ramón Forcada Esther G. de la Torre Ana de Castro Pilar Aranda Susana André (Mktg & Support)
Rafael Alonso Aránzazu Cortina Joao Pisco Jesús Amador Arancha Bueno
https://www.bankinter.com/broker/analisis
http://www.bankinter.com/
Avda de Bruselas, 14
28108 Alcobendas

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:
https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal

Perspectivas para 2018

El entorno más favorable al que apuntaba la compañía en su presentación de resultados del 2T18 no se ha materializado y **DIA ha publicado dos Hechos Relevantes en la CNMV revisando a la baja su previsión de EBITDA para 2018 hasta 350-400 M€ frente a una guía anterior de 500 M€** y reformulando los estados financieros de 2017 para hacer un ajuste negativo de 56 M€ en el patrimonio neto, atribuible en su mayor parte al negocio de la Península Ibérica. Este importe tendrá un impacto negativo en Reservas de 36 M€ y de 20 M€ en el Beneficio Neto de 2017, mientras que aumentará en 56 M€ la partida de Pasivos Corrientes (Acreedores Comerciales). Estos ajustes contables implican una reducción del BNA 2017 de -18% y de Recursos Propios del -17%, con lo que la DFN/R. Propios aumenta de 2,7x a 3,3x. **La compañía no arroja ninguna luz acerca de sus perspectivas ni actuaciones inmediatas y el plan estratégico que se iba a presentar en octubre se retrasa hasta final de año, de manera que la visibilidad sobre la posible evolución del valor es muy baja y el riesgo alto.**

Partiendo de la previsión de EBITDA del grupo y asumiendo una tendencia continuista en la parte inferior de la cuenta de resultados, **estimamos que DIA incurrirá en pérdidas de ~100 M€ en 2018.** Las ventas netas disminuirán en trono a un 12% en el año. En la Península Ibérica, las ventas caerán -3%, mientras que competidores como Mercadona o Carrefour estiman crecimientos de +5-6%. El EBITDA previsto, que no incluye el impacto negativo de 35 M€ por las nuevas normas contables aplicables a Argentina en un entorno de hiperinflación, implica un marge EBITDA de 4,5% en 2018 vs 6,6% en 2017. En un escenario de descenso de las ventas, el apalancamiento negativo juega en contra.

En Octubre, tras el "*profit warning*", tanto Moody´s como S&P rebajaron el rating de DIA a bono basura: de Baa3 a Ba2, con perspectiva en revisión y de BBB- a BB-, con perspectiva negativa respectivamente. Ambas agencias alertan de posibles dificultades de DIA para hacer frente a su endeudamiento. El nuevo plan estratégico podría conllevar además más costes de reestructuración.

Nuevo Plan Estratégico: 2019-2023

Aunque la presentación oficial no está prevista hasta principios de enero, DIA ha adelantado algunas **líneas maestras de su nuevo Plan Estratégico.** En 2019, considerado como año de transición, DIA pretende **(i) reforzar su modelo de negocio en torno a formatos de bajo coste y proximidad a los clientes, (ii) rediseñar su oferta comercial *haciendo mayor énfasis en marcas propias y productos frescos,* (iii) crecer selectivamente y de manera autofinanciada en Latinoamérica y (iv) vender negocios no estratégicos** (DIA Cash&Carry y Clarel). Todo ello con un CAPEX reducido, inferior a 200 M€ en 2019 (vs 350 M€ en 2018). Tras un año de transición, a partir de 2020 el grupo espera mantener crecimientos de ventas anuales de un dígito medio e iniciar una tendencia ascendente en el EBITDA. Entonces, el CAPEX se normalizará a ritmos de 3,5%-4,0% de las ventas.

Con una situación financiera que empieza a ser delicada, fuertes vencimiento s de deuda en 2019 (321,5 M€), un plan ambicioso de remodelación de centros, reformulación de su oferta comercial, renegociación con bancos y proveedores y aclimatación de un nuevo equipo gestor, el futuro inmediato es, cuanto menos, incierto para DIA. En este entorno, nos parece adecuado que DIA haya suspendido la distribución de dividendos com cargo a 2019. Si no consigue revertir la tendencia decreciente de ingresos y EBITDA, efectivamente el grupo tendría grandes dificultades para repagar su deuda com lo que tendría que realizar una ampliación de capital… para invertir en un modelo de negocio de dudoso éxito y com el consiguiente efecto dilutivo para los accionistas.

Vemos muy **improbable el lanzamiento de una OPA por parte del principal accionista**. Según la ley de OPAs, cualquier nueva oferta se debe hacer al mayor precio pagado por el inversor en el último año. En enero 2018 Fridman incrementó su posición en la compañía del 10% al 25% cuando DIA cotizaba a 4,61€. En septiembre adquirió un 4% adicional a través de instrumentos financieros cuando DIA cotizaba a 2€. Esta norma junto con el hecho de que Fridman parece controlar ya de facto la compañía, hacen improbable el lanzamiento de una OPA a corto plazo.

En este entorno, mientras no haya más visibilidad acerca de las líneas e implementación del nuevo plan de negocio y del desempeño próximo del grupo, mantenemos la recomendación de vender com un Precio Objetivo de 0,80€/acción, que estimamos com todas las cautelas.

Equipo de Análisis de Bankinter: Elena Fernández-Trapiella (analista principal de este informe)
Ramón Forcada Esther G. de la Torre Ana de Castro Pilar Aranda Susana André (Mktg & Support)
Rafael Alonso Aránzazu Cortina Joao Pisco Jesús Amador Arancha Bueno
https://www.bankinter.com/broker/analisis
http://www.bankinter.com/
Avda de Bruselas, 14
28108 Alcobendas
Por favor, consulte importantes advertencias legales en:
https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal

Cifras en millones de euros

TACC es la Tasa Anual de Crecimiento Constante

Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	TACC '17-'22
Ventas Brutas	10.314	10.334	9.559	9.820	10.160	10.377	10.601	0,5%
Ventas Netas	8.669	8.621	7.571	7.571	7.950	8.347	8.740	0,1%
EBITDA	628	569	353	367	358	417	437	-5,9%
EBIT	310	247	29	45	108	161	174	-9,2%
BAI	259	186	-41	-30	33	89	104	-14,1%
BNA	174	109	-31	-23	25	67	78	-12,5%

Resumen Balance de Situación

	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Activo No Corriente	2.463	2.403	2.699	2.777	2.768	2.721	2.688
Activo Corriente	951	883	933	968	1.010	1.049	1.100
Caja e IFT	365	340	140	120	180	270	340
PN	392	326	165	67	92	459	755
Pasivo no corriente	284	288	293	358	375	293	293
Deuda financiera	1.243	1.231	1.512	1.669	1.684	1.473	1.209
Pasivo corriente	1.859	1.781	1.801	1.771	1.807	1.816	1.872
Total Activo/Pasivo	3.779	3.626	3.771	3.865	3.958	4.041	4.129

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	VR
= EBITDA	353	367	358	417	437	
- Impuestos sobre Ben. Operativo	-7	-11	-27	-40	-44	
= NOPLAT	346	356	331	377	394	
- Inversiones Activo Fijo	-350	-200	-200	-200	-200	
- Inversiones Activo Circulante	-89	-1	-7	-30	5	
Cash Flow Operativo	-183	74	124	147	199	2.863

Wacc	6,2%
g	1,0%
EV	2.028
- Deuda Neta	-1.422
- Factoring	-100
- Autocartera	0
Valor Equity	506
Número Acciones	622
Equity/Acción (€/acción)	0,8

Método de valoración:
Establecemos un precio objetivo de 0,80€ en función de descuento de flujo de caja libre operativo, con las hipótesis recogidas en las tablas adjuntas.

Matriz de Sensibilidad del Precio Objetivo

WACC\g	0,2%	0,4%	0,6%	0,8%	1,0%	1,2%	1,4%	1,6%	1,8%
5,2%	1,1	1,3	1,4	1,6	1,8	2,1	2,3	2,6	2,9
5,4%	0,9	1,0	1,2	1,4	1,5	1,7	1,9	2,2	2,4
5,7%	0,7	0,8	1,0	1,1	1,3	1,4	1,6	1,8	2,1
5,9%	0,5	0,6	0,8	0,9	1,0	1,2	1,3	1,5	1,7
6,2%	0,4	0,5	0,6	0,7	0,8	0,9	1,1	1,3	1,4
6,4%	0,2	0,3	0,4	0,5	0,6	0,7	0,9	1,0	1,2
6,7%	0,1	0,2	0,2	0,3	0,4	0,5	0,7	0,8	0,9
6,9%	-0,1	0,0	0,1	0,2	0,3	0,4	0,5	0,6	0,7
7,2%	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,2	0,3	0,4	0,5

Equipo de Análisis de Bankinter: Elena Fernández-Trapiella (analista principal de este informe)
Ramón Forcada Esther G. de la Torre Ana de Castro Pilar Aranda Susana André (Mktg & Support)
Rafael Alonso Aránzazu Cortina Joao Pisco Jesús Amador Arancha Bueno
https://www.bankinter.com/broker/analisis
http://www.bankinter.com/
Avda de Bruselas, 14
28108 Alcobendas

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:
https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal