

Perspectivas sobre DIA

Western Gate

Aviso legal: el contenido de esta presentación queda sujeto al "disclaimer" publicado en nuestra página Web.



Western Gate – ¿Quiénes somos?

Western Gate es la entidad de inversiones de la *Family Office* de Luis Amaral, e invierte en sociedades privadas y cotizadas pertenecientes fundamentalmente a los sectores de venta minorista y bienes de consumo. Nuestro equipo cuenta con amplia experiencia en estos sectores y ha desarrollado sus propias perspectivas sobre la proyección futura de los mismos.

Nuestra filosofía de inversión a largo plazo tiene como finalidad la consecución de una rentabilidad sólida y sostenible, de manera que se preserve el patrimonio para su transmisión a futuras generaciones. Las inversiones se centran en empresas con modelos de negocio sólidos, estrategia de emprendimiento, sólidos modelos de gobierno corporativo y niveles adecuados de responsabilidad y ética. Para nosotros resulta esencial que tanto las decisiones estratégicas como la asunción de riesgos se basen en datos y hechos.

Buscamos invertir en empresas en las que consideramos que existe espacio para la creación de valor para todos los interesados, esto es, empleados, clientes, proveedores, accionistas y comunidades en las que se desarrolla la actividad de las mismas.

¿Por qué DIA?

Sólido modelo operativo

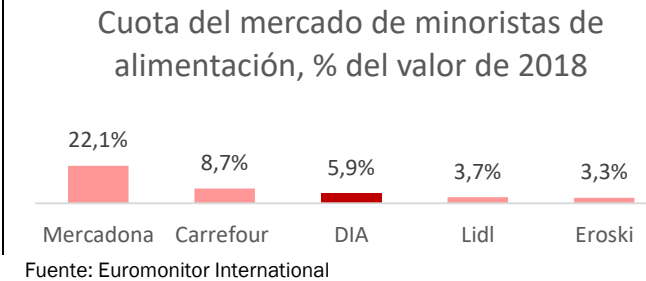
- Western Gate cree en el modelo de negocio de DIA, y en el hecho de que el formato de tiendas de conveniencia hacia el que está evolucionando DIA es el mejor enfoque de cara al futuro del comercio minorista, si la estrategia conducente a ello se lleva a la práctica correctamente. Las claves que buscamos en una empresa de venta minorista son Conveniencia y Datos. Actualmente, tenemos una participación cercana al 2% en la sociedad.

Los problemas financieros se resolverán con una emisión de derechos

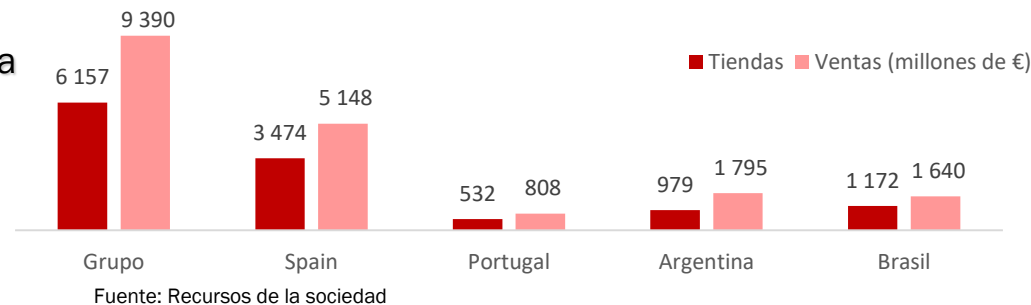
- Consideramos que, a pesar de los problemas financieros que sufre DIA, esta cuenta con un modelo de negocio sólido cuya eficiencia puede incrementarse fácilmente, y que por ello se beneficiará enormemente de la Emisión de Derechos, que dará lugar a la disminución de su deuda neta y al aumento de la solidez de la plataforma que se derivará de ella, desde la cual podrá llevarse a la práctica la estrategia definida por el consejo de administración.

➔ Una gran oportunidad para aumentar el valor para todos los interesados

Una sólida presencia en España



Una sólida presencia mundial



La oferta pública de adquisición voluntaria (OPA) subestima el valor de DIA

- Western Gate considera que la OPA socava el valor de las acciones de DIA, y que Letterone ha aprovechado la confusión derivada del gran volumen de saneamiento de deudas y de los efectos de los tipos de cambio de divisas en 2018 para adquirir DIA a un precio bajo.
- Los *tests* de deterioro confirman que el importe de los saneamientos de deudas asciende a 79,9 M EUR, que los activos por impuestos diferidos se han reducido en 170 M EUR y que las variaciones de los tipos de cambio han incidido en un -4% sobre el beneficio neto y en un -15,7% sobre el valor de las existencias. Estos conceptos extraordinarios han contribuido a que la cifra de fondos propios negativos alcance los -166 M EUR.
- El valor empresarial de la compañía se ha visto mermado por los problemas financieros, cuestiones contables aisladas, las advertencias sobre inadecuación a las previsiones de beneficios, así como a la inestabilidad del modelo de gobierno en el consejo de administración.

Efecto de la OPA

Reducción de la deuda neta en 500 M EUR

- La inyección de liquidez de 500 M EUR propuesta por Letterone se destinará a reducir la deuda y, lo que es más importante, a pagar la emisión de bonos de 306 M EUR en julio de 2019. Esto supondrá una reducción de la deuda neta, que la situaría en 952 M EUR, y del ratio de apalancamiento, que pasaría a ser de 2,47x EBITDA.

Restablecimiento de la confianza de los proveedores

- Además de la consiguiente reducción de la deuda neta, hay que tener en cuenta que en 2018 se produjo una reducción de los plazos medios de pago a proveedores, que debería revertirse tras la inyección de liquidez, generando así una nueva reducción de la deuda neta.
- Asumiendo la aprobación de la ampliación de capital de 500 M EUR propuesta por Letterone, hemos concebido un escenario conservador, según el cual:
 - I. Se revertirían 2/3 de la reducción de las cuentas por pagar de 2018

Efecto de la emisión de derechos sobre el valor de las acciones

Reversión de 2/3 de la reducción de los plazos de pago

Efecto sobre la deuda neta	Millones de EUR	2018	Tras la emisión de derechos
Variación del fondo de maniobra comercial negativo		-274	-228,6
Emisión de derechos		0	500
Variación de la deuda neta		-506,1	663,5
Deuda neta		1451,6	788,1
Deuda neta / EBITDA		3,77x	2,05x

	Dic 2017	2T 2018	Dic 2018	OVA ² de L1 ³	Comparables ¹
VE / EBITDA (x)	6,28	5,39	4,52	4,85	7,3
EBITDA	385	385	385	385	385
Valor empresarial	2 418	2 075	1 740	1 867	2 811
Deuda neta tras la ampliación de capital	788	788	788	788	788
Valor patrimonial	1 630	1 287	952	1 079	2 022
Valor de la acción tras la ampliación de capital	2,62	2,07	1,53	1,73	3,25
OPA de Letterone	0,67				
Descuento de la OPA de Letterone: 0,67€	74%	68%	56%	61%	79%
Múltiplo de salida	2,91x	2,09x	1,28x	1,59x	3,85x

La oferta de Letterone frente al valor de la sociedad y de otras comparables

- Según el ratio VE/EBITDA, la oferta representa el 56% de la valoración de la sociedad tras la emisión de derechos
- Teniendo en cuenta el grupo de empresas comparables, la oferta representa un descuento del 79% sobre la valoración después de la emisión de derechos
- Esto supone que, en 0,67€, el potencial de incremento para Letterone podría ser de 3,85x

Emisión de derechos propuesta por el consejo de administración

- La inyección de liquidez resultante de la emisión de derechos de 600 M EUR restauraría la credibilidad de la empresa para el sistema bancario, los obligacionistas y los proveedores, y permitiría construir una base sólida para la ejecución de la estrategia del nuevo equipo directivo, además de solventar la situación patrimonial negativa.
- Se ha realizado el mismo análisis a partir de esta inyección de liquidez de 600 M EUR y de los efectos de la reversión de la disminución de plazos en las cuentas por pagar

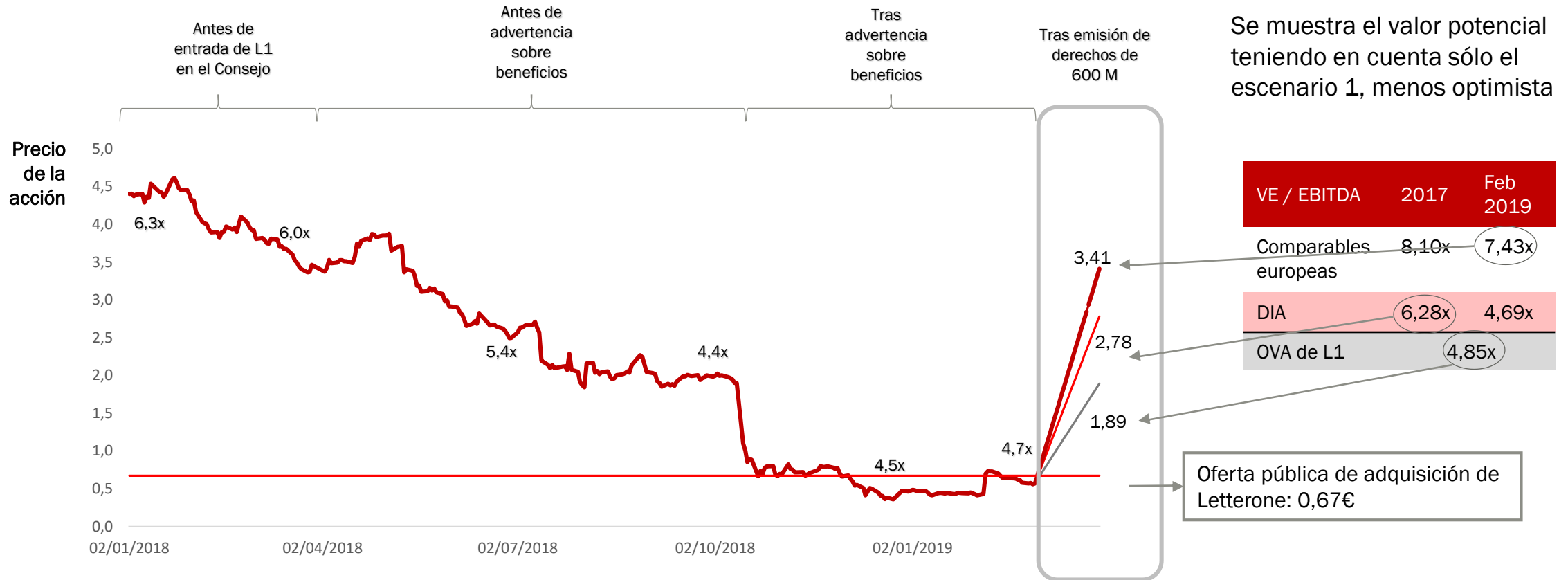
Emisión de derechos propuesta por el consejo de administración

En el caso de la solución propuesta por el consejo, los accionistas serían quienes se beneficiarían del potencial de subida a corto y largo plazo.

En lugar de recibir 0,67€ de Letterone, el valor para el accionista se incrementaría a muy corto plazo hasta 1,69€ con potencial de subida hasta 3,41€

	Dic 2017	2T 2018	Dic 2018	OVA ² de L1 ³	Comparables ¹
VE / EBITDA (x)	6,28	5,39	4,52	4,85	7,3
EBITDA	385	385	385	385	385
Valor empresarial	2 418	2 075	1 740	1 867	2 811
Deuda neta tras la ampliación de capital	688	688	688	688	688
Valor patrimonial	1 730	1 387	1 052	1 179	2 122
Valor de la acción tras la ampliación de capital	2,78	2,23	1,69	1,89	3,41
OPA de Letterone	0,67				
Descuento de la OPA de Letterone: 0,67€	76%	70%	60%	65%	80%
Múltiplo de salida	3,15	2,33	1,52	1,83	4,09

Valor de la acción en 2018 y múltiplos



Comparables: Tesco, Carrefour, Jerónimo Martins, Metro AG

Observaciones

- Western Gate considera que la oferta de Letterone no refleja adecuadamente el valor de la empresa. La ampliación de capital permitiría a Letterone duplicar con creces su valor, incluso triplicarlo, a costa de los demás accionistas.
- Western Gate apoyará la emisión de derechos de 600 M EUR propuesta por el consejo de administración a condición de que, antes de la Junta General, se arroje más luz sobre la naturaleza de la ampliación de capital. En la ampliación de capital de la dirección debe tenerse en cuenta la valoración económica previa de la empresa (aprox. 400 M EUR). La dilución de posiciones de los accionistas sólo puede aceptarse si la valoración económica posterior ronda los 1.000 M EUR.
- Western Gate considera que la propuesta del consejo de administración es la que más favorece el valor para el accionista a corto, medio y largo plazo. En consecuencia, apoyaremos al consejo de administración en su propuesta de ampliación de capital si se ofrece una valoración adecuada y una dilución justa de las posiciones de los accionistas.