

DIA, Noviembre 2017

DIA

Actualización

Sector: Alimentación y Bebidas (Bienes de Consumo)

Accionistas:

 Baillie Gifford: 10%
 LetterOne: 10%

Analista: Paula Sampedro, CFA

Tel: 34 - 91 - 573 3027

Fax: 34 - 91 - 504 4046

Mesa de contratación

Enrique Zamácola / Javier de Pedro

Tel: 34 - 91 - 573 3027

Fax: 34 - 91 - 504 4046

COMPRAR

RIESGO: MEDIO

 Precio acción (22/11/17): EUR 4,05
Precio objetivo (12 meses): EUR 5,44
 # de acciones (mill): 622,46
 Capitalización bursátil (mill): EUR 2.520,95
 Máx/Mín 2017: EUR (6,00/3,94)
 Máx/Mín (12 meses): EUR (6,00/3,94)
 % Máx/Mín (12 meses): -33/3

 PER 12: 20,7
 PER 13: 20,2
 PER 14: 11,1
 PER 15: 11,3
 PER 16: 14,5
 PER 17 E: 17,3
 PER 18 E: 12,6
 PER 19 E: 12,2
 PER 20 E: 11,7

Principales Ratios

	EV/Ebitda	Ebitda (*)	B° Neto (*)	Cash-flow (*)	BPA	CF acción	Dividendo acción	Pay-out (%)
2012	5,4	584,73	157,88	422,97	0,23	0,62	0,13	56
2013	5,9	541,49	209,26	383,51	0,32	0,59	0,16	50
2014	5,9	514,04	329,23	398,67	0,51	0,61	0,18	36
2015	7,3	499,18	299,22	524,29	0,48	0,84	0,20	42
2016	6,3	541,27	174,04	420,22	0,28	0,68	0,21	75
2017E	6,8	524,96	146,13	450,31	0,23	0,72	0,15	63
2018E	6,0	570,14	200,61	499,58	0,32	0,80	0,17	53
2019E	5,6	589,58	206,02	522,11	0,33	0,84	0,17	53
2020E	5,1	614,14	215,09	547,31	0,35	0,88	0,18	52

(*) EUR millones

Factores Claves de la Inversión

- **DIA (la Compañía o el Grupo), de origen español, es el tercer mayor operador mundial del segmento *hard-discount* de la distribución comercial de productos de consumo cotidiano** y se encuentra entre los tres primeros operadores en los mercados en los que está presente en los siguientes países: España, Portugal, Argentina y Brasil.
- **DIA desarrolla su modelo de negocio a través de cuatro formatos principales:** i) DIA Market, tiendas de *hard discount* de proximidad; ii) DIA Maxi, tiendas de *hard discount* de mayor tamaño y en la periferia; iii) La Plaza de DIA, supermercados; y iv) Clarel, tiendas de proximidad centradas en productos de belleza, cuidado personal y hogar.
- **Creemos que DIA será capaz de ganar cierta cuota de mercado en la península Ibérica** gracias a la combinación de estos formatos y al nuevo enfoque del Grupo hacia un mejor servicio al cliente, en un entorno de mejora económica en la que la importancia del precio pierde cierto peso frente al servicio en las decisiones de compra de los consumidores.
- No obstante, **somos algo pesimistas en la evolución del sector en general en la península Ibérica** ya que esperamos que la inflación mantenga en los próximos años tasas de crecimiento bajas, en un escenario demográfico que, además, apunta hacia un descenso poblacional a medio plazo.
- **En el plano internacional la Compañía seguirá expandiéndose con fuerza en Argentina y Brasil**, donde su competitiva propuesta comercial le permitirá seguir ganando terreno en un sector menos estructurado y en un mercado todavía en expansión.
- Con todo, **estimamos que los resultados de DIA a nivel de explotación mantengan una tasa de crecimiento reducida en los próximos años.** En concreto, proyectamos un crecimiento del EBITDA ajustado del 1,1% tacc hasta 2020, cuando esperamos se sitúe en EUR 654 millones.
- **Esperamos que la reciente consolidación de posiciones en el accionariado de DIA por parte de inversores institucionales dé una mayor estabilidad al valor**, reduciendo la volatilidad de su cotización.
- Tras revisar a la baja nuestras estimaciones de resultados, **hemos reducido nuestro precio objetivo para las acciones de DIA desde EUR 6,10 hasta EUR 5,44**, si bien a los precios actuales de la acción éstas presentan un potencial de revalorización superior al 30%. Señalar que desde la entrada de la sociedad LetterOne en el accionariado a finales de julio, que fue recibida por el valor con una importante alza, las acciones de DIA han retrocedido más de un 30%, adelantando probablemente el deterioro de las condiciones competitivas en la península Ibérica en el 3T2017. No obstante, consideramos que el deterioro del 3T2017 es coyuntural y por tanto que este castigo es excesivo y no refleja la capacidad de generación de caja recurrente que tiene el Grupo. Además, creemos que el perfil defensivo del negocio de la Compañía y su elevada rentabilidad por dividendo, superior al 4%, hacen de DIA un valor atractivo para mantener en cartera. Con todo esto, creemos que los precios actuales a los que cotiza DIA constituyen una oportunidad para entrar en el valor y modificamos nuestra recomendación desde ACUMULAR hasta **COMPRAR**.

RECOMENDACIÓN: COMPRAR
RIESGO: MEDIO

DIA, Noviembre 2017

LOS RESULTADOS DE DIA EN EL 3T2017 ACUSARON UN INESPERADO DETERIORO DE LAS VENTAS COMPARABLES, ESPECIALMENTE EN LA PENÍNSULA IBÉRICA

DIA obtuvo un beneficio neto ajustado de EUR 166,7 millones en los nueve primeros meses de 2017 (9M2017), lo que implica un incremento del 1,0% respecto al alcanzado en el mismo periodo del ejercicio precedente (+0,4% excluyendo los efectos del tipo de cambio).

Las ventas brutas bajo enseña –facturación total incluyendo impuestos indirectos (valor del ticket de caja) y en todos los establecimientos del Grupo– aumentaron un 1,5% en tasa interanual (+1,4% excluyendo variaciones de tipos de cambio), hasta EUR 7.734 millones, impulsadas por las ventas en los mercados emergentes, cuyo crecimiento (+11,4% interanual) compensó el descenso (-3,4% interanual) registrado en la península Ibérica.

Cuadro n. 1

PRINCIPALES MAGNITUDES DE RESULTADOS DE EXPLOTACIÓN 9M2017 vs 9M2016

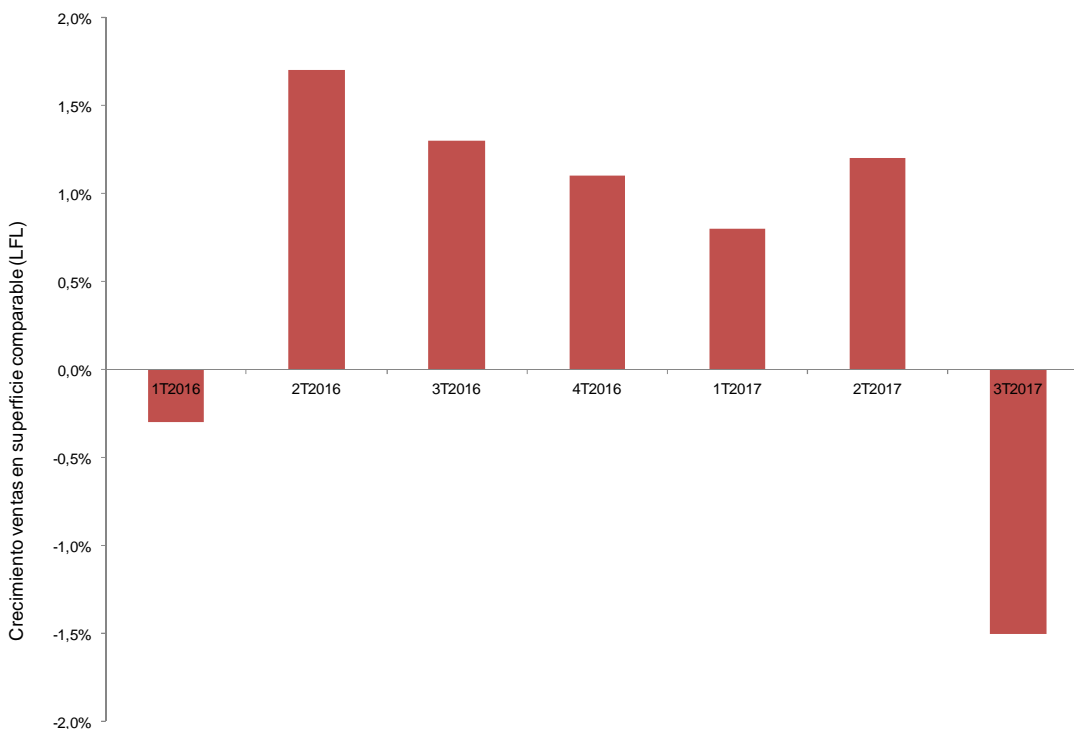
EUR millones	9M2017	17/16 (%)	17/16 (%) a divisa constante
Península Ibérica			
Ventas brutas bajo enseña	4.928,3	-3,4	
EBITDA ajustado	341,0	-5,4	
Margen/ventas netas (%)	8,3	-10 p.b.	
EBIT ajustado	212,6	-5,4	
Margen/ventas netas (%)	5,2	-6 p.b.	
Emergentes			
Ventas brutas bajo enseña	2.805,7	11,4	11,2
EBITDA ajustado	90,7	27,7	25,2
Margen/ventas netas (%)	3,9	+ 50 p.b.	
EBIT ajustado	44,6	22,5	22,5
Margen/ventas netas (%)	1,9	+18 p.b.	
Grupo			
Ventas brutas bajo enseña	7.734,0	1,5	1,4
EBITDA ajustado	431,6	0,0	-0,4
Margen/ventas netas (%)	6,7	-5 p.b.	
EBIT ajustado	257,1	-1,5	-1,5
Margen/ventas netas (%)	4,0	-9 p.b.	

Fuente: Estados financieros de DIA.

DIA, Noviembre 2017

Esta contracción de las ventas en la península Ibérica se produce por un deterioro del crecimiento en superficie comparable (LFL) en el 3T2017, tal y como se muestra en el gráfico n. 1, acompañado del descenso de la superficie de venta consecuencia del proceso de racionalización que está realizando el Grupo en su red de venta así como por un importante número de cierres temporales para realizar remodelaciones, que no deberían repetirse en el 4T2017. No obstante, sí debemos señalar que la evolución de las ventas LFL en el 3T2017, consecuencia de que se ha producido una deflación temporal de productos de temporada en un entorno de fuerte competencia en el sector, nos ha decepcionado, ya que pensábamos que la fase contractiva de esta variable, registrada en los ejercicios 2013–2015, ya estaba superada. La Compañía ha decidido invertir en precios (reducirlos) como respuesta a esta situación competitiva, lo que unido a la finalización del efecto de los cierres temporales de tiendas debería traducirse en una recuperación de las ventas en el 4T2017.

Gráfico n. 1

EVOLUCIÓN DE LAS VENTAS LFL DE DIA EN LA PENÍNSULA IBÉRICA


Fuente: Estados financieros de la Compañía; elaboración propia.

Por el contrario, las ventas en países emergentes se vieron impulsadas principalmente por el crecimiento de las ventas LFL (+8,8% interanual en 9M2017), si bien éstas también se ralentizaron significativamente en el 3T2017 (+6,1% interanual) debido a una menor inflación, habiéndose registrado deflación en los precios de los alimentos en Brasil en el 3T2017 estanco.

DIA, Noviembre 2017

El cash flow de explotación (EBITDA) ajustado se mantuvo plano en el periodo, en EUR 431,6 millones, lo que supone un margen sobre ventas del 6,7%, 5 puntos básicos inferior al registrado en 9M2016.

- Señalar que en la península Ibérica DIA consiguió defender este margen con una caída de sólo 10 puntos básicos en 9M2017, hasta el 8,3%. Así, el EBITDA ajustado de la división retrocedió un 5,4% hasta EUR 341,0 millones.
- Por su lado, en la división de mercados Emergentes el margen EBITDA ajustado sobre ventas mejoró 50 puntos básicos, hasta el 3,9%, impulsando el EBITDA de esta división un 27,7% hasta EUR 90,7 millones, como consecuencia de: i) un menor número de aperturas; ii) el control de costes; iii) mejores condiciones comerciales; y iv) la mejora de la rentabilidad de las nuevas regiones abiertas en Brasil.

Por su lado, el beneficio neto de explotación (EBIT) ajustado del Grupo retrocedió un 1,5%, hasta EUR 257,1 millones, con un descenso de este margen sobre ventas de 9 puntos básicos, hasta el 4,0%.

Los cargos no recurrentes (cargos por reformas, test de valor, planes de incentivos, etc) aumentaron un 12,3%, hasta EUR 72,6 millones, de los que EUR 59,0 millones tienen impacto en caja. Tras esto, el EBIT del Grupo retrocedió un 6,1% en tasa interanual hasta EUR 186,4 millones en 9M2017.

TRAS LA EVOLUCIÓN DE LOS RESULTADOS DE DIA EN EL 3T2017 HEMOS DECIDIDO REVISAR A LA BAJA NUESTRAS PREVISIONES DE RESULTADOS PARA LOS PRÓXIMOS AÑOS

Tras la evolución registrada por el Grupo en el 3T2017 hemos decidido revisar a la baja nuestras estimaciones de resultados para 2017 y los próximos ejercicios frente a las que publicamos en septiembre de 2016. Además, incluimos nuestras estimaciones para los ejercicios 2019 y 2020, tal y como recogemos en el cuadro n. 2.

Así, contemplamos un crecimiento de las ventas brutas bajo enseña del 3,7% en tasa interanual, hasta EUR 12.185,4 millones en 2020, impulsadas principalmente por el crecimiento de las ventas en mercados emergentes, mientras que en la península Ibérica creemos que la capacidad de crecimiento de la Compañía es más limitada.

Además, prevemos un ligero descenso del margen EBITDA ajustado sobre ventas, desde el 7,0% en 2016 hasta el 6,4% en 2020, con lo que calculamos un EBITDA ajustado de EUR 654,1 millones para todo el Grupo al final del periodo de proyección. Este descenso del margen viene determinado por dos razones: i) el mayor crecimiento del negocio en Emergentes, aún con márgenes reducidos (aunque crecientes) por encontrarse en plena expansión y ii) por un descenso del margen en la península Ibérica, tanto por un mayor crecimiento de los formatos Clarel y La Plaza, con márgenes relativamente menores a los del conjunto de la división, como por la inversión en precios que va a realizar el Grupo.

DIA, Noviembre 2017

Cuadro n. 2

REVISIÓN DE ESTIMACIONES-PRINCIPALES MAGNITUDES (2016–2019E)
Noviembre 2017

EUR millones	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
Península Ibérica					
Ventas brutas	6.814,6	6.657,9	6.744,4	6.865,8	6.989,4
EBITDA ajustado	508,0	460,3	454,9	454,4	456,7
Margen/ventas (%)	8,8%	8,2%	8,0%	7,9%	7,8%
Emergentes					
Ventas brutas	3.735,6	4.049,4	4.373,3	4.766,9	5.196,0
EBITDA ajustado	117,1	138,6	155,2	175,1	197,4
Margen/ventas (%)	3,8%	4,1%	4,3%	4,4%	4,6%
Grupo					
Ventas brutas	10.550,1	10.707,3	11.117,8	11.632,8	12.185,4
EBITDA ajustado	625,1	599,0	610,1	629,6	654,1
Margen/ventas (%)	7,0%	6,7%	6,5%	6,4%	6,4%

Septiembre 2016

EUR millones	2016E	2017E	2018E
Península Ibérica			
Ventas brutas	6.977,6	7.186,9	7.345,1
EBITDA ajustado	501,2	516,2	527,6
Margen/ventas (%)	8,5%	8,5%	8,5%
Emergentes			
Ventas brutas	3.748,9	4.288,2	5.002,0
EBITDA ajustado	112,4	134,0	162,5
Margen/ventas (%)	3,6%	3,7%	3,9%
Grupo			
Ventas brutas	10.726,5	11.475,2	12.347,1
EBITDA ajustado	613,6	650,2	690,1
Margen/ventas (%)	6,8%	6,7%	6,6%

Fuente: Estados financieros de la Compañía 2016; estimaciones propias.

DIA, Noviembre 2017

A continuación detallamos las hipótesis que hemos tenido en cuenta en cada mercado:

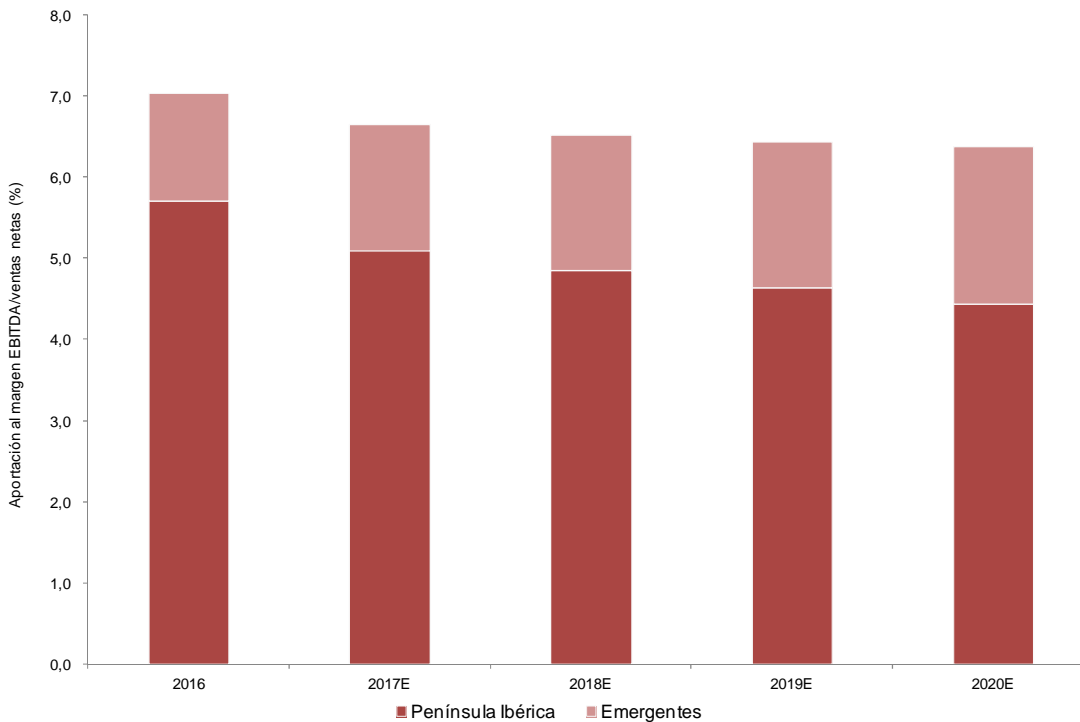
- **Península Ibérica:** Esperamos un crecimiento de las ventas en superficie comparable del 0,2% en 2017, acusando la evolución registrada en el 3T2017 pero que esperamos se dé la vuelta en el 4T2017 por la inversión en precios que va a realizar el Grupo. En los siguientes ejercicios esperamos un crecimiento de las ventas LFL del 0,8% anual, ya que contemplamos que se mantenga el escenario de baja inflación en un entorno de estancamiento (y no descartamos descenso) demográfico. En este escenario, hemos decidido ser, además, conservadores en cuanto al crecimiento de la superficie comercial que puede llevar a cabo DIA, y esperamos que ésta aporte 0,5–1,0 puntos porcentuales al año al crecimiento de las ventas (2,0% en nuestras anteriores estimaciones). Este desarrollo comercial estará liderado por las nuevas enseñanzas de la marca: Clarel (hogar y cosmética) y La Plaza de DIA (supermercados), donde creemos que la propuesta comercial de DIA tiene más capacidad de expansión, en un mercado que ya consideramos maduro y en el que la expansión comercial debe lograrse a base de ganar cuota de mercado. En este sentido, señalar que Clarel no tiene un competidor directo claro, ya que las cadenas de distribución en este segmento tienen una oferta concentrada en productos de mayor precio que los de Clarel. Por su lado, La Plaza compite contra los operadores locales y pequeños comerciantes, frente a los que DIA creemos que presenta una ventaja competitiva en cuanto a costes operativos que le permitirá ir arañando cuota de mercado. Además, creemos que la nueva estrategia de DIA de situar al cliente en el centro de su toma de decisiones, que se traduce en una ampliación de la oferta y en una mejora del servicio a los clientes, al tiempo que mantiene la competitividad en precios, le permitirán defender su modelo de negocio frente a otros grandes operadores del sector, por lo que no prevemos pérdida de cuota de mercado frente a ellos. Con esto, proyectamos un crecimiento de las ventas brutas bajo enseña del 0,6% anual acumulado (tacc) en la península Ibérica hasta alcanzar EUR 6.989,4 millones.

Además, hemos proyectado un descenso del margen EBITDA ajustado sobre ventas desde el 8,8% en 2016 hasta 7,75% en 2020, por el incremento en el *mix* de negocio de formatos con menores márgenes y por la inversión en precios, tal y como hemos señalado antes, con lo que calculamos un descenso del EBITDA del 2,6% tacc, hasta EUR 456,7 millones en 2020.

- **Emergentes (Brasil y Argentina):** Contemplamos un crecimiento de las ventas en superficie comparable del 4%-6% anual en euros, derivado de cierto crecimiento en volumen y una inflación moderada –asumimos que tasas elevadas de inflación son compensadas a medio plazo por una devaluación de la divisa. Además, calculamos que el incremento de la superficie comercial aportará 2,4 puntos porcentuales en 2017 y 4–5 puntos porcentuales en los siguientes ejercicios al crecimiento de las ventas, al tratarse de mercados menos maduros, especialmente en el caso de Brasil, donde creemos que DIA tiene todavía capacidad de crecer frente a los pequeños comercios locales. Con esto, calculamos que las ventas brutas bajo enseña de DIA en los mercados Emergentes alcanzarán en 2020 EUR 5.196,0 millones, lo que supone un crecimiento del 8,6% tacc.

Al revés que en el caso de Iberia, esperamos que el margen EBITDA ajustado sobre ventas de este negocio mejore progresivamente a medida que van madurando las operaciones del Grupo en la zona. Así, proyectamos una mejora desde el 3,8% en 2016 hasta alcanzar en 2020 un 4,6%, margen que todavía creemos tendrá recorrido al alza a medio plazo. Con esto, proyectamos un crecimiento del EBITDA ajustado del 13,9% tacc, hasta EUR 197,4 millones en 2020.

Gráfico n. 2

APORTACIÓN ESTIMADA DE CADA NEGOCIO AL MARGEN EBITDA AJUSTADO/VENTAS NETAS (2016–2020E)


Fuente: Estados financieros de la compañía 2016; estimaciones propias.

Nota: Aportación calculada como peso en el mix de ventas * margen EBITDA

Además, hemos incluido costes no recurrentes con salida de caja por unos EUR 74 millones en 2017 y unos EUR 40 millones en cada uno de los ejercicios siguientes, correspondientes al continuo proceso de reformas de sus tiendas que lleva a cabo la Compañía. Tras esto, y tras unas amortizaciones que aumentarán a una tasa del 4,4% anual, hasta EUR 276,65 millones en 2020 –preveamos unas inversiones de alrededor de EUR 350 millones anuales– calculamos que el EBIT del Grupo se situará en 2020 en EUR 337,5 millones, lo que supone una tasa de crecimiento compuesto del 3,4% respecto a 2016, y un margen sobre ventas del 3,3%, similar al registrado en 2016. Las amortizaciones que hemos calculado no difieren significativamente respecto a nuestras estimaciones anteriores.

Calculamos un descenso más o menos progresivo de los gastos financieros netos en el periodo desde EUR 52,0 millones en 2016, pasando por EUR 54,7 millones en 2017 (proyecciones anteriores: EUR 48,5 millones), EUR 50,7 millones en 2018 (estimaciones anteriores: EUR 44 millones), EUR 47,6 millones en 2019 y hasta EUR 46,9 millones en 2020, como consecuencia del retroceso que esperamos registre el endeudamiento de la Compañía. En concreto, calculamos un retroceso de la deuda neta desde EUR 878 millones en 2016 hasta EUR 595 millones en 2020. En estas estimaciones se incluye un reparto de algo más de EUR 400 millones en dividendos en el periodo.

DIA, Noviembre 2017

Finalmente, señalar que hemos mantenido una tasa impositiva del 26% en todo el periodo proyectado. Además, incluimos en 2017 EUR 15 millones de pérdidas derivadas del negocio del Grupo en China, que esperamos venda en los próximos trimestres –en los siguientes ejercicios no contemplamos apuntes contables derivados de este negocio, al que en nuestra valoración del Grupo hemos otorgado un valor de cero.

Con todo ello, esperamos que DIA registre un beneficio neto de EUR 146,1 millones en 2017 (estimaciones anteriores: EUR 229,8 millones), EUR 200,6 millones en 2018 (estimaciones anteriores: EUR 257,6 millones), EUR 206,0 millones en 2019 y EUR 215,1 millones en 2020.

RECORTAMOS NUESTRO PRECIO OBJETIVO PARA LAS ACCIONES DE DIA DESDE EUR 6,10 HASTA EUR 5,44 POR ACCIÓN, LO QUE A LOS PRECIOS ACTUALES DE COTIZACIÓN DE VALOR SUPONE UN POTENCIAL DE REVALORIZACIÓN DE MÁS DEL 30%

Hemos valorado DIA utilizando un modelo de descuento de flujos de caja del inversor ajustado a impuestos con el que hemos obtenido un valor para la Compañía de EUR 3.601,08 millones (anterior valoración: EUR 3.936,68 millones), lo que supone un precio por acción de EUR 5,79 (anterior valoración: EUR 6,32). Las principales hipótesis incluidas en nuestro modelo de valoración se detallan en la exposición que hemos realizado de nuestras estimaciones de resultados para el periodo 2017–2020. El coste medio ponderado del capital del Grupo (*WACC*), tasa a la que descontamos los flujos de caja estimados, es del 4,56% (su cálculo se recoge en el anexo n. 3), frente al 4,31% empleado en septiembre de 2016.

Asimismo, hemos valorado DIA en función de los multiplicadores bursátiles a los que cotizan sus principales competidores según las estimaciones del consenso de analistas *FactSet* para el ejercicio 2018. Aplicando este método, tal y como se muestra en el cuadro adjunto, hemos alcanzado un precio para las acciones de DIA de EUR 5,09 por acción, lo que supone valorar el Grupo en EUR 3.169,24 millones (anterior valoración: EUR 5,88 por acción y EUR 3.658,54 millones, respectivamente).

Cuadro n. 3

VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS BURSÁTILES – 22 noviembre 2017

Compañía	País	PER 2018E	EV/EBITDA 2018E	P/CFA 2018E
Carrefour SA	Francia	13,3x	4,4x	4,6x
Casino, Guichard-Perrachon SA	Francia	13,8x	4,7x	3,7x
Royal Ahold Delhaize N.V.	Países Bajos	12,0x	5,8x	5,8x
J Sainsbury plc	Reino Unido	11,0x	4,5x	4,2x
Tesco PLC	Reino Unido	15,1x	6,0x	6,7x
Wm Morrison Supermarkets plc	Reino Unido	16,5x	6,5x	6,4x
Jeronimo Martins SGPS SA	Portugal	21,8x	9,7x	11,4x
BIM Birlesik Magazalar A.S.	Turquía	22,4x	14,3x	15,8x
Etablissements Franz Colruyt N.V.	Bélgica	18,3x	8,7x	10,9x
Companhia Brasileira de Distribuicao F	Brasil	25,5x	7,1x	7,2x
Organizacion Soriana SAB de CV Clas	México	13,9x	6,7x	8,4x
ICA Gruppen AB	Suecia	17,2x	10,9x	11,1x
Mediana		15,8x	6,6x	7,0x
Valoración DIA (EUR/acción)		5,09	4,59	5,60
Promedio (EUR/acción)				5,09

Fuente: FactSet; elaboración propia.

DIA, Noviembre 2017

Combinando ambos métodos de valoración obtenemos un valor para DIA de EUR 3.385,16 millones (valoración anterior: EUR 3.797,61 millones) y un precio objetivo para sus acciones de EUR 5,44 por acción (anterior valoración: EUR 6,10 por acción), respecto al cual las acciones de DIA presentan un potencial de revalorización de más del 30% en la actualidad.

CREEMOS QUE EL CASTIGO QUE HA SUFRIDO LA COTIZACIÓN DE DIA ES UNA OPORTUNIDAD PARA ENTRAR EN EL VALOR. MODIFICAMOS NUESTRA RECOMENDACIÓN DESDE ACUMULAR HASTA COMPRAR

DIA es el tercer mayor operador mundial del segmento *hard discount* de la distribución comercial de productos de consumo cotidiano y se encuentra entre los tres primeros operadores en los mercados en los que está presente: España, Portugal, Argentina y Brasil, manteniendo la imagen de precio más barato del sector.

En los últimos años DIA ha ampliado la gama de formatos con los que trabaja con el fin de ampliar su base de clientes y seguir creciendo. Así, ha incorporado a sus enseñas tradicionales de *hard discount* DIA Market (proximidad) y DIA Maxi (de mayor tamaño y situada a las afueras de las ciudades), la enseña La Plaza de DIA (supermercado de proximidad) y Clarel (establecimientos de proximidad centrados en productos de belleza, cuidado personal y hogar). Creemos que esta combinación de formatos, y la nueva estrategia del Grupo de poner al cliente en el centro de su toma de decisiones, ampliando su oferta y mejorando su servicio, permitirán a DIA defender su cuota de mercado frente a los grandes operadores del sector en la península Ibérica, mercado maduro donde la competencia es alta, mientras que va ganando cuota de mercado frente a los competidores locales de pequeño tamaño. No obstante, con una inflación que esperamos se mantenga en los actuales bajos niveles y con una pirámide de población envejecida, esperamos que los resultados de DIA retrocedan ligeramente en esta área geográfica en los próximos años.

Por otro lado, DIA complementa su posición en la península Ibérica con su presencia en Argentina y Brasil, mercados con pirámides demográficas más jóvenes y donde, además, el sector está menos maduro, por lo que creemos que DIA todavía tiene un importante potencial de expansión, especialmente en Brasil, mercado de gran tamaño. Así, esperamos que DIA siga ganando cuota de mercado en estos países, lo que unido al crecimiento del propio mercado, le permitirá mantener ritmos de crecimiento relativamente elevados.

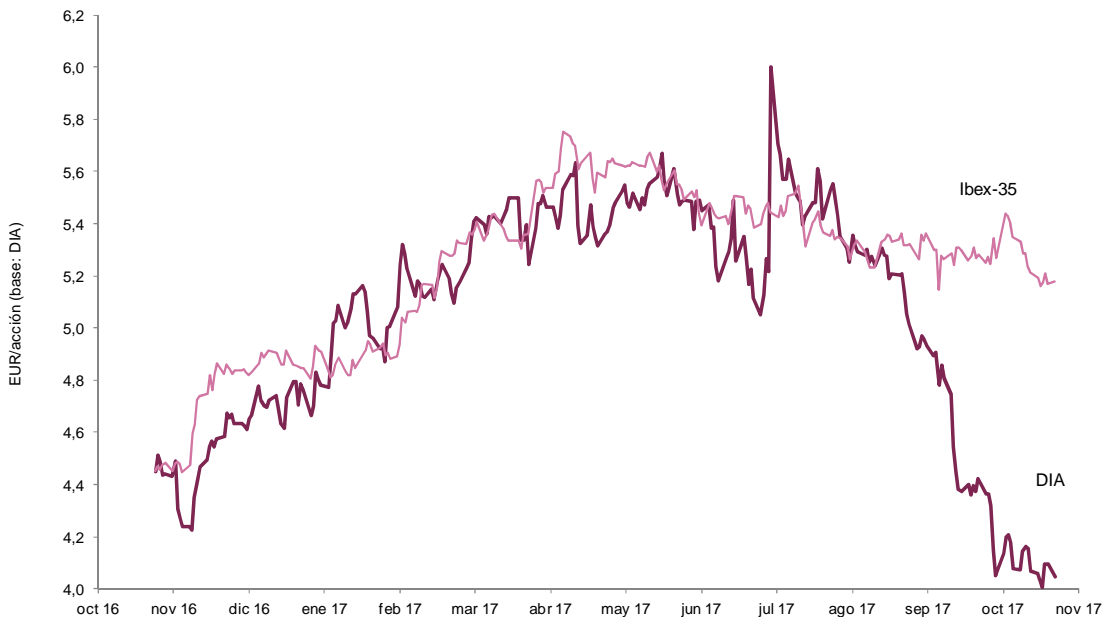
Con todo ello, esperamos que en los próximos ejercicios los resultados de explotación del Grupo mantengan un ligero crecimiento, combinando cierto descenso en la península Ibérica con un ritmo dinámico en los mercados emergentes. En concreto, proyectamos un crecimiento del cash flow de explotación (EBITDA) ajustado del 1,1% tacc hasta 2020.

Además, creemos interesante destacar que la entrada en el accionariado de DIA del fondo escocés Baillie Gifford en abril de 2015, con una participación del 10%, y, posteriormente, de la firma de inversión basada en Londres LetterOne a finales del pasado mes de julio, con otra participación del 10% (incluyendo derivados), otorgan cierta estabilidad al accionariado del Grupo, que tradicionalmente ha venido acusando la falta de un accionista de referencia, lo que facilitaba la toma de posiciones especulativas en el valor.

DIA, Noviembre 2017

Gráfico n. 3

COTIZACIÓN DE DIA vs IBEX-35 – 12 MESES



Fuente: FactSet.

Tras revisar a la baja nuestras estimaciones de resultados, hemos reducido nuestro **precio objetivo** para las acciones de DIA desde EUR 6,10 hasta **EUR 5,44**, si bien a los precios actuales de la acción éstas presentan un potencial de revalorización de más del 30%. Señalar que desde la entrada de LetterOne, que fue recibida por el valor con una importante alza, las acciones de DIA han retrocedido más de un 30%, adelantando probablemente el deterioro de las condiciones competitivas en la península Ibérica en el 3T2017. No obstante, consideramos que este deterioro es en gran medida coyuntural y, por tanto, el castigo sufrido por el valor es excesivo y no refleja la capacidad de generación de caja recurrente que tiene el Grupo. Además, creemos que el perfil defensivo del negocio de la Compañía y su elevada rentabilidad por dividendo, superior al 4%, hacen de DIA un valor atractivo para mantener en cartera. Con todo esto, creemos que los precios actuales a los que cotiza DIA constituyen una oportunidad para entrar en el valor y modificamos nuestra recomendación desde ACUMULAR hasta **COMPRAR**.

DIA, Noviembre 2017

ANEXO n. 1
PRINCIPALES RATIOS ECONÓMICO-FINANCIEROS
(Evolución 2012/2016; Proyecciones 2017/2020)

	2020E	2019E	2018E	2017E	2016	2015	2014	2013	2012
RATIOS DE LIQUIDEZ A CORTO PLAZO									
. Ratio de solvencia (acir/pcir)	0,50	0,52	0,57	0,56	0,59	0,51	0,53	0,48	0,48
. Activo disponible (ef+real)/pcirc	0,11	0,11	0,11	0,10	0,15	0,07	0,09	0,11	0,14
. Fondo de maniobra operativo (Euro. mill.)	-1.073,72	-997,75	-926,76	-826,13	-1.022,39	-735,16	-895,40	-1.032,36	-1.051,95
ESTRUCTURA DE CAPITAL/SOLVENCIA A LARGO PLAZO									
. Patrimonio neto/pasivo total	0,18	0,16	0,13	0,11	0,10	0,09	0,12	0,05	0,04
. Patrimonio neto/pasivo l/p	1,28	0,81	0,47	0,36	0,34	0,32	0,60	0,22	0,19
. Patrimonio neto/activo fijo	0,27	0,23	0,20	0,16	0,16	0,13	0,19	0,08	0,07
. Fondos accionista/activo fijo	0,27	0,23	0,20	0,16	0,16	0,13	0,19	0,08	0,07
. Recursos permanentes/activo fijo	0,49	0,52	0,63	0,61	0,62	0,55	0,50	0,46	0,42
. Recursos ajenos/activo total	0,82	0,84	0,87	0,89	0,90	0,91	0,88	0,95	0,96
. Deuda neta/fondos accionista	82%	123%	174%	259%	224%	364%	141%	354%	423%
. EBIT/gastos financieros netos	-7,19	-6,85	-6,35	-4,98	-5,67	-4,89	-7,96	-10,76	-11,89
. Gastos financieros netos/ventas n.	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,5%	-0,4%	-0,3%
. CF explot./gts.financieros netos	-13,09	-12,40	-11,26	-9,59	-10,40	-8,91	-12,63	-16,46	-22,55
. Endeudamiento neto (EUR millones)	595,2	760,1	897,3	1.055,1	878,4	1.140,6	533,4	651,0	624,0
RENDIMIENTO INVERSIÓN									
. ROA	5,4%	5,3%	5,3%	4,2%	4,6%	9,5%	6,8%	6,7%	5,7%
. ROE	32,1%	36,4%	43,5%	40,3%	48,1%	90,6%	78,5%	143,7%	162,2%
. ROCE	18,4%	17,2%	16,4%	14,6%	15,1%	29,8%	28,5%	31,3%	29,0%
. BAII/fondos accionista (A)	43,4%	49,2%	58,7%	54,5%	68,9%	63,1%	100,9%	193,9%	224,6%
. BAII/recursos permanentes (A1)	25,3%	21,7%	20,4%	17,7%	20,7%	23,7%	31,9%	36,5%	32,9%
. A/A1	1,71	2,26	2,88	3,08	3,33	2,66	3,16	5,31	6,84
RESULTADOS EXPLOTACIÓN									
. Margen bruto	20,5%	20,5%	20,5%	20,5%	21,7%	21,4%	20,7%	20,6%	20,1%
. Ebitda/ventas	6,0%	6,0%	6,1%	5,8%	6,1%	5,6%	6,4%	6,8%	6,0%
. Margen explotación	3,3%	3,3%	3,4%	3,0%	3,3%	3,1%	4,0%	4,5%	3,2%
. BAII/ventas	2,8%	2,8%	2,9%	2,4%	2,7%	2,4%	3,5%	4,0%	2,9%
. Bº Neto/ventas	2,1%	2,1%	2,1%	1,6%	2,0%	3,4%	4,1%	2,6%	1,6%
UTILIZACIÓN DEL ACTIVO									
. Ventas/tesorería	34,10	37,11	40,75	30,52	34,16	50,48	34,75	25,95	30,32
. Ventas/cuentas a cobrar	31,12	31,10	30,99	32,32	36,79	38,32	35,27	40,83	52,36
. Ventas/existencias	15,90	15,24	14,59	13,73	14,39	16,00	14,59	14,82	18,51
. Ventas/activo total	2,57	2,51	2,45	2,34	2,41	2,72	2,47	2,35	2,89
DATOS POR ACCIÓN									
. Beneficio neto por acción (Euro)	0,35	0,33	0,32	0,23	0,28	0,48	0,51	0,32	0,23
. Dividendo por acción (Euro)	0,18	0,17	0,17	0,15	0,21	0,20	0,18	0,16	0,13
. Cash-flow por acción (Euro)	0,88	0,84	0,80	0,72	0,68	0,84	0,61	0,59	0,62
. Valor contable por acción (Euro)	1,16	0,99	0,83	0,65	0,63	0,50	0,58	0,28	0,22
. Precio/valor contable (*)	3,49	4,09	4,89	6,19	6,43	10,81	9,71	23,05	22,13
RATIOS BURSÁTILES									
. Precio (Euro) (*)	4,05	4,05	4,05	4,05	4,05	5,44	5,63	6,50	4,81
. PER (veces)	11,7	12,2	12,6	17,3	14,5	11,3	11,1	20,2	20,7
. Precio/Cash-flow	4,6	4,8	5,0	5,6	6,0	6,5	9,2	11,0	7,7
. Rentabilidad por dividendo	4,5%	4,3%	4,2%	3,7%	5,2%	3,7%	3,2%	2,5%	2,7%
. Pay-out	52,3%	52,6%	52,8%	63,2%	75,1%	41,6%	35,6%	49,8%	55,9%

 (*) La cotización utilizada para los ejercicios 2016-2020 es la actual.
 Fuente: Memorias anuales de la Compañía. Estimaciones propias.

DIA, Noviembre 2017

ANEXO n. 2

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS - Grupo Consolidado
 (Evolución 2012/2016; Proyecciones 2017/2020)

EUR millones	2020E	2019E	2018E	2017E	2016	2015	2014	2013	2012
Total Ventas Netas	10.231,92	9.769,48	9.338,46	8.994,99	8.867,62	8.925,45	8.010,97	7.945,58	9.707,55
Coste de Ventas	(8.134,38)	(7.766,74)	(7.424,08)	(7.151,01)	(6.942,01)	(7.018,88)	(6.350,65)	(6.312,37)	(7.754,44)
MARGEN BRUTO	2.097,54	2.002,74	1.914,38	1.843,97	1.925,61	1.906,57	1.660,31	1.633,21	1.953,11
Gastos Explotación	(1.606,19)	(1.530,40)	(1.456,31)	(1.426,95)	(1.495,32)	(1.503,61)	(1.251,53)	(1.185,98)	(1.500,18)
Otros ingresos de explotación	122,78	117,23	112,06	107,94	110,98	96,22	105,25	94,26	131,79
CASH-FLOW DE EXPLOTACION (EBITDA)	614,14	589,58	570,14	524,96	541,27	499,18	514,04	541,49	584,73
Amortizaciones y depreciaciones	(276,65)	(263,71)	(248,48)	(252,56)	(246,22)	(225,04)	(190,13)	(187,45)	(276,59)
BENEFICIO EXPLOTACION	337,49	325,87	321,66	272,40	295,06	274,14	323,91	354,04	308,14
Rdos. financieros netos	(46,92)	(47,56)	(50,65)	(54,74)	(52,03)	(56,03)	(40,71)	(32,90)	(25,93)
Puesta en equivalencia	0,09	0,09	0,09	0,09	0,09	0,00	0,00	0,00	1,07
RDO ANTES DE IMPUESTOS (BAI)	290,66	278,41	271,10	217,75	243,12	218,12	283,20	321,14	283,28
Impuestos	(75,57)	(72,39)	(70,49)	(56,61)	(69,12)	82,61	(74,56)	(100,81)	(101,84)
B. ACTIVIDADES CONTINUADAS	215,09	206,02	200,61	161,13	174,00	300,73	208,64	220,33	181,44
Rdo. Actividades interrumpidas	0,00	0,00	0,00	(15,00)	0,00	(1,48)	120,58	(24,27)	(35,06)
RESULTADO CONSOLIDADO	215,09	206,02	200,61	146,13	174,00	299,25	329,22	196,06	146,39
Minoritarios	0,00	0,00	0,00	0,00	0,04	(0,03)	0,01	13,20	11,50
BENEFICIO ATRIBUIBLE Grupo	215,09	206,02	200,61	146,13	174,04	299,22	329,23	209,26	157,88
<i>EBITDA</i>	<i>614,14</i>	<i>589,58</i>	<i>570,14</i>	<i>524,96</i>	<i>541,27</i>	<i>499,18</i>	<i>514,04</i>	<i>541,49</i>	<i>584,73</i>
<i>EBIT</i>	<i>337,49</i>	<i>325,87</i>	<i>321,66</i>	<i>272,40</i>	<i>295,06</i>	<i>274,14</i>	<i>323,91</i>	<i>354,04</i>	<i>308,14</i>
<i>Cash-flow ejercicio</i>	<i>547,31</i>	<i>522,11</i>	<i>499,58</i>	<i>450,31</i>	<i>420,22</i>	<i>524,29</i>	<i>398,67</i>	<i>383,51</i>	<i>422,97</i>

BALANCE DE SITUACIÓN - Grupo Consolidado - Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF)
 (Evolución 2012/2016; Proyecciones 2017/2018)

EUR millones	2018E	2017E	2016	2015	2014	2013	2012
ACTIVOS NO CORRIENTES	2.582,12	2.522,22	2.507,26	2.355,10	1.996,98	2.239,75	2.202,12
ACTIVOS CORRIENTES	1.262,27	1.255,45	1.409,07	1.087,53	1.130,01	1.130,84	1.202,53
TOTAL ACTIVO	3.844,39	3.777,67	3.916,33	3.442,63	3.126,99	3.370,59	3.404,64

EUR millones	2018E	2017E	2016	2015	2014	2013	2012
PATRIMONIO NETO	515,78	407,58	392,10	313,23	377,57	183,64	147,66
PASIVOS NO CORRIENTES	1.106,78	1.124,13	1.155,01	993,55	628,92	839,47	769,25
PASIVOS CORRIENTES	2.221,84	2.245,97	2.369,22	2.135,85	2.120,50	2.347,49	2.487,73
TOTAL PASIVO	3.844,39	3.777,67	3.916,33	3.442,63	3.126,99	3.370,59	3.404,64
Número acciones (millones)	622,46	622,46	622,46	622,46	651,07	651,07	679,34

Fuente: Memorias anuales de la Compañía. Estimaciones propias.

DIA, Noviembre 2017

ANEXO n. 3
CÁLCULO DE LA TASA DE DESCUENTO APLICADA AL MODELO

WACC (Weighted average cost of capital)	recursos empleados	proporción recursos empleados	coste (*) oportunidad	tasa impositiva normalizada	coste después tasa imp.	contribución tasa actualización
Fondos Propios 31/12/17E	407,58	28%	7,83%	--	7,83%	2,18%
Deuda neta 31/12/17E (Euro mill.)	1.055,07	72%	4,40%	25,0%	3,30%	2,38%
Total	1.462,65	100%				4,56%

(*) Coste oportunidad: i) FPPP: Tir bono 10 años + prima riesgo; ii) Deuda neta: coste deuda + prima riesgo

VALORACIÓN DE LA COMPAÑÍA - PRINCIPALES PARÁMETROS APLICADOS

		Deuda neta	Valor compañía
DCF ajustado (Euro mill.)	654,31		
Valor residual	4.001,85		
Total	<u>4.656,16</u>	(1.055,07)	3.601,08
Valoración por acción - Euro			5,79

Tir bono 10 años:	1,46%
g (crecimiento perpétuo):	1,00%
Prima mercado:	7,32%
Beta:	0,87
Prima de riesgo	6,37%
PER Residual:	28,1

CÁLCULO DEL CASH-FLOW DE EXPLOTACIÓN AJUSTADO A IMPUESTOS

(Evolución 2012/2016; Proyecciones 2017/2020)

EUR millones	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
Beneficio explotación (EBIT)	308,14	354,04	323,91	274,14	295,06	272,40	321,66	325,87	337,49
Impuestos imputables al EBIT	(111,13)	(111,14)	(85,30)	103,83	(83,91)	(70,85)	(83,66)	(84,75)	(87,77)
EBIT ajustado (NOPLAT)	197,01	242,90	238,61	377,97	211,15	201,55	238,00	241,12	249,72
Amortización y otros cargos	276,59	187,45	190,13	225,04	246,22	252,56	248,48	263,71	276,65
Cash-flow explotación ajustado	473,60	430,35	428,74	603,01	457,36	454,11	486,48	504,83	526,37

