



FACULTAD DE TURISMO Y FINANZAS

DOBLE GRADO EN FINANZAS Y CONTABILIDAD Y DERECHO

Análisis económico-financiero del Grupo DIA: estudio de las principales claves explicativas de su actual crisis

Trabajo Fin de Grado presentado por DIEGO VILLANUEVA MARTÍNEZ, siendo la tutora la profesora Dra. MARÍA JOSÉ PALACÍN SÁNCHEZ.

Vº. Bº. de la Tutora:

Alumno:

Dra. D.^a María José Palacín Sánchez

D. Diego Villanueva Martínez

Sevilla. Junio de 2019



**DOBLE GRADO EN FINANZAS Y CONTABILIDAD Y DERECHO
FACULTAD DE TURISMO Y FINANZAS**

**TRABAJO FIN DE GRADO
CURSO ACADÉMICO [2018-2019]**

TÍTULO:

**ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO DEL GRUPO DIA: ESTUDIO DE LAS
PRINCIPALES CLAVES EXPLICATIVAS DE SU ACTUAL CRISIS**

AUTOR:

DIEGO VILLANUEVA MARTÍNEZ

TUTORA:

DRA. DÑA. MARÍA JOSÉ PALACÍN SÁNCHEZ

DEPARTAMENTO:

ECONOMÍA FINANCIERA Y DIRECCIÓN DE OPERACIONES

ÁREA DE CONOCIMIENTO:

ECONOMÍA FINANCIERA Y CONTABILIDAD

RESUMEN:

En este Trabajo Fin de Grado se realiza un estudio de la crisis en la que se encuentra inmersa, desde los últimos meses, el grupo de distribución alimentaria DIA. A partir de la información económico-financiera facilitada por la compañía y de otras muchas fuentes económicas, se ha pretendido, primeramente, plasmar la situación de DIA con carácter previo al estallido de la crisis, y, a continuación, poner en evidencia las claves principales que han tenido una mayor determinación en la actual situación de grave crisis que atraviesa el grupo DIA.

PALABRAS CLAVE:

Análisis económico financiero; Grupo DIA; crisis; LetterOne; OPA

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN	7
1.1. Justificación del objeto de estudio y objetivos	7
1.2. Metodología y estructura del trabajo	7
2. ANTECEDENTES Y TRAYECTORIA DEL GRUPO DIA.....	9
2.1. Origen, crecimiento inicial e internacionalización (1979-1999)	9
2.2. Integración en el Grupo Carrefour y expansión posterior (2000-2010)	10
2.3. Escisión del Grupo Carrefour y salida a Bolsa de DIA (2011)	11
2.4. Concentración en mercados rentables y nuevos formatos (2012-2017)	11
3. DESCRIPCIÓN DEL SECTOR DE ACTIVIDAD	13
3.1. Evolución del sector de la distribución alimentaria en España	13
3.2. Principales operadores del sector y presión competitiva	15
4. ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO DEL GRUPO DIA	17
4.1. EL BALANCE DE SITUACIÓN CONSOLIDADO.....	17
4.1.1. Análisis descriptivo del balance de situación (2012-2017)	17
4.1.2. Análisis del balance a través de ratios	22
4.1.3. Análisis del Fondo de Maniobra y Capital Corriente	25
4.2. LA CUENTA DE RESULTADOS CONSOLIDADA	27
4.2.1. Análisis descriptivo de la cuenta de resultados (2012-2017)	27
4.2.2. Análisis de la cuenta de resultados a través de ratios	29
5. PRINCIPALES CLAVES DE LA CRISIS DEL GRUPO DIA	31
5.1. LA EVOLUCIÓN DE LAS VENTAS	31
5.2. EL MODELO DE NEGOCIO DE DIA Y SU GESTIÓN	33
5.2.1. Reposicionamiento de la marca y nuevos formatos	33
5.2.2. El modelo de franquicias y la relación con los franquiciados	35
5.3. LOS PROBLEMAS EN LA ESTRUCTURA DE CAPITAL	35
5.4. LOS CAMBIOS EN LA ESTRUCTURA DE PROPIEDAD	38
5.4.1. Principales movimientos en la estructura accionarial	38
5.4.2. Los cambios en el Consejo de Administración	41
5.5. LAS ACCIONES DE DIA EN BOLSA	43
6. CONCLUSIONES	45
7. BIBLIOGRAFÍA	47
8. ANEXO	51

CAPÍTULO 1

INTRODUCCIÓN

1.1. Justificación del objeto de estudio y objetivos

El grupo de distribución alimentaria DIA consiguió convertirse, casi desde sus orígenes, en emblema del segmento de tiendas descuento en España, alcanzando una amplia red de establecimientos comerciales en todo el territorio, impulsada por un sistema de franquicias que actuó como palanca de crecimiento. Muy pronto, comenzó a exportar su modelo de negocio hacia mercados internacionales, con el fin de ampliar su presencia y crecimiento más allá de las posibilidades que ofrecía el mercado nacional.

Tras su admisión a cotización en Bolsa en 2011, los inversores y principales analistas veían en DIA una apuesta por una compañía sólida y con amplio potencial de crecimiento. Tras cumplir cuatro años en Bolsa, la compañía acumulaba revalorizaciones casi sostenidas en la cotización de sus títulos, llegando a alcanzar máximos históricos.

No obstante, durante estos últimos años se han desencadenado una serie de acontecimientos que han puesto el foco sobre la compañía. La cotización de las acciones de DIA se ha desplomado a lo largo de 2018 y la situación patrimonial se ha vuelto crítica, lo que ha llevado a la entidad a buscar posibles soluciones que alejen la incertidumbre sobre la viabilidad de la empresa. Todo ello acompañado de inciertos movimientos en la estructura accionarial e inestabilidad en la cúpula directiva de DIA, a lo que se añade la creciente sospecha de mala praxis contable, por lo que ha sido necesario reexpresar las cuentas de 2017.

Este trabajo pretende llevar a cabo un análisis de los principales factores que han tenido incidencia en la actual crisis de DIA, tratando de hilar un relato explicativo preciso que ordene de forma coherente el goteo incesante de noticias y hechos relevantes sobre la compañía que ha tenido lugar en estos últimos años. No obstante, al tratarse de un estudio que afecta a una entidad que sigue embebida en un proceso de continuos cambios y reestructuraciones, difícilmente predecibles, seguramente, al poner fin a este trabajo, surjan nuevos acontecimientos relevantes que afecten directamente a la compañía y que no podrán ser recogidos aquí.

En suma, este trabajo tiene como objetivo responder a una pregunta fundamental en relación con la crisis de DIA: por qué una compañía de la importancia de DIA se encuentra en una situación de crisis tan grave como la que atraviesa actualmente.

1.2. Metodología y estructura del trabajo

Bajo la perspectiva anterior, se ha querido estructurar el contenido del presente Trabajo Fin de Grado siguiendo una línea argumental que vaya poniendo de manifiesto

progresivamente los aspectos clave de la crisis del Grupo DIA, evidenciando dos escenarios de análisis que se sitúan en momentos temporales distintos: antes del estallido de la crisis y después. De este modo, se pretende constatar la posibilidad de divisar indicios de crisis en la compañía con anterioridad a la precipitación de los acontecimientos más recientes, sucedidos, principalmente, a partir del año 2018.

En consonancia con lo anterior, el estudio de la crisis del Grupo DIA se introduce a través de sus antecedentes y trayectoria previos al estallido de la crisis -Capítulo 2-; llevando a cabo, a continuación, una breve descripción del sector en el que opera la compañía -Capítulo 3-; efectuando un análisis económico-financiero de las Cuentas Anuales Consolidadas previas a la reexpresión que se tuvo que efectuar en 2018 -Capítulo 4-; exponiendo las claves principales que explican la actual crisis de DIA -Capítulo 5-; y finalizando con unas conclusiones básicas que aúnen los argumentos principales planteados a lo largo del trabajo -Capítulo 6-.

La información recogida en el cuerpo de este trabajo procede de diversas fuentes. De forma prevalente, se ha tratado de acudir a fuentes oficiales, como la información financiera y los hechos relevantes publicados por DIA en la CNMV. Asimismo, se ha apoyado el análisis financiero de las cuentas de la empresa en manuales de análisis contable, recogidos en la bibliografía. También, ha sido realmente imprescindible el contenido facilitado por los principales medios periodísticos especializados en noticias económicas. Por último, han sido utilizadas otras fuentes como estudios, informes de analistas, datos estadísticos, etc.

CAPÍTULO 2

ANTECEDENTES Y TRAYECTORIA DEL GRUPO DIA

En los siguientes apartados se recogen de manera sintética los antecedentes históricos del Grupo DIA, incidiendo, fundamentalmente, en el modo en que la compañía ha ido creciendo y expandiendo su negocio hasta los últimos años.

La información obtenida para su elaboración ha sido extraída, de forma principal, del Documento de Registro inscrito en los registros oficiales de la CNMV (2011), de la Memoria de las Cuentas Anuales Consolidadas publicadas en cada ejercicio, así como de los Hechos Relevantes comunicados por DIA y registrados en la CNMV.

2.1. Origen, crecimiento inicial e internacionalización (1979-1999)

El nacimiento del actual Grupo DIA se produce de la mano del antiguo grupo francés de distribución Promodès, ya establecido en España desde 1976 a raíz de la expansión de su cadena de hipermercados *Continent* a la ciudad de Valencia.

Integrada como una filial española en el grupo Promodès, DIA inauguró su primer establecimiento comercial en una pequeña urbanización de la localidad de Madrid en el año 1979. A partir de entonces, el número de tiendas experimenta un fuerte crecimiento en Madrid capital, y, rápidamente, comienza a expandirse por el resto del territorio nacional, dando el salto hacia otras grandes ciudades (como Barcelona, en 1985, y Sevilla, en 1989).

La década de los noventa marcó un punto de inflexión en su política de crecimiento. Por un lado, el grupo decide incorporar el modelo de la franquicia como estrategia de crecimiento, quedando inaugurada la primera franquicia DIA en 1989, en Tarancón (Cuenca). Por otro lado, emprende una política de adquisiciones y absorciones de cadenas españolas competidoras. Así, DIA compra la cadena distribuidora Dirsá en 1990, adquiere los supermercados Mercadopopular en 1991 y, en 1992, se hace con Ahorro Diario. Este plan de crecimiento y expansión emprendido por el Grupo convierte a DIA en una de las principales compañías de distribución de alimentos en España, con más de 1.000 tiendas repartidas a lo largo de todo el territorio español, siendo una parte importante tiendas franquiciadas.

Una vez que el proceso de crecimiento a nivel nacional ha alcanzado una cota de madurez, el Grupo DIA decide ampliar sus fronteras e iniciar una estrategia de internacionalización, mediante la creación de filiales para operar en otros países. De tal modo, en 1993, abre su primera tienda en Portugal, creando la filial DIA Portugal Supermercados, SU, Lda. En 1995, abre su primer establecimiento en Grecia, operando en dicho país a través de la filial DIA Hellas A.E. En 1997, la compañía da un importante salto al establecerse en Argentina, mediante la adquisición de la sociedad argentina

Dispensas Sudamericanas, S.A. (actualmente, DIA Argentina S.A.), abriendo su primer establecimiento comercial en Buenos Aires. En 1998, el Grupo DIA adquiere la cadena portuguesa Minipreço y unifica todos sus establecimientos bajo esta enseña. En 1999, abre su primer establecimiento en Turquía, donde opera a través de la filial Diasa Dia Sabancı Süpermarketleri Ticaret A.Ş.

2.2. Integración en el Grupo Carrefour y expansión posterior (2000-2010)

En 1999, la empresa matriz de DIA, Promodès, llega a un acuerdo de fusión por absorción con la matriz del grupo de distribución internacional Carrefour, también francés. Como consecuencia de esta fusión, DIA, en adelante, pasa a quedar integrada en el Grupo Carrefour.

Gracias a su integración en el Grupo Carrefour, DIA comienza su expansión en el mercado francés. En un primer momento, DIA pasa a gestionar la cadena de establecimientos Europa Discount (ED), creada en 1978 por Radar y Carrefour. Finalmente, en 2004, se materializa la adquisición de ED por el Grupo DIA, y, de este modo, la compañía integra un importante número de establecimientos comerciales en Francia. Posteriormente, en 2005, DIA adquiere la sociedad Penny Market e integra sus tiendas ubicadas en el norte del país.

Paralelamente a las operaciones en Francia, DIA prosigue su expansión internacional en busca de nuevos mercados más allá del territorio europeo. En 2001, abre su primer establecimiento comercial en Brasil, en la región de São Paulo, operando a través de la filial DIA Brasil S.L. En 2003, da el primer paso al mercado asiático y comienza a operar en China, concretamente en Shanghái y Pekín, a través de diferentes filiales.

En España, DIA continúa su expansión a fin de consolidar su posición líder en el sector de la distribución de alimentación. A la apertura de nuevos establecimientos en todo este período, se une la adquisición de sociedades competidoras, destacando la compra, en 2007, de la cadena de Supermercados Plus (actual filial Twins Alimentación, S.A.) al grupo alemán Tengelmann. Con esta operación, DIA incorpora alrededor de 250 establecimientos comerciales, pasando a ser buena parte de los locales reconvertidos al formato Maxi-Dia, iniciado en 2006.

A partir de estos años, DIA comienza a rediseñar sus fórmulas de adaptación a los clientes con la implantación de dos nuevos formatos en su modelo de negocio: DIA Market y DIA Maxi (sustituyendo a Maxi-Dia). El objetivo es, por un lado, el reforzamiento de la modernidad de su propuesta comercial y, por otro, reordenar su imagen comercial para favorecer un mayor acercamiento a los consumidores. DIA Market se convierte en su renovado formato de proximidad, que favorece una compra de conveniencia gracias a su localización en núcleos urbanos; DIA Maxi representa, por su parte, su formato de atracción, debido a sus establecimientos con mayor superficie, una oferta más amplia de productos, con parking propio y situado en la periferia de los núcleos urbanos.

Esta etapa se cierra con el acuerdo entre Carrefour Grecia y su socio griego Marinopoulos, por el cual en 2010 se transmiten las acciones de DIA Hellas A.E. a su *joint-venture*. A partir de este momento, el Grupo DIA deja de tener presencia en Grecia.

2.3. Escisión del Grupo Carrefour y salida a Bolsa de DIA (2011)

A comienzos de 2011, el Grupo DIA cuenta con más de 6.000 establecimientos repartidos a lo largo de distintos países del mundo, de los cuales en torno a la tercera parte están siendo explotados en régimen de franquicia¹. La compañía se encuentra inmersa en un plan de expansión de su negocio en países emergentes en los que ya tiene presencia (Argentina, Turquía, Brasil y China) y de consolidación en Portugal, Francia y, principalmente, España.

En estas circunstancias, en junio de 2011 la matriz Carrefour aprueba la segregación de su filial DIA y prevé su salida a Bolsa ese mismo año. La operación acordada, un *spin-off*, no supone la venta de acción alguna, sino que cada accionista de Carrefour recibe, en aquel momento, en concepto de dividendo en especie, un número de acciones de DIA igual al número de acciones que poseyera de Carrefour, de tal forma que la estructura accionarial de DIA fuera la misma que la de Carrefour en el momento de la admisión a cotización. De esta forma, el 5 de julio de 2011, el Grupo DIA comienza a debutar en las Bolsas de Valores españolas.

Pocos meses después de su salida a Bolsa, DIA entra a formar parte, en enero de 2012, del IBEX35 tras cumplir con los requisitos técnicos necesarios para integrar este índice bursátil.

2.4. Concentración en mercados rentables y nuevos formatos (2012-2017)

Esta última gran etapa se caracteriza, a grandes rasgos, por la salida del Grupo DIA de algunos mercados internacionales en los que operaba, en cuanto, al tiempo, se persigue concentrar los recursos en los mercados donde la compañía obtiene mejores retornos.

Bajo la premisa anterior, en el segundo semestre de 2012, el Grupo DIA decide enajenar su negocio en Pekín, debido a la baja rentabilidad lastrada por el elevado coste de arrendamiento de los locales en la capital china, y comienza un plan de venta que culminará en los años siguientes con el cierre de su filial. El objetivo de DIA consiste en centrarse en el área de Shanghái, y apostar necesariamente por la venta online para satisfacer el perfil altamente tecnológico y cosmopolita de sus habitantes.

Por otro lado, a finales de 2012, el Grupo DIA, tratando de hacerse con el mercado del cuidado personal, llega a acuerdo de adquisición por el cual en 2013 incorpora la amplia red de establecimientos en España y Portugal de la cadena alemana de tiendas de belleza, salud y hogar, Schlecker, S.A.U. (desde 2016, filial denominada Beauty by DIA, S.A.), transformando sus más de 1.000 tiendas hacia un nuevo formato y pasando a operar el año siguiente bajo la nueva enseña Clarel.

Sumado a la incorporación de Schlecker, este mismo año, DIA incluye un nuevo formato de pequeñas tiendas de proximidad, DIA Fresh, con una apuesta casi exclusiva por los productos frescos y un mayor horario comercial.

¹ Según el Documento de Registro aprobado por la CNMV e inscrito en sus registros oficiales con fecha 13 de mayo de 2011, página n.º 173: "A 31 de diciembre el Grupo DIA cuenta con [...] 6.373 establecimientos (de los que 2.070 se explotan en régimen de franquicia)".

En 2013, DIA vende su participación en la filial DIA Turquía y abandona el mercado turco, ya que la marcha del negocio turco no había respondido a las expectativas del Grupo.

En 2014, DIA llega a un acuerdo con su antigua matriz, el Grupo Carrefour, para la venta de la totalidad de su negocio en el mercado francés. En virtud de este acuerdo, Carrefour adquiere la sociedad DIA France SAS (DIA Francia), filial que agrupa el conjunto de las operaciones de DIA en Francia.

De forma paralela a la venta de su filial francesa, con el fin de continuar su expansión en el mercado español, DIA cierra, en el último trimestre de 2014, la compra en España de la cadena de supermercados El Árbol (Grupo El Arbol Distribución y Supermercados, S.A.), y, de forma indirecta, la de su filial Compañía Gallega de Supermercados S.A. Con esta adquisición, el Grupo DIA pasa a incorporar más de 400 tiendas en España. Entre ellas, incorpora una serie de amplios locales de tipo *cash & carry*, que aprovecha para lanzar, dos años después, su enseña mayorista, especialmente orientada al sector hostelero, Max Descuento.

Este mismo año, DIA lanza tímidamente un nuevo formato, Fresh by Dia, con un estilo más *gourmet* que Dia Fresh y una especialización en productos dietéticos, orgánicos y sin gluten.

En abril de 2015, DIA cierra con el Grupo Eroski la compra inicial de 144 supermercados de este último (de un máximo acordado de 160). El objetivo es reconvertirlos y poner en marcha un nuevo formato de supermercados bajo la enseña "La Plaza de DIA", aprovechando su gran tamaño y su situación de proximidad. Su implementación representa una apuesta por el concepto de supermercado tradicional, con una amplia variedad de surtido, incluyendo toda clase de productos frescos, lo cual permite al cliente satisfacer sus necesidades de compra diaria.

En 2016, DIA anuncia su intención de llevar a cabo un plan de reestructuración de la cadena de supermercados El Árbol, debido al incumplimiento de los objetivos previstos. De tal forma que se prescinde de la marca y se inicia un proceso de reconversión de su red de tiendas bajo la enseña DIA Market y La Plaza, principalmente.

En mayo de 2016, el Grupo DIA adquiere la sociedad Hartford, S.A., y cambia su denominación por la de DIA Paraguay, S.A. Como consecuencia de esta adquisición, se hace con el control del 10% de la sociedad Distribuidora Paraguaya de Alimentos, S.A. (DIPASA).

En el primer trimestre de 2017, el Grupo DIA anuncia su intención de encontrar inversores para abandonar definitivamente el mercado chino, tras fracasar la estrategia de aumentar las ventas a través del comercio electrónico.

Este mismo año, DIA pone en marcha un ambicioso plan de renovación -más de 2.000 tiendas- de la imagen de su red de tiendas de proximidad DIA Market en España, con el objetivo de mejorar la experiencia de compra de sus clientes. Asimismo, las operaciones de renovación son replicadas en Argentina y Brasil, en los formatos Maxi y Market.

CAPÍTULO 3

DESCRIPCIÓN DEL SECTOR DE ACTIVIDAD

En este capítulo se realiza una descripción elemental del sector de actividad en el que opera el Grupo DIA, y se examina la posición que ocupa la compañía dentro del propio sector en relación con sus principales competidores.

3.1. Evolución del sector de la distribución alimentaria en España

El Grupo DIA opera en el vasto sector de la distribución dirigida al gran consumo (*retail* o comercio minorista). A través de su extensa red de establecimientos comerciales, DIA pone a disposición de sus clientes productos de alimentación, siendo esta su actividad principal, y productos de hogar, belleza y salud. Se incluye, DIA, en la categoría genérica de comercio al por menor en establecimientos no especializados, con predominio en productos alimenticios.

Si se analiza el comportamiento del sector de la distribución alimentaria en España en los últimos años, se evidencian claramente los efectos de la crisis de consumo por la que atravesó la economía española entre los años 2008 y 2014. El gasto medio en consumo final por hogar se redujo a lo largo de este período, según el INE, en consonancia con “el fuerte ritmo de deterioro del mercado de trabajo y, en general, el elevado nivel de incertidumbre, que comenzaron a hacerse patentes a finales de 2008” (Boletín Económico del Banco de España, 2013).

Sin embargo, al realizar el análisis del gasto en consumo final de los hogares españoles de forma desagregada (Encuesta de Presupuestos Familiares, INE), se observa una mayor contracción del peso del gasto destinado al consumo de bienes duraderos, transporte, restaurantes y hoteles, y ocio y cultura, principalmente. En otro lado, el gasto en consumo de alimentos y bebidas apenas registra importantes decrecimientos, lo que nos lleva a afirmar, como es obvio, que el sector de la alimentación resiste mejor los embates de las crisis de consumo que otros sectores.

Paralelamente, la sensibilidad a los precios por parte de los consumidores que instaló la crisis económica llevó a las grandes distribuidoras de base alimentaria a apostar fuertemente por la comercialización de marcas de distribuidor (marcas blancas) y a implementar estrategias de reducción de costes en la cadena de valor. En épocas de crisis, muchos consumidores se replantean sus decisiones de compra en busca de precios más bajos, y los productos de alimentación no son ajenos a esta tendencia. Y, en este sentido, las marcas de distribuidor se ven claramente beneficiadas ante la reasignación del gasto de consumo durante los períodos de crisis económica. De este modo, la penetración de las marcas de distribuidor, que ya mantenían una línea ascendente desde los años previos a la crisis, experimentó un incremento importante a

partir del año 2008 hasta 2014, cuando se inició un estancamiento y cierto retroceso (Contreras Contreras y Conde Salazar, 2018).

Lo anteriormente expuesto se ve reflejado en la evolución de la cifra de negocios del comercio al por menor en establecimientos no especializados, con predominio en productos alimenticios, bebidas y tabaco (Figura 3.1). Esta evolución refleja cierta estabilidad e, incluso, una tendencia positiva en el volumen de facturación de las distribuidoras de base alimentaria que operan en establecimientos no especializados durante los años de crisis económica.

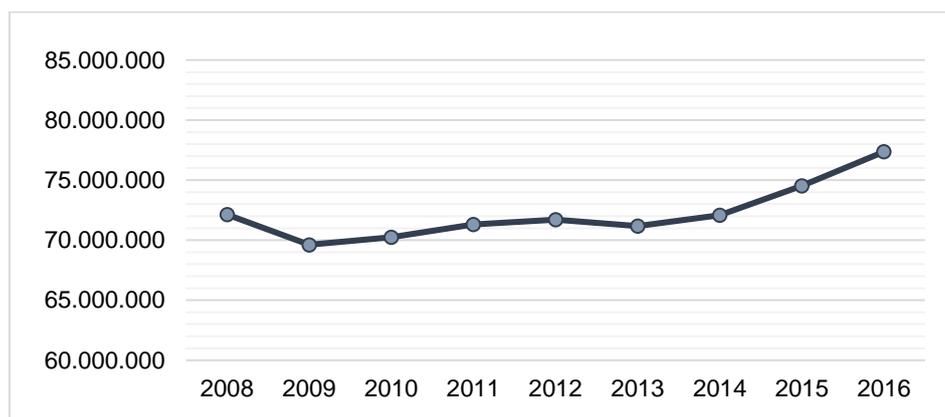


Figura 3.1. Volumen de facturación del comercio al por menor en establecimientos no especializados, con predominio en productos alimenticios, bebidas y tabaco, en España

Fuente: Elaboración propia según datos del INE

Tras la crisis económica, las grandes distribuidoras han tenido que readaptarse a un nuevo escenario de consumo. Las cadenas que apostaron por un modelo de precios bajos, apoyado sobre el tirón que ofrecía la marca propia de distribuidor, están anticipando la importancia creciente de nuevos factores que, sin renunciar a precios bajos, crean valor para los consumidores.

Así pues, el cambio de mentalidad de los consumidores ha llevado a las distribuidoras a apostar por la mejora de la marca propia, ya que, tras la crisis, el consumidor busca una marca blanca nueva y diferente, con la mayor relación calidad precio, variedad y disponibilidad. Se ha ampliado la oferta de productos, teniendo en cuenta que el consumidor busca mayor variedad y está cada vez más preocupado por su salud, el origen de los alimentos y por los componentes que llevan (Escriche Rivas, 2018). También se ha captado la especial importancia de los productos frescos en proximidad, muy ligados a los establecimientos tradicionales por su especialización y calidad, ya que exigen una compra más frecuente (Varela Moreiras, 2015). Además, la experiencia de compra se ha convertido en otro factor clave de consumo; se prefieren establecimientos profesionalizados, con una mejor atención y una estética más cuidada (Villaécija, 2016).

Por otro lado, la cuota de ventas a través de internet, aunque constituye un canal importante en un entorno en que cada vez se toman más decisiones online, no está alcanzando cuotas tan altas como en otros países europeos, principalmente, porque en España está muy extendido el supermercado de proximidad (Sweet Press, 2018).

3.2. Principales operadores del sector y presión competitiva

El sector de la distribución alimentaria en España se caracteriza por su alto grado de atomización, debido, en gran parte, a la considerable regionalización del sector, si bien, se encuentra dominado por grandes cadenas de distribución que acaparan la mayor cuota del mercado.

En términos comparativos con el resto de los países, el sector de la distribución alimentaria en España presenta un nivel de concentración muy inferior al de otros mercados europeos, donde una gran parte del valor del mercado se concentra en muy pocas empresas (Figura 3.2). Sin embargo, como se ha mencionado, junto a los grandes grupos del sector, en España, las distribuidoras regionales de alimentación mantienen todavía una fuerte presencia a nivel local.

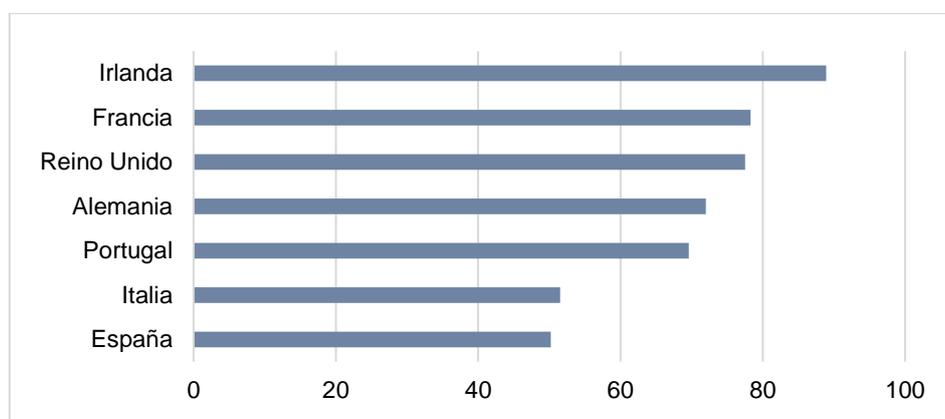


Figura 3.2. Estimación de la cuota de mercado agregada de los cinco mayores grupos de distribución alimentaria por países (2017)

Fuente: Elaboración propia según datos de Kantar Worldpanel, Sonae, DM y Business Sweden

En los últimos años, Mercadona se ha venido consolidando claramente como líder indiscutible del mercado de la distribución de base alimentaria. Si se analiza la evolución de las cuotas de mercado de los principales grupos de distribución alimentaria en España hasta el año 2009, se puede observar un liderazgo del mercado por parte del Grupo Carrefour, que incluía al Grupo DIA como filial de la compañía francesa. No obstante, si se analiza por enseñas, se comprueba el dominio de Mercadona en el mercado español, aumentando de forma sostenida su cuota respecto a Carrefour y DIA a lo largo de todo el período (Ministerio de Industria, Comercio y Turismo, 2011).

Tras la segregación de DIA del Grupo Carrefour en 2011, solo cabe hablar de Mercadona como líder indiscutible del sector de la distribución minorista de base alimentaria en España, situación que se ha mantenido e, incluso, acentuado en los últimos años (Figura 3.3).

Insistiendo en lo mencionado anteriormente, hay que destacar la considerable cuota de mercado de las cadenas regionales (como Consum, Ahorramas, Gadisa o Bon Preu), que en 2017 mantenían un 11,4% según datos de Kantar Worldpanel, apoyándose en la buena reputación de sus productos frescos y en la proximidad.

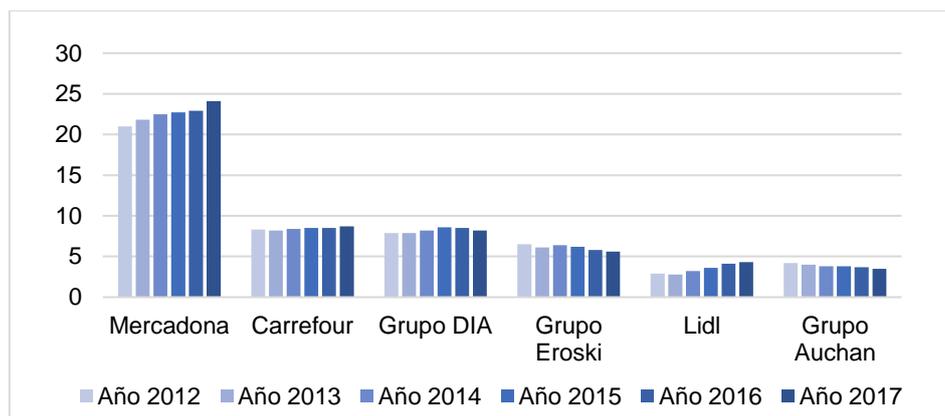


Figura 3.3. Evolución de las cuotas de mercado de la distribución alimentaria en España 2012-2017

Fuente: Elaboración propia según datos de la consultora Kantar Worldpanel

Las grandes distribuidoras han tratado incansablemente en los últimos años de aumentar, o al menos mantener, su cuota de mercado frente a sus principales competidoras. Su estrategia comercial se concentra, principalmente, en ofrecer productos más baratos al consumidor, manteniendo la calidad, poniendo especial empeño en sus marcas blancas, y así tratar de fidelizar a sus clientes.

En este sentido, Mercadona ha venido implementando una estrategia comercial focalizada en bajar sus costes, “eliminando todo lo que no añada valor” y apretando con esta misma exigencia a sus proveedores, para trasladar ese ahorro al precio de los productos, con especial incidencia en su marca blanca, la cual se ha visto claramente potenciada en sus líneas de productos (Alfonso, 2014). Otras cadenas han optado por estrategias comerciales diversas, dando mayor cabida a marcas conocidas, potenciando los precios bajos con importantes descuentos.

Todo ello ha desembocado en una guerra abierta de precios entre las grandes distribuidoras de alimentación para ofrecer productos de calidad a los menores precios posibles, lo que ha repercutido negativamente en los márgenes de las distribuidoras, estrechándolos cada vez más (Sánchez, 2015). Esta guerra de precios ha quedado patente recientemente en 2017, año en que Mercadona inició un importante plan de renovación de tiendas y redujo sus precios, lo que le permitió aumentar más de un punto su cuota de mercado a finales de ese año, hasta el 24,1% (Europa Press / EFE, 2018).

CAPÍTULO 4

ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO DEL GRUPO DIA

En el presente capítulo se introduce un análisis económico-financiero del Grupo DIA a partir de los estados contables más relevantes de la compañía: el balance de situación y la cuenta de resultados. El período objeto de análisis es el comprendido entre los ejercicios económicos 2012 y 2017.

El objetivo es examinar, de forma preliminar, si era posible anticipar, desde la óptica del inversor, la crisis económico-financiera que ha llevado a la compañía a una situación de quiebra técnica en 2019. Los datos empleados son, en consecuencia, los extraídos de las Cuentas Anuales Consolidadas del Grupo DIA, depositadas en los Registros Oficiales de la CNMV con carácter previo a los ajustes realizados a los estados financieros consolidados correspondientes a los ejercicios 2016 y 2017.

Las cuentas anuales referentes al período observado se encuentran recogidas de forma conjunta en los Anexos I y II.

4.1. EL BALANCE DE SITUACIÓN CONSOLIDADO

4.1.1 Análisis descriptivo del balance de situación (2012-2017)

En primer lugar, si se analiza de forma global la evolución de la estructura económica del Grupo DIA a lo largo del período observado (2012-2017), se puede apreciar una destacada disminución del volumen total de activos en el ejercicio 2014, seguido de un repunte significativo en los dos ejercicios posteriores, y cierto retroceso en el 2017 (Figura 4.1). Esta evolución viene motivada, principalmente, por los movimientos en el activo no corriente del Grupo, por cuanto se trata, además, de la masa patrimonial más relevante dentro del total del activo.

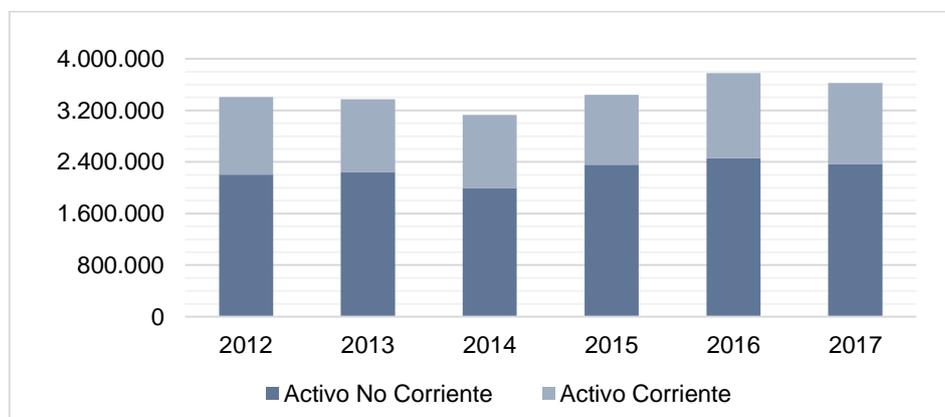


Figura 4.1. Estructura económica del Grupo DIA en el período 2012-2017

Fuente: Elaboración propia según Cuentas Anuales Consolidadas del Grupo DIA

Siguiendo con un estudio más detallado del activo no corriente, es interesante analizar brevemente las partidas más relevantes que lo componen (Figura 4.2).

En primer lugar, merece especial atención examinar la evolución del inmovilizado material, en cuanto que se trata de la partida que concentra el mayor peso de las inversiones en el activo no corriente, como es natural en empresas cuya actividad consiste básicamente en distribuir alimentos al consumo final.

En 2014 se aprecia una clara disminución del inmovilizado material neto que hace, a su vez, disminuir el volumen total de activo no corriente del Grupo. Este decremento es debido a la venta por el Grupo DIA de su negocio en Francia ese mismo ejercicio, amortiguado en parte por la adquisición en España del Grupo El Árbol. Posteriormente, se aprecia incrementos en el inmovilizado material neto en los dos ejercicios siguientes, que tienen su origen en la adquisición de establecimientos al Grupo Eroski, en la apertura de nuevas tiendas, así como en los cambios de formato y mejoras realizadas.

Por su parte, a partir de 2014 se observa un importante incremento relativo del impuesto diferido reconocido en el activo no corriente. Este reconocimiento de activos fiscales diferidos proviene, principalmente, de las bases imponibles negativas que tenía registradas El Árbol en el momento de su adquisición por el Grupo DIA a finales de 2014.

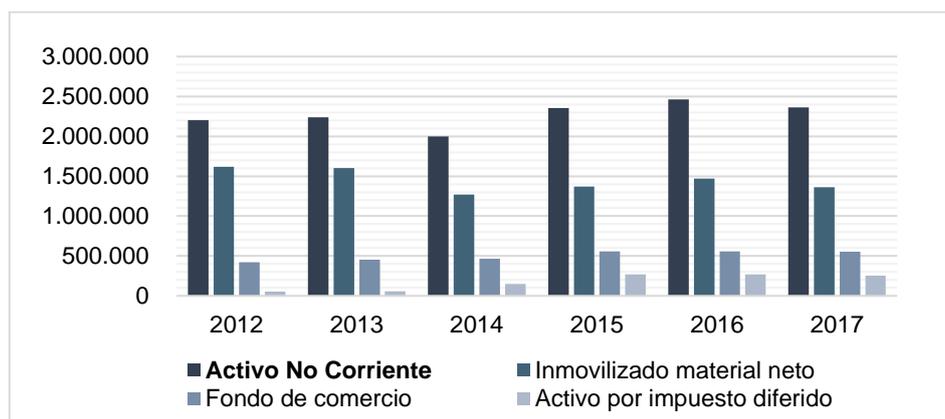


Figura 4.2. Principales activos no corrientes del Grupo DIA en el período 2012-2017

Fuente: Elaboración propia según Cuentas Anuales Consolidadas del Grupo DIA

Pasando a analizar el activo corriente, se conoce que lo más relevante deben ser sus existencias, en cuanto que la actividad principal del Grupo DIA es la distribución al por menor de alimentos a través de sus establecimientos comerciales. Las siguientes partidas de mayor importancia son el efectivo y otros activos líquidos disponibles, y los deudores comerciales y otras cuentas a cobrar, donde se incluyen principalmente los créditos comerciales corrientes por las compras de mercaderías realizadas por sus franquiciados (Figura 4.3).

El activo corriente experimenta un destacable aumento en 2016, que tiene su origen, principalmente, en el incremento del nivel de existencias en ese mismo ejercicio, así como en el aumento de los activos líquidos, en concreto, de los depósitos a tres meses y el saldo en cuentas corrientes.

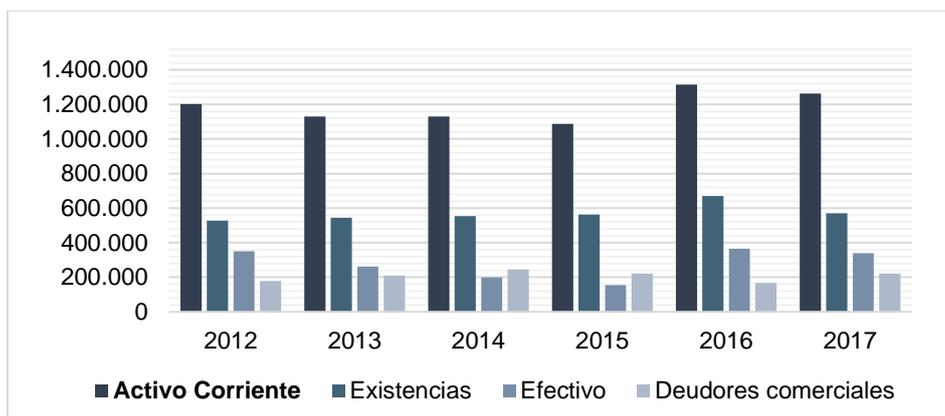


Figura 4.3. Principales activos corrientes del Grupo DIA en el período 2012-2017

Fuente: Elaboración propia según Cuentas Anuales Consolidadas del Grupo DIA

Seguidamente, se debe realizar el análisis descriptivo de la estructura financiera del Grupo DIA y su evolución en el período 2012-2017. En primer lugar, es muy notorio que los recursos propios del Grupo suponen una parte muy poco significativa con respecto a los recursos financieros totales, y a pesar de haber aumentado ligeramente con respecto a los dos primeros ejercicios, su volumen continúa siendo prácticamente irrelevante. Por otro lado, examinando la composición general de los recursos financieros, se concluye que los pasivos a corto plazo son la fuente de financiación mayoritaria de la empresa. En cuanto a los pasivos a largo plazo, en líneas generales, se han ido incrementando con respecto a los primeros años. (Figura 4.4).

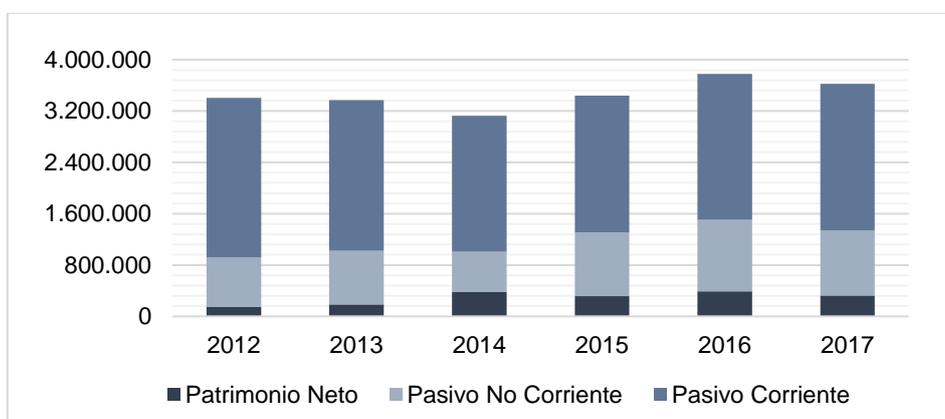


Figura 4.4. Estructura financiera del Grupo DIA en el período 2012-2017

Fuente: Elaboración propia según Cuentas Anuales Consolidadas del Grupo DIA

A la vista de lo anterior, cabe afirmar que el Grupo DIA depende casi exclusivamente de recursos ajenos, y, por el contrario, dispone de una cantidad de recursos propios muy baja.

Realizando un examen más detenido del Patrimonio Neto del Grupo, se puede determinar las causas que explican el bajo volumen de fondos propios del que parte DIA en el período objeto de análisis. En efecto, en 2012 el Grupo parte de unas reservas muy negativas y, como consecuencia, unos fondos propios demasiado bajos. Esta

situación continúa hasta 2015, cuando las reservas de la compañía se vuelven positivas, gracias a los resultados positivos acumulados y a la compensación realizada con cargo a la prima de emisión ese año.

El origen de este considerable déficit de reservas se puede atribuir al elevado reparto de dividendos extraordinarios con cargo a reservas aprobados en 2010 y 2011 por DIA, en favor de su accionista único en aquel momento, Norfin Holder S.L. (perteneciente al Grupo Carrefour). En 2010, antes de la escisión y salida a Bolsa de DIA, se aprobó el reparto de 532.000 miles de euros (80.000 m. como dividendo ordinario contra los resultados de 2009, y 452.000 m. como dividendo extraordinario con cargo a reservas). En 2011, una vez escindida y salida a Bolsa DIA, se repartió un dividendo extraordinario de 368.600 miles de euros a Norfin Holder S.L. (202.259 m. con cargo a reservas voluntarias y 166.341 m. con cargo a la prima de emisión) (Tabla 4.1).

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Reservas iniciales	(181.748)	(178.533)	(565.396)	(648.968)	(624.624)	(659.648)
Resultado neto del ejercicio anterior	82.078	124.008	122.149	98.462	157.884	209.259
Dividendos distribuidos	(75.000)	(532.000)	(202.259)	(72.498)	(83.865)	(103.281)
Reducción de capital	-	-	-	-	(108.850)	-
Otras variaciones	(3.863)	21.129	(3.462)	(1.620)	(193)	611
Reservas finales	(178.533)	(565.396)	(648.968)	(624.624)	(659.648)	(553.059)

Tabla 4.1. Reservas del Grupo DIA en el período 2009-2014

Fuente: Elaboración propia según Cuentas Anuales Consolidadas del Grupo DIA

Por otro lado, en 2004 se originó una prima de emisión como consecuencia de una ampliación de capital. En marzo de 2011, disminuyó su importe debido a una ampliación de capital que se realizó con cargo a esta reserva. Igualmente, en junio de 2011 disminuyó su importe por el reparto del dividendo extraordinario anteriormente citado, ascendiendo su saldo en ese momento a 618.157 miles de euros. Finalmente, en 2015 la prima de emisión queda saldada con cargo a reservas (473.313 miles de euros) y una reducción de capital (144.844 miles de euros).

Entrando a analizar, por otro lado, la composición de la deuda del Grupo DIA, interesa examinar qué cantidad procede de entidades de crédito, cuál tiene su origen en emisión de bonos y obligaciones, y cuánta proviene de los proveedores y otros acreedores, siendo esta última financiación espontánea que no tiene un coste explícito.

Los dos primeros años, 2012 y 2013, el Grupo DIA registra una elevada deuda bancaria en comparación con el resto de los ejercicios. La mayor parte se corresponde con un contrato de financiación sindicado suscrito en 2011 con diversas entidades de crédito nacionales y extranjeras, consistente en un préstamo a 5 años amortizable

anualmente (350.000 m), en un préstamo a 5 años amortizable al vencimiento (350.000 m) y en una línea de crédito *revolving* (350.000 m). En 2013, suscribe otros dos préstamos de menor importe, uno sindicado y otro bilateral, principalmente, con la finalidad de costear la adquisición de las acciones de Schlecker.

En 2014, el Grupo suscribe un contrato de crédito sindicado con distintas entidades financieras por 400 millones de euros, aunque no dispone de él. Además, consigue colocar con éxito Bonos por importe de 500 millones de euros, que son utilizados para cancelar en su totalidad el préstamo sindicado y el bilateral de 2013, y, parcialmente, el préstamo sindicado de 2011.

En 2015, DIA suscribe un nuevo crédito sindicado con varias entidades financieras por un total de 300 millones de euros, y, por otro lado, cancela el crédito revolving contratado en 2011.

Finalmente, en 2016 y 2017, el Grupo DIA completa la colocación de Bonos por importe de 300 millones de euros en cada uno de los años.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Deuda bancaria	941.738	860.986	117.799	712.752	331.735	242.366
Obligaciones y bonos	-	-	494.701	495.862	794.652	892.570
Proveedores y acreedores	1.758.570	1.786.884	1.693.113	1.518.843	1.859.265	1.710.828

Tabla 4.2. Principales formas de deuda del Grupo DIA en el período 2012-2017

Fuente: Elaboración propia según Cuentas Anuales Consolidadas del Grupo DIA

En definitiva, la deuda espontánea tiene un peso predominante sobre la deuda financiera. Por otro lado, a partir de 2014, la deuda negociada bancaria deja de tener protagonismo exclusivo en el pasivo de la compañía y el Grupo DIA comienza a financiarse, también, mediante emisiones de Bonos.

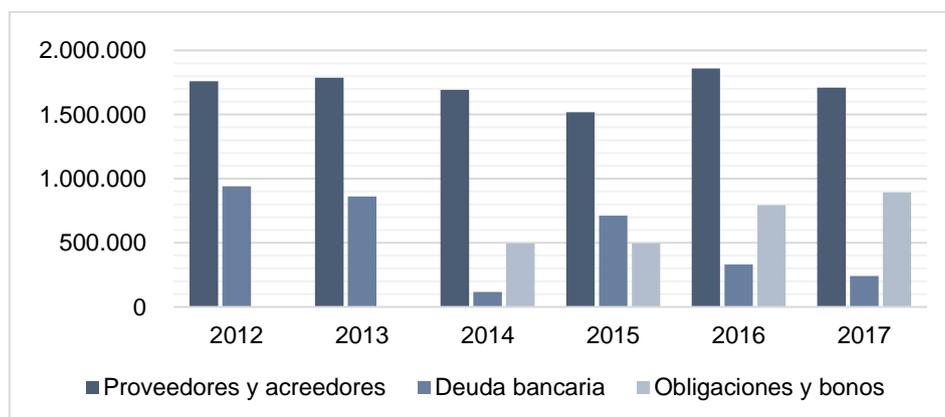


Figura 4.5. Principales formas de deuda del Grupo DIA en el período 2012-2017

Fuente: Elaboración propia según Cuentas Anuales Consolidadas del Grupo DIA

4.1.2 Análisis del balance a través de ratios

En primer lugar, es preciso diagnosticar sobre el grado de endeudamiento y la calidad de la deuda que tiene el Grupo DIA. Las ratios de endeudamiento proporcionan un valor que, adecuadamente interpretado, indica si la compañía está mucho o poco endeudada y se deberían tomar medidas en este sentido, teniendo en cuenta su evolución a lo largo del tiempo (Tabla 4.3).

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Ratio de endeudamiento sobre recursos totales (PNC+PC)/(Total PN+P)	0,957	0,946	0,879	0,909	0,896	0,910
Ratio de endeudamiento sobre recursos propios (PNC+PC)/PN	22,057	17,355	7,282	9,991	8,637	10,124
Ratio de recursos permanentes (PN+PNC)/(Total PN+P)	0,269	0,304	0,322	0,380	0,398	0,368

Tabla 4.3. Principales ratios de endeudamiento del Grupo DIA en el período 2012-2017

Fuente: Elaboración propia según Cuentas Anuales Consolidadas del Grupo DIA

La ratio de endeudamiento sobre recursos totales ofrece una medida del peso que tienen los recursos ajenos sobre el total de los recursos financieros del Grupo DIA.

El valor de la ratio es excesivamente elevado en todo el período observado, por cuanto la compañía parte en 2012 de un volumen de fondos propios demasiado bajo y, al tiempo, presenta una elevada dependencia de recursos ajenos para financiarse (Figura 4.6).

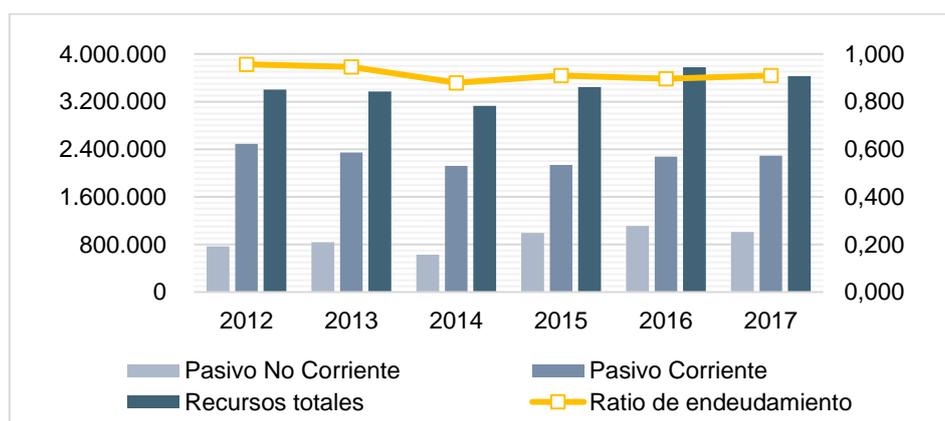


Figura 4.6. Ratio de endeudamiento sobre recursos totales del Grupo DIA en el período 2012-2017

Fuente: Elaboración propia según Cuentas Anuales Consolidadas del Grupo DIA

La ratio de endeudamiento sobre recursos propios trata de evaluar la cuantía de los recursos ajenos, con exigencia de devolución, con respecto a los recursos propios de la

compañía. Cuanto menor sea la ratio de endeudamiento sobre recursos propios, menor será el riesgo financiero y mayor la protección de los acreedores.

La ratio presenta unos valores comparativamente elevados los dos primeros ejercicios debido a los escasos recursos propios de la compañía en ese período. En los siguientes ejercicios, la ratio reduce su valor, no obstante, la deuda continúa siendo demasiado elevada en relación con los recursos propios del Grupo DIA (Figura 4.7).

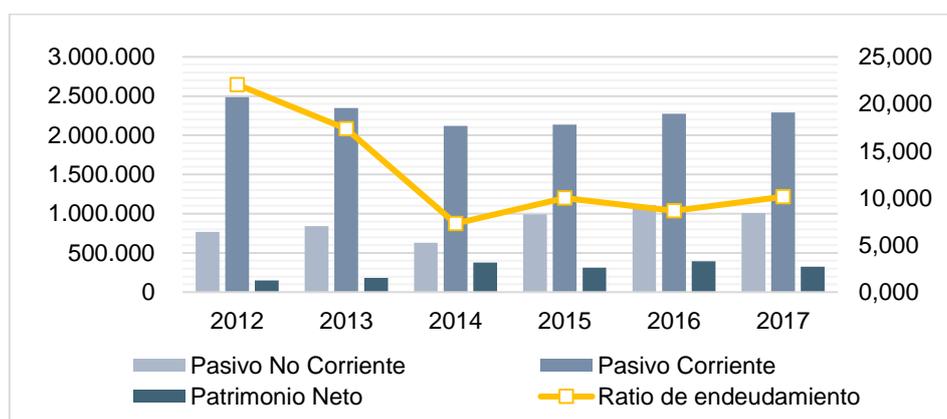


Figura 4.7. Ratio de endeudamiento sobre recursos propios del Grupo DIA en el período 2012-2017

Fuente: Elaboración propia según Cuentas Anuales Consolidadas del Grupo DIA

La ratio de recursos permanentes constituye un indicador del peso de los recursos permanentes, integrados por los fondos propios y los pasivos a largo plazo, sobre el total de recursos financieros de la compañía. Unos valores aceptables de esta ratio ofrecen cierto margen de maniobra en el cumplimiento de las obligaciones financieras, frente a otras compañías con una financiación eminentemente a corto plazo.

El Grupo DIA posee una muy elevada financiación espontánea de sus proveedores, por tanto, sus recursos permanentes son bajos en comparación con sus recursos a corto plazo. Los bajos valores de la ratio de recursos permanentes ponen de manifiesto esta circunstancia de escasez de recursos permanentes (Figura 4.8).

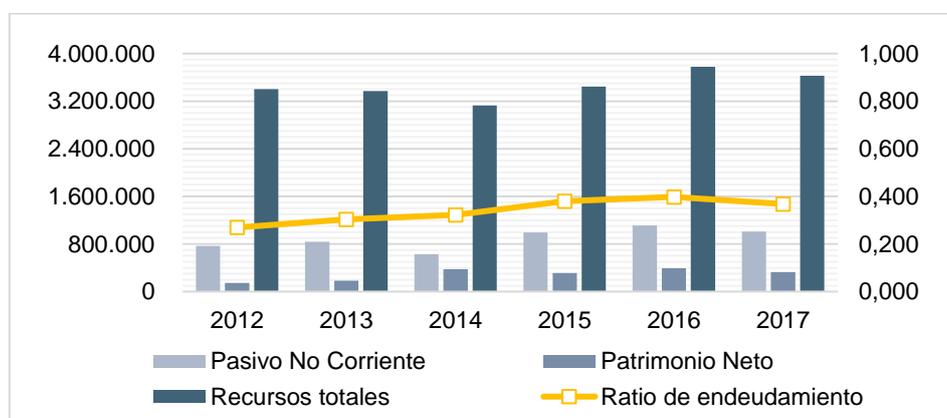


Figura 4.8. Ratio de recursos permanentes del Grupo DIA en el período 2012-2017

Fuente: Elaboración propia según Cuentas Anuales Consolidadas del Grupo DIA

Por otro lado, interesa diagnosticar sobre la situación de liquidez del Grupo DIA, mediante el cálculo de una serie de ratios que, de alguna forma, nos darían una medida de la capacidad del Grupo para hacer frente a sus vencimientos a corto plazo con los activos disponibles en el corto plazo (Tabla 4.4).

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Ratio corriente (AC/PC)	0,483	0,482	0,533	0,509	0,578	0,551
Ratio ácida (AC-Ex-ANCMV)/PC	0,266	0,247	0,272	0,246	0,284	0,285
Ratio de tesorería (Tesorería/PC)	0,141	0,112	0,094	0,072	0,160	0,148

Tabla 4.4. Principales ratios de liquidez del Grupo DIA en el período 2012-2017

Fuente: Elaboración propia según Cuentas Anuales Consolidadas del Grupo DIA

La ratio corriente nos indica la relación existente entre el volumen de activos corrientes y el de pasivos corrientes. Para la mayoría de las empresas, valores por encima de 1 se considerarían aceptables, todo ello siempre y cuando la empresa no pudiera tener problemas de morosidad por parte de sus clientes, ni dificultades en vender toda sus existencias en el corto plazo. No obstante, en sectores de actividad como el del Grupo DIA, de rápido cobro y de pago dilatado, se puede funcionar sin problemas de liquidez con una ratio menor que 1. El principal inconveniente de esta ratio es que “no distingue las distintas partidas que lo forman ni su rotación, hechos que determinan de forma básica la mayor o menor solvencia empresarial de corto plazo” (Jiménez-Caballero, 2018) (Figura 4.9).

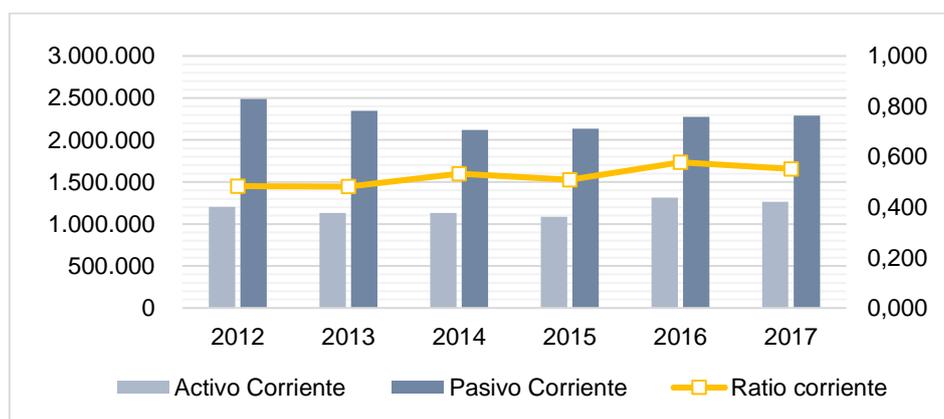


Figura 4.9. Ratio corriente del Grupo DIA en el período 2012-2017

Fuente: Elaboración propia según Cuentas Anuales Consolidadas del Grupo DIA

La ratio de prueba ácida relaciona con el pasivo corriente los activos corrientes disponibles o realizables sin estar condicionados a una venta previa, es decir, menos las existencias o los activos no corrientes disponibles para la venta. Si la compañía está en torno a 1 significa que dispone de efectivo y derechos de cobro suficientes para hacer

frente a los pasivos corrientes. No obstante, igual que en el ratio corriente, en sectores como el del Grupo DIA se puede funcionar con valores inferiores a 1 (Figura 4.10).

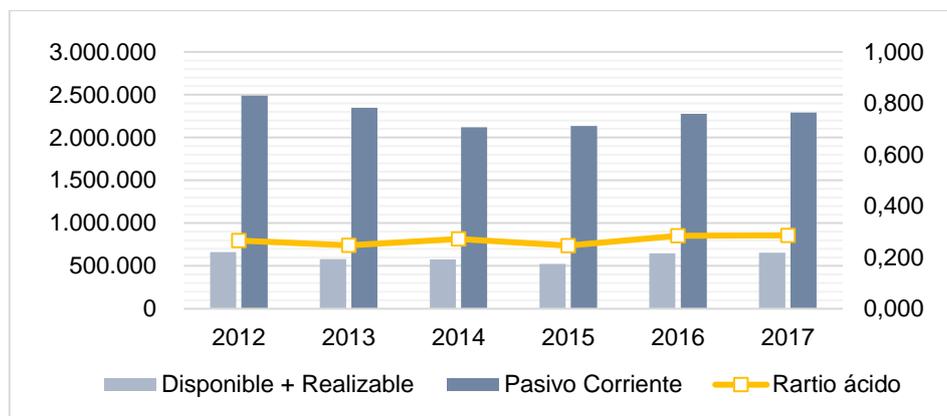


Figura 4.10. Ratio ácida del Grupo DIA en el período 2012-2017

Fuente: Elaboración propia según Cuentas Anuales Consolidadas del Grupo DIA

La ratio de tesorería relaciona los medios líquidos disponibles y los pasivos corrientes. El Grupo DIA presenta unos valores reducidos que no supondrían dificultades de liquidez inmediata siempre que tenga una buena política de gestión de tesorería que ajuste los pagos y cobros pendientes (Figura 4.11).

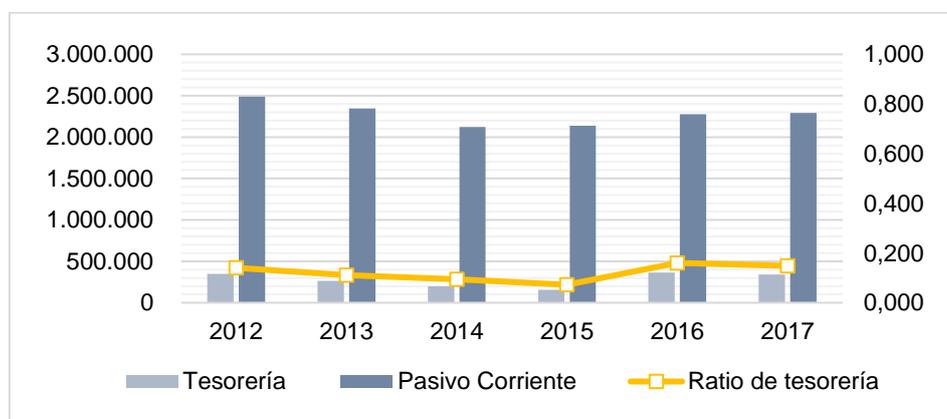


Figura 4.11. Ratio de tesorería del Grupo DIA en el período 2012-2017

Fuente: Elaboración propia según Cuentas Anuales Consolidadas del Grupo DIA

4.1.3 Análisis del Fondo de Maniobra y Capital Corriente

El análisis del fondo de maniobra, al igual que el denominado capital corriente, permiten examinar la estructura patrimonial de la compañía poniendo en relación, en el primer caso, los recursos permanentes -capitales propios y exigible a largo plazo- con los activos no corrientes; y, en el segundo, el activo corriente con el exigible a corto plazo. Ambos conceptos responden a la misma idea de estructura patrimonial, pero contemplados desde ópticas distintas.

Disponer de un fondo de maniobra suficiente implica una garantía para la estabilidad de la empresa por cuanto, desde el punto de vista de la financiación, es aquella parte del activo corriente que es financiada con recursos permanentes (Amat Salas, 2008).

La regla general impone un fondo de maniobra positivo, pues, en caso contrario, se daría la circunstancia de que el activo no corriente estaría financiado con pasivo corriente, lo cual podría imposibilitar atender a los vencimientos a corto plazo. No obstante, determinados sectores, como el de la distribución de alimentos, podrían funcionar, y, de hecho, funcionan, con fondos de maniobra negativos. Esto mismo ocurre con el Grupo DIA, que presenta un fondo de maniobra negativo durante todos los ejercicios observados (Tabla 4.5).

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Recursos permanentes	916.914	1.023.101	1.006.490	1.306.778	1.502.997	1.335.181
Activo no corriente	2.202.117	2.239.747	1.996.980	2.355.102	2.463.153	2.362.855
Fondo de Maniobra	(1.285.203)	(1.216.646)	(990.490)	(1.048.324)	(960.156)	(1.027.674)

Tabla 4.5. Fondo de Maniobra del Grupo DIA en el período 2012-2017

Fuente: Elaboración propia según Cuentas Anuales Consolidadas del Grupo DIA

En efecto, determinadas empresas que operan en sectores que cobran pronto a sus clientes y pagan a sus proveedores a un plazo mayor, pueden funcionar con un capital corriente negativo sin tener problemas, en principio, para atender sus obligaciones de pago a corto plazo. Esta circunstancia se observa en el Grupo DIA, que, a pesar de presentar un Capital Corriente negativo (Tabla 4.6), sus periodos medios de cobro a clientes son muy bajos, ya que la mayoría de sus ventas al por menor se realiza mediante efectivo y tarjeta; en cambio, dispone de un periodo medio de pago a proveedores mayor.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Activo corriente	1.202.526	1.130.840	1.130.007	1.087.527	1.315.484	1.263.319
Pasivo corriente	2.487.729	2.347.486	2.120.497	2.135.851	2.275.640	2.290.993
Capital Corriente	(1.285.203)	(1.216.646)	(990.490)	(1.048.324)	(960.156)	(1.027.674)

Tabla 4.6. Capital Corriente del Grupo DIA en el período 2012-2017

Fuente: Elaboración propia según Cuentas Anuales Consolidadas del Grupo DIA

4.2. LA CUENTA DE RESULTADOS CONSOLIDADA

4.2.1. Análisis descriptivo de la cuenta de resultados (2012-2017)

El análisis descriptivo de la cuenta de resultados del Grupo DIA ofrece las claves que ayudan a verificar cómo genera resultados y en qué medida a lo largo del período observado.

Para llegar a un criterio representativo sobre cómo DIA genera resultados, es preciso comenzar analizando la fuente principal de obtención de ingresos del Grupo, que son esencialmente las ventas de mercaderías en su red de tiendas, incluyendo también las ventas a establecimientos franquiciados bajo la enseña.

Si se observa la evolución de la cifra de ventas por segmentos de negocio (Figura 4.12), se aprecia claramente la importancia del mercado de España, en cuanto que supone más de la mitad volumen de facturación del Grupo DIA. Las ventas en España experimentan un importante crecimiento en 2015, explicado parcialmente por la integración de El Árbol y las tiendas adquiridas a Eroski. Los dos siguientes ejercicios se produce un retroceso de las ventas en España, especialmente en 2017.

En términos globales, a pesar de la salida del mercado francés y, también, del mercado chino -poco relevante para el Grupo DIA-, las ventas totales de la compañía han ido aguantando posiciones a lo largo de los ejercicios, pese al retroceso de las ventas en España a partir de 2015, especialmente gracias al potencial del mercado emergente de Brasil.

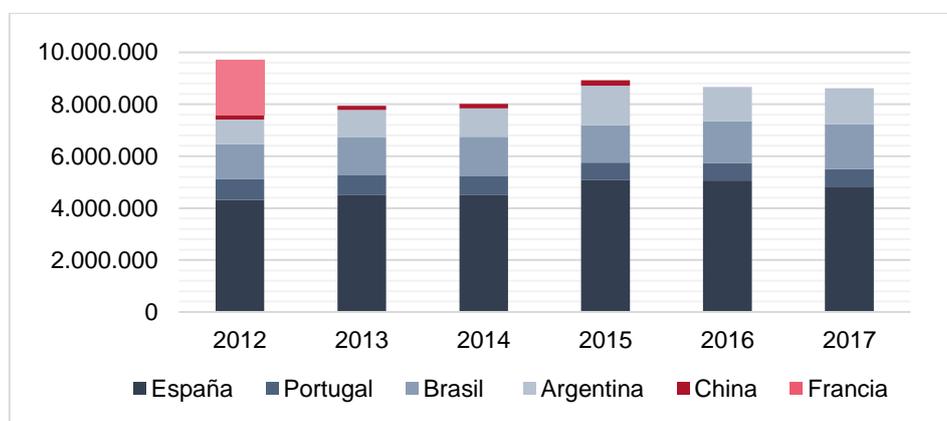


Figura 4.12. Cifra de ventas por segmentos del Grupo DIA en el período 2012-2017

Fuente: Elaboración propia según Cuentas Anuales Consolidadas del Grupo DIA

A partir de los ingresos obtenidos por las ventas y otras actividades de explotación, y los gastos de explotación, sin tener en cuenta las amortizaciones ni deterioros, obtenemos una magnitud muy interesante desde el punto de vista del análisis, el EBITDA, en cuanto que nos ofrece una medida de la capacidad del Grupo para generar beneficios mediante su actividad de explotación, sin tener en cuenta las amortizaciones (y su discrecionalidad), el modo en que se financia la empresa (intereses de la deuda) y el entorno fiscal (el impuesto sobre beneficio) (Tabla 4.7).

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Ingresos de explotación	9.839.347	8.039.841	8.116.217	9.021.669	8.795.455	8.776.210
Gastos de explotación	(9.223.950)	(7.458.455)	(7.590.623)	(8.510.148)	(8.234.526)	(8.262.610)
EBITDA ajustado²	615.397	581.386	525.594	511.521	560.929	513.600

Tabla 4.7. EBITDA ajustado del Grupo DIA en el período 2012-2017

Fuente: Elaboración propia según Cuentas Anuales Consolidadas del Grupo DIA

A continuación, parece útil considerar la evolución del EBIT, que constituye propiamente un beneficio de explotación y, como no incluye resultados financieros ni impuestos, obtenemos, por tanto, un beneficio que no tiene en cuenta la forma en la que se financia la empresa ni la imposición fiscal (Tabla 4.8).

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
EBITDA³	584.725	541.487	514.036	499.181	550.118	495.872
Amortizaciones	(268.940)	(188.951)	(184.604)	(214.026)	(227.330)	(235.512)
Deterioro	(7.648)	1.501	(5.525)	(11.013)	(13.250)	(13.287)
EBIT	308.137	354.037	323.907	274.142	309.538	247.073

Tabla 4.8. EBIT del Grupo DIA en el período 2012-2017

Fuente: Elaboración propia según Cuentas Anuales Consolidadas del Grupo DIA

Por otro lado, es preciso examinar los gastos y los ingresos financieros del Grupo DIA y su evolución (Tabla 4.9). La emisión de bonos y el incremento de la deuda bancaria hacen incrementar los gastos financieros en 2014 y 2015, reduciéndose ligeramente en 2016 y volviendo a incrementarse en 2017.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Ingresos financieros	26.211	13.310	16.447	9.265	11.656	4.830
Gastos financieros	(52.052)	(46.209)	(57.259)	(65.291)	(62.293)	(65.868)

Tabla 4.9. Gastos financieros del Grupo DIA en el período 2012-2017

Fuente: Elaboración propia según Cuentas Anuales Consolidadas del Grupo DIA

² El EBITDA ajustado se ha calculado como el resultado de explotación antes de amortizaciones y deterioro, resultado en operaciones de inmovilizado y otros ingresos y gastos por reestructuración incluidos en "Gastos de explotación". Los datos han sido extraídos de la Memoria de las Cuentas Anuales Consolidadas.

³ El EBITDA se ha calculado como el resultado de explotación antes de amortizaciones y deterioro. Por tanto, incluye el resultado por operaciones de inmovilizado y otros ingresos y gastos por reestructuración incluidos en "Gastos de explotación".

Seguidamente, considerando los anteriores resultados, junto con el impuesto de sociedades, se obtiene el resultado de actividades continuadas, que, por tanto, no incluye el resultado procedente de actividades interrumpidas (Figura 4.13).

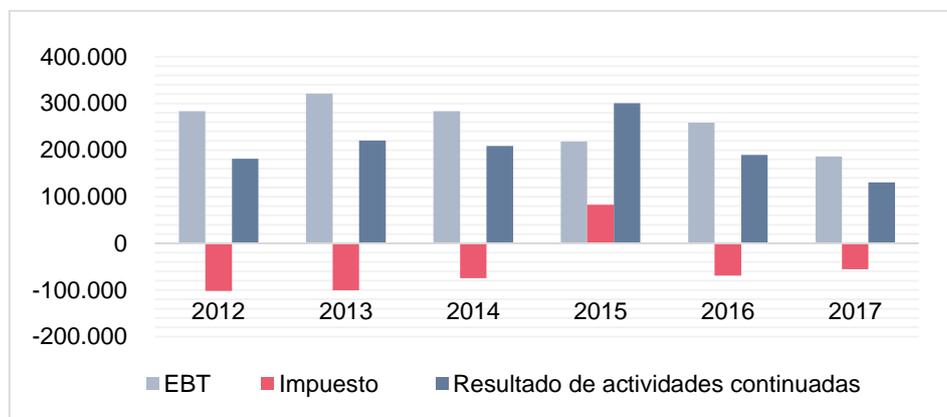


Figura 4.13. Resultado de actividades continuadas del Grupo DIA en el período 2012-2017

Fuente: Elaboración propia según Cuentas Anuales Consolidadas del Grupo DIA

En último lugar, desde la perspectiva más general, se puede observar la evolución del resultado neto del Grupo desde 2012 a 2017.

Los datos muestran que el resultado neto alcanza su valor máximo en el ejercicio 2014 y que desciende los siguientes tres ejercicios, hasta alcanzar su valor mínimo en 2017. No obstante, hay que tener presente que el resultado neto incluye los resultados de actividades interrumpidas. En este sentido, el resultado neto de 2014 incluye un importante resultado positivo de actividades interrumpidas, como consecuencia de la venta ese mismo ejercicio de DIA Francia (Figura 4.14).

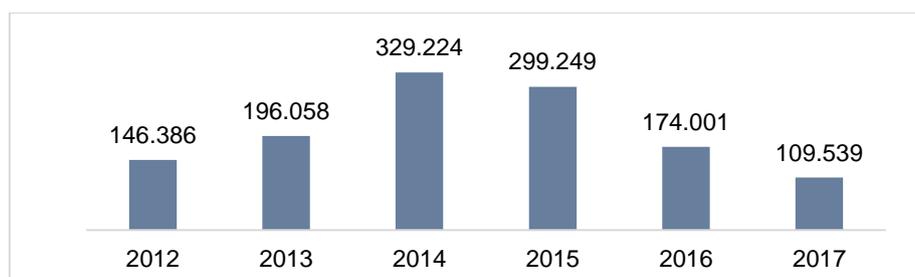


Figura 4.14. Resultado neto del Grupo DIA en el período 2012-2017

Fuente: Elaboración propia según Cuentas Anuales Consolidadas del Grupo DIA

4.2.2. Análisis de la cuenta de resultados a través de ratios

Con el fin de profundizar en el análisis de la capacidad del Grupo para generar beneficios, son útiles las ratios de rentabilidad. Las empresas no solo deben generar beneficios, sino que deben maximizar la rentabilidad obtenida en relación con los capitales invertidos. La rentabilidad puede ser calculada poniendo en relación los resultados obtenidos con respecto al total de las inversiones -rentabilidad económica-,

o bien, relacionando los resultados con los fondos que corresponden a los accionistas -rentabilidad financiera-. Para el cálculo de la ratio de rentabilidad económica se tomará el beneficio antes de intereses e impuestos, incluyendo también los ingresos procedentes de los activos financieros, pero sin tener en cuenta, por tanto, la forma en que se financia la estructura económica (intereses de la deuda), ni los aspectos fiscales. Asimismo, el activo no incluirá los activos no corrientes mantenidos para la venta. Para calcular la ratio de rentabilidad financiera se tomará el beneficio neto, y, por tanto, se tendrá en cuenta la forma en la que se financia la empresa (Tabla 4.10).

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Rentabilidad económica (BAII/Activo ajustado)	0,099	0,109	0,109	0,082	0,085	0,070
Rentabilidad financiera (BN/PN)	0,991	1,068	0,872	0,955	0,444	0,336

Tabla 4.10. Ratios de rentabilidad del Grupo DIA en el período 2012-2017

Fuente: Elaboración propia según Cuentas Anuales Consolidadas del Grupo DIA

La estructura económica tiene una rentabilidad demasiado baja, especialmente en 2017, debido a la caída del beneficio atribuible al activo. El Grupo DIA está obteniendo una escasa rentabilidad de su activo, por debajo del 11%, disminuyendo hasta un 7% el último año.

La rentabilidad financiera constituye una medida que corresponde exclusivamente a los accionistas. La rentabilidad que obtiene el accionista de DIA presenta unos valores excesivamente altos, debido al escaso volumen de fondos propios en la compañía.

En último lugar, interesa analizar alguna ratio sobre cobertura de la deuda financiera y los intereses. Para ello, se utilizará el EBITDA ajustado, pues se trata de evaluar la capacidad del Grupo para devolver la deuda y pagar los intereses en relación con los beneficios generados como consecuencia de su actividad de explotación. Por otro lado, se considerará la deuda financiera neta, calculada como el total de pasivos financieros, netos de efectivo en balance (Tabla 4.11).

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Cobertura de deuda (Deuda fra. neta/EBITDA)	1,023	1,120	1,015	2,230	1,566	1,735
Cobertura de intereses (EBITDA/gastos financieros)	11,823	12,582	9,179	7,834	9,005	7,797

Tabla 4.11. Ratios de cobertura del Grupo DIA en el período 2012-2017

Fuente: Elaboración propia según Cuentas Anuales Consolidadas del Grupo DIA

Se observa que el nivel de endeudamiento de la empresa se ha ido incrementando -y con él, también, los intereses de deuda-, al tiempo que el beneficio de explotación se ha ido reduciendo. La consecuencia es una menor capacidad del Grupo DIA para cubrir su deuda financiera con su actividad de explotación y una menor cobertura de intereses.

CAPÍTULO 5

PRINCIPALES CLAVES DA LA CRISIS DEL GRUPO DIA

En el presente capítulo se pretende poner de manifiesto una serie de aspectos que han sido determinantes en la gestación de la crisis del Grupo DIA, y que, si bien, hasta 2018 no se constataron señales claras de la grave crisis que empezaba a asomar (*profit warning*, desplome en Bolsa, destituciones en la cúpula, reajustes en las cuentas de años anteriores, etc.), cierto es que las causas explicativas no responden a factores coyunturales, sino más bien a una mala trayectoria observable en los últimos años.

5.1. LA EVOLUCIÓN DE LAS VENTAS

Como se observó tras el análisis descriptivo de la cuenta de resultados llevado a cabo en el Capítulo 4, en 2015 DIA alcanza su techo de facturación y a partir del ejercicio 2016 el Grupo comienza a experimentar síntomas de estancamiento y retroceso en su cifra de ventas, especialmente en España, donde se concentra el mayor volumen de ventas de DIA. Con la publicación de las cuentas consolidadas correspondientes al ejercicio 2018, donde aparecen reexpresadas las cuentas de 2016 y 2017 como consecuencia de actividades interrumpidas y correcciones, se pone de manifiesto una preocupante disminución de la cifra de ventas netas que es preciso analizar (Tabla 5.1).

	2016	2017	2018
Ventas netas (sin reexpresar)	8.669.257	8.620.550	-
Irregularidades/errores	(3.234)	(4.421)	-
Operaciones interrumpidas	(403.156)	(398.459)	-
Ventas netas (reexpresadas)	8.262.867	8.217.670	7.288.825
España	4.672.096	4.441.889	4.280.494
Portugal	669.297	663.073	628.640
Argentina	1.310.937	1.391.644	970.574
Brasil	1.610.537	1.721.064	1.409.117

Tabla 5.1. Ventas netas comparables (en miles de euros) del Grupo DIA en el período 2016-2018

Fuente: Elaboración propia según Cuentas Anuales Consolidadas del Grupo DIA

Como se ha mencionado, la reexpresión de las ventas netas correspondientes a los ejercicios 2016 y 2017 responde principalmente a la clasificación en 2018 como actividades interrumpidas de los negocios Cash & Carry (sociedad dependiente del Grupo El Árbol) y Clarel, respectivamente. En especial, la discontinuación del negocio

de Clarel supone una pérdida relevante de volumen de ventas en el segmento de España y Portugal en relación con las cuentas no reexpresadas de los años previos.

Dejando a un lado las ventas por operaciones interrumpidas, y observando las ventas netas comparables, la cifra de ventas correspondiente al ejercicio 2018 es especialmente mala, y profundiza todavía más en la tendencia negativa que viene arrastrando la compañía desde 2016.

Y, ciertamente, en los últimos años, DIA ha estado lanzando mensajes negativos de perspectivas de ventas de manera regular. En octubre de 2017, la compañía ya lanzaba un *profit warning* sobre objetivos de ventas, rebajando sus previsiones y reconociendo un menor ritmo de crecimiento en ventas del inicialmente esperado. Más recientemente, en octubre de 2018, DIA anunció a la CNMV, junto con la necesidad de incorporar determinados ajustes a las cuentas de 2017, un nuevo *profit warning*, por el cual rebajaba sus estimaciones de resultado para 2018, “atendiendo a una caída del volumen de ventas y a un incremento de los gastos operativos”.

El volumen de ventas está descendiendo sin remedio y, a mayor inri, las perspectivas son peores si se comparan las ventas netas con la superficie comercial disponible en cada período, esto es, la rentabilidad del metro cuadrado de superficie comercial, expresada en euros de venta por cada metro cuadrado de superficie (Tabla 5.2).

	2015	2016	2017*	2018
Superficie comercial (miles de m2)	2.889,2	2.816,3	2.528,5	2.566,7
España	1.939,9	1.876,4	1.573,7	1.582,0
Portugal	219,3	220,4	213,9	210,7
Argentina	230,8	238,7	251,3	265,2
Brasil	420,4	480,8	489,6	508,8
China	78,8	-	-	-
Ventas netas totales (miles de euros)	8.925.454	8.669.257	8.217.670	7.288.825
Ratio ventas/m2	3.089,25	3.078,24	3.250,02	2.839,76

Tabla 5.2. Ventas en euros por metro cuadrado del Grupo DIA en el período 2015-2018

Fuente: Elaboración propia según Cuentas Anuales Consolidadas del Grupo DIA

En primer lugar, se observa una importante disminución de la superficie comercial en España que afecta a los dos últimos ejercicios. En este sentido, en 2017 se ha considerado la cifra de ventas reexpresada en 2018 por las operaciones interrumpidas de Cash & Carry y Clarel, por lo que la superficie comercial en ese período ya no incluye los establecimientos correspondientes a dichos negocios. Pese a la menor superficie, DIA es la cadena española que cuenta con mayor número de tiendas en España. Al cierre de 2018, DIA operaba con cerca de 3.500 tiendas, frente a las más de 1.600 tiendas con que opera Mercadona. En segundo lugar, y más importante que la superficie comercial en sí misma, es el ratio de ventas por metro cuadrado. Resulta que DIA

presenta uno de los peores ratios de la distribución en España, frente a los más de 9.000 euros por metro cuadrado que factura Mercadona o los más de 7.000 euros por metro cuadrado de Carrefour (Fernández M. , 2018).

La presión competitiva en el sector de la distribución de alimentos en España y la guerra de precios entre los principales competidores en el sector han sido claves para entender la bajada en la facturación de DIA, y la consiguiente pérdida de rentabilidad por metro cuadrado. El Grupo ha ido perdiendo cuota de mercado, continuando esta tendencia en 2018, según Kantar Worldpanel. Para hacer frente al líder del mercado, Mercadona, y a su agresiva política de precios bajos, DIA apostó desde 2017 por bajadas de precios como estrategia competitiva, lo que ha supuesto que la cadena haya tenido que reducir el margen de beneficios (Grados, 2018).

En lo que se refiere a la evolución negativa de las ventas netas en los mercados emergentes en 2018, según su Memoria Anual, en Argentina el Grupo DIA padece el difícil ambiente macroeconómico en el país y la fuerte disminución del consumo privado debido al considerable aumento de la inflación y a la depreciación del peso argentino. En el caso de Brasil, las ventas netas descienden por causa de efectos más extraordinarios, como la huelga de transportistas, y al escenario deflacionista.

5.2. EL MODELO DE NEGOCIO DE DIA Y SU GESTIÓN

5.2.1. Reposicionamiento de la marca y nuevos formatos

Durante la crisis económica que atravesó la economía española, el Grupo DIA se vio favorecido debido a un modelo de negocio tradicional que se ha ido moviendo entre el descuento blando y el *hard discount*, ofreciendo a sus clientes precios bajos a costa de sacrificar otros aspectos, como el número de trabajadores por establecimiento y la limpieza y el orden en sus tiendas, y apostando por dar protagonismo a su marca blanca (Cinco Días, 2009).

No obstante, como se expuso en el Capítulo 3, tras la crisis, el consumidor ha vuelto a cambiar su paradigma de consumo, y, en consecuencia, los modelos tradicionales *low cost*, como DIA, han ido perdiendo atractivo. Las preferencias de los consumidores ya no se basan exclusivamente en el precio, sino que la escala de prioridades se orienta cada vez más hacia la búsqueda de productos con una buena relación calidad precio en un entorno de proximidad, entre otros aspectos.

Ante este nuevo panorama, el Grupo DIA ha tratado de enterrar la que fuera su seña de identidad, el modelo de descuento tradicional orientado exclusivamente al precio, a través de una serie de renovaciones en sus tiendas y el lanzamiento de diversos formatos comerciales con los que reorientar su estrategia y posicionar su modelo de negocio de acuerdo con su conocido eslogan publicitario “*Calidad y precio están muy cerca*”, que vino a sustituir en 2012 a su otrora “*Si pagas más es porque quieres*” (Anuncios.com, 2012).

Los planes de renovación llevados a cabo en sus tiendas, en 2008 con la implantación de los formatos DIA Market y DIA Maxi, y más recientemente, en 2017, centrado en más de 2.000 tiendas DIA Market, introdujeron ligeras mejoras visuales en el aspecto de sus establecimientos, con el fin de ofrecer una experiencia de marca nueva (iProfesional, 2009) y de mejorar la experiencia diaria de compra de los clientes. No obstante, las grandes cantidades invertidas han servido solamente para hacer un lavado de imagen de las tiendas DIA Market, que por otro lado constituyen el corazón de la compañía. Las inversiones no han sido empleadas en aumentar la superficie de sus establecimientos para así avanzar hacia el modelo de supermercado, con mayor variedad de productos, especialmente productos frescos, que permitan una compra integral en proximidad. En este sentido, Mercadona está siendo la mayor beneficiada, ya que opera principalmente en el segmento de supermercados de gran tamaño -entre 1.000 y 2.500 m²-, frente a la menor superficie de los DIA Market – entre 400 y 700 m²- (G. Bolinches, 2017).

En 2012, DIA continuaba apostando firmemente por los productos frescos y lanzó su nuevo formato de tienda DIA Fresh, pequeños establecimientos enfocados casi exclusivamente en fruta, verdura, carne y pescado, con un amplio horario comercial y un precio algo más elevado que el resto de las tiendas DIA (Europa Press, 2012). Un formato de tienda que quedó reducido a un mero “banco de pruebas para el desarrollo y venta de productos perecederos”, como refleja la propia Memoria Anual de DIA de 2014. Lo mismo ha ocurrido con el lanzamiento en 2014 del formato de tienda Fresh by DIA, con un tamaño incluso más pequeño y una oferta menor.

El formato La Plaza, implantado en 2015 aprovechando el mayor tamaño y proximidad de los establecimientos adquiridos a Eroski y, también, en 2016, con la reconversión de los supermercados pertenecientes a El Árbol, a pesar de las dificultades debido a la falta de un plan estratégico bien elaborado y a la carencia de personal cualificado que no les ha puesto fácil mantener los altos estándares de calidad, está mostrando una buena evolución, según datos de Kantar WorldPanel.

Mención aparte merece la compra de Schlecker en 2013, lo que supuso la entrada de DIA en el negocio de la perfumería, creando la nueva enseña Clarel. A finales de 2017, la compañía había alcanzado más de 1.200 tiendas operando bajo este formato. Sin embargo, la adquisición de la cadena de perfumerías no solo supuso adentrarse en otro segmento completamente distinto al de la alimentación, sino que añadió complejidad en la gestión de una organización low-cost de descuento como es DIA (Téllez Díaz-Guerra, 2019).

En 2018, la compañía pone en marcha otra nueva enseña, DIA & Go, que supone una apuesta seria por el formato de conveniencia, y como reconoce la propia compañía, ya facturan un 40% más que sus antiguas tiendas en esas ubicaciones (Osorio, 2018). Se puede decir que este formato, junto con La Plaza DIA en el formato de supermercados, constituyen los únicos cambios sustanciales de fórmula comercial y, posiblemente, las únicas remodelaciones que están consiguiendo los resultados esperados (Gracia, 2018).

A comienzos de 2019, la nueva directiva de DIA presenta un plan estratégico para el período 2018-2023, que intenta responder a las máximas “calidad, precios bajos, proximidad y compromiso con el cliente” (Dia Corporate, 2019), lo que supone la confirmación de un modelo fracasado e insostenible que DIA ha venido manteniendo en estos últimos años, y confirma los esfuerzos de la compañía en desterrar definitivamente el modelo de precios agresivos, poca variedad y baja calidad (Placer, 2019). Tras la OPA, se ha impuesto el plan estratégico de Fridman para resucitar DIA, basado en una renovación profunda de la marca propia y un cambio en el formato de tienda, centrándose en los más rentables, como DIA & Go y La Plaza (Villaécija, 2019).

5.2.2. El modelo de franquicias y la relación con los franquiciados

El modelo de crecimiento de DIA se ha basado desde casi sus inicios en un sistema de franquicias que le ha permitido crecer exponencialmente a lo largo de los años, hasta convertirse en la primera franquiciadora de España, con un número de franquicias que, en 2018, según el Informe de Gestión, era de 1.871 en España y de 3.547 en todo el mundo. Para DIA, pues, los franquiciados suponen la base de su negocio al representar más de la mitad de sus establecimientos, y, por tanto, la relación con estos es clave.

No obstante, la relación de DIA con sus franquiciados ha sido, ya desde lejos, sumamente conflictiva. Los franquiciados han acusado a la compañía en varias ocasiones de llevar a cabo prácticas irregulares e, incluso, abusivas (G. Bolinches, 2014), hasta el punto de que la ofensiva de los franquiciados contra la cadena ha llegado hasta los tribunales.

Los franquiciados han acusado a DIA de mercancía faltante o defectuosa, de repercutirles los costes derivados de la gran cantidad de ofertas y promociones que aplica la compañía (San Esteban, 2019), de exprimir al máximo a los franquiciados en beneficio de los números globales de la compañía (Placer, 2019).

La deficiente gestión con sus franquiciados, unida a un sistema poco transparente, han dañado seriamente el modelo de franquicia DIA (Pérez de Leza, 2018).

5.3. LOS PROBLEMAS EN LA ESTRUCTURA DE CAPITAL

Como se analizó en el Capítulo 4, la estructura financiera del Grupo DIA ha dependido, desde los inicios, básicamente de la financiación ajena. La mayor parte de la deuda era a corto plazo y provenía de la financiación de los proveedores. En cualquier caso, la ratio de cobertura de la deuda financiera neta con el EBITDA (Tabla 4.11), se mantenía en unos niveles aceptables. También se pudo dejar constancia del bajo volumen de fondos propios de que disponía la compañía a raíz del reparto de cuantiosos dividendos extraordinarios en 2010 y 2011 (Tabla 4.1), que dejaron el patrimonio neto reducido a la mínima expresión.

Tras la publicación de las Cuentas Anuales Consolidadas correspondientes al ejercicio 2018, se observan una serie de circunstancias preocupantes que han

deteriorado la estructura de capital del Grupo DIA y la han colocado en una situación financiera comprometida, con serias dudas acerca de su viabilidad futura.

Por un lado, el ratio de cobertura de deuda financiera neta con el EBITDA se ha deteriorado de manera preocupante, por dos motivos principales: por un lado, la deuda financiera neta se dispara en 2018, por otro, el EBITDA⁴ se desploma a la mitad con respecto al año anterior (Tabla 5.3).

	2016*	2017*	2018
Deuda financiera neta	872.382	945.442	1.451.581
EBITDA ajustado	478.509	470.953	246.016
Ratio de cobertura	1,82	2,00	5,90

Tabla 5.3. Ratio de cobertura del Grupo DIA en el período 2016-2018

Fuente: Elaboración propia según Cuentas Anuales Consolidadas del Grupo DIA

Según el Informe de Gestión Consolidado de 2018, este importante incremento de la deuda neta durante el período fue debido principalmente “al deterioro del Capital Circulante, derivado de la reducción del plazo de pago a proveedores, y al descenso en el EBITDA ajustado del período”.

Las Necesidades Operativas de Fondos (equivalente al concepto de Capital Circulante definido en el Informe Anual) permiten obtener la cantidad de financiación negociada necesaria para financiar las inversiones en el activo circulante (Tabla 5.4).

	2016*	2017*	2018
Existencias	665.792	609.004	531.664
Deudores comerciales	162.426	198.791	192.278
Tesorería	363.266	346.516	239.843
Acreedores comerciales	1.920.597	1.785.186	1.442.496
NOF contables	(729.113)	(630.875)	(478.711)
Variación NOF	(148.579)	98.238	152.164

Tabla 5.4. NOF del Grupo DIA en el período 2016-2018

Fuente: Elaboración propia según Cuentas Anuales Consolidadas del Grupo DIA

En efecto, la financiación espontánea, los proveedores, se han reducido drásticamente en 2018. Según el Informe de Gestión, este descenso “está enteramente relacionado con las difíciles condiciones de negocio que la Compañía sufrió durante el último trimestre de 2018, que tuvo como consecuencia un sustancialmente menor período de pago a proveedores”. Evidentemente, una menor financiación espontánea

⁴ Se ha empleado el EBITDA ajustado, calculado como el resultado de explotación antes de amortizaciones y deterioro y resultado en operaciones de inmovilizado. Los datos han sido extraídos de la Memoria de las Cuentas Anuales Consolidadas.

hace necesario recurrir a fuentes de financiación negociada adicionales, y esto es lo que indica una variación de las NOF positiva.

De acuerdo con las NOF calculadas, que resultan negativas, DIA cubriría con la financiación espontánea que le ofrecen los proveedores los activos del circulante (las existencias, los clientes y una tesorería) y estaría financiado, también, parte del activo no corriente. No obstante, en 2017 y 2018 la variación de las NOF se vuelve positiva (debido a que las NOF se hacen menos negativas esos años). Por tanto, debe recurrir a financiación negociada para cubrir ese volumen que ha dejado de estar cubierto por financiación espontánea (152.164 m en 2018). Es decir, antes, esos 152.164 de inversión en activo estaban cubiertos por la financiación que ofrecían los proveedores, ahora, como los proveedores han dejado de financiar esos 152.164, es preciso recurrir a financiación negociada. Por este motivo, DIA ha tenido que recurrir a una mayor deuda financiera.

Por otro lado, como se mencionó en los párrafos anteriores, la otra causa del incremento del endeudamiento reside en la caída del EBITDA, cuyo desencadenante hay que buscarlo en la disminución de las ventas en 2018 (Tabla 5.1). El desplome del EBITDA a casi la mitad de su valor ha sido una de las principales causas que explican que el beneficio neto del ejercicio 2018 haya sido negativo -pero no solo: el reconocimiento de un importante deterioro de inmovilizado material y la reversión del impuesto diferido, también han contribuido a reducir el beneficio neto-. El beneficio neto negativo ha mermado el patrimonio neto de la compañía, que también, en 2018, se encuentra en números negativos (Tabla 5.5). Unos fondos propios negativos conducen, inevitablemente, a una necesidad de ampliar capital y renegociar la deuda.

	2016	2017	2018
Resultado ejercicio (sin reexpresar)	174.043	109.579	-
Irregularidades/errores	(45.227)	(7.920)	-
Resultado ejercicio (reexpresado)	128.816	101.208⁵	(352.587)
Reservas (sin reexpresar)	261.108	304.676	-
Irregularidades/errores	(15.193)	(60.420)	-
Reservas (reexpresadas)	245.915	244.256	246.701
Patrimonio Neto (sin reexpresar)	392.098	325.983	-
Irregularidades/errores	(60.420)	(68.340)	-
Patrimonio Neto (reexpresado)	331.678	257.192⁵	(166.062)

Tabla 5.5. Patrimonio Neto comparable (en miles de euros) del Grupo DIA en el período 2016-2018

Fuente: Elaboración propia según Cuentas Anuales Consolidadas del Grupo DIA

⁵ Incluye 451 miles de euros en negativo, correspondientes a la sociedad CD Supply Innovation, S.L. (CDSI), participada al 50% por DIA.

El aumento de la deuda financiera en balance tiene su origen, fundamentalmente, en el acuerdo de refinanciación firmado por DIA con los bancos acreedores a finales de 2018, con el objetivo principal de obtener financiación adicional a corto plazo, hasta el 31 de mayo de 2019. En virtud de este acuerdo, según el hecho relevante publicado por DIA en la CNMV, “la Compañía, entre otras cuestiones, dispondrá de acceso a financiación adicional a corto plazo por importe de hasta 215 millones de euros y de hasta 681 millones de euros a ser dispuesta vía instrumentos de financiación del capital circulante, tales como líneas de confirming, factoring y créditos bilaterales” Con fecha 21 de enero de 2019, otra entidad financiera se adhirió al Contrato de Financiación, incrementándose el dinero nuevo en 4,4 millones de euros y las líneas de circulante en 24,1 millones de euros.

Los problemas de DIA de cara a 2019, en relación con la estructura de capital, tienen que ver, fundamentalmente, con la situación de quiebra técnica por el patrimonio neto negativo, que amenaza con una disolución en el corto plazo. También, otro de los problemas tiene que ver con los vencimientos de deuda que están más próximos. En este sentido, DIA enfrenta el vencimiento, en mayo de 2019, de parte de los créditos sindicados concedidos en la refinanciación de finales de 2018. Por otro lado, en julio de 2019 vencen 305.700 miles de euros correspondientes a la emisión de Bonos de 2011.

Los esfuerzos se han centrado, en consecuencia, en otro acuerdo de refinanciación con los Bancos acreedores a largo plazo para retrasar los vencimientos y asegurar las líneas de liquidez a corto plazo. Todo ello se ha condicionado por la Banca a una ampliación de capital, inevitable para revertir la situación de quiebra técnica por patrimonio neto negativo.

Después de que la Junta de Accionistas aprobara en marzo de 2019 la propuesta de ampliación de capital de 500 millones defendida por Fridman, y tras largas negociaciones entre su principal accionista, Letterone, y los principales bancos acreedores, unidas al éxito de la OPA de Fridman, se ha llegado, en mayo de 2019, a un acuerdo de refinanciación *in extremis*, por el cual se extiende la financiación de DIA hasta 2023 y se le conceden distintas líneas de liquidez (Osorio & Sarriés, 2019).

5.4. LOS CAMBIOS EN LA ESTRUCTURA DE PROPIEDAD

5.4.1. Principales movimientos en la estructura accionarial

Hasta la salida a Bolsa de DIA en julio de 2011, Carrefour Société Anonyme era accionista indirecto de la totalidad de las acciones de DIA, S.A., a través de su dependiente Norfin Holder, S.L., accionista único en aquel momento. En junio de ese mismo año, la Junta General de Accionistas de Carrefour aprobó una operación de escisión que se estructuró, primero, mediante una operación de compraventa en cuya virtud Carrefour adquirió el 100% de las acciones de DIA, S.A. a Norfin Holder, S.L., pasando a ser accionista directo, y, segundo, a través del reparto de la totalidad del capital social de DIA, S.A. como dividendo extraordinario en especie a los accionistas de Carrefour.

Cada accionista de Carrefour recibió un número de acciones de DIA igual al número de acciones que poseyera de Carrefour al cierre de mercado del día anterior a la distribución de las acciones. En consecuencia, la estructura accionarial de DIA quedaba configurada de la misma forma que la de Carrefour en aquel momento (Tabla 5.6).

Accionistas	% del capital social
Blue Capital S.à.r.l.	11,09%
Amundi Group S.A.	5,94%
Société Générale	7,87%
Colony Blue Investor S.à.r.l.	2,23%
Empleados	1,04%
Carrefour Société Anonyme	1,14%
Capital flotante	70,69%

Tabla 5.6. Composición del capital social de Carrefour Société Anonyme a 5 de julio de 2011

Fuente: Nota sobre las Acciones inscrita y depositada en la CNMV

Durante los dos primeros años tras la escisión y admisión a negociación en Bolsa de DIA, la entidad Blue Capital, S.à.r.l. se mantuvo como principal accionista de DIA. En septiembre de 2013, se produce su escisión en dos entidades ya existentes y se reparte las acciones que poseía entre ambas: Blue Partners, S.à.r.l y Cervinia Europe, S.à.r.l. (perteneciente a Groupe Arnault). A partir de entonces, la gestora inglesa de fondos, Baillie Gifford & CO, se convierte en nuevo accionista principal de DIA.

En mayo de 2015, Blue Partners y Cervinia deciden colocar sus participaciones de DIA, representativas de un 8,48% de su capital social, y salir del accionariado.

A partir del año 2017, se producen diversos movimientos en la estructura accionarial de DIA de especial trascendencia, principalmente en lo que se refiere a la irrupción del grupo de inversión LetterOne, controlado por el magnate ruso Mikhail Fridman.

La entrada de LetterOne Investment Holdings, S.A. en el accionariado de DIA tiene lugar en julio de 2017, con la adquisición del 10% del capital de la compañía, a través de LTS Investment S.à.r.l., filial íntegramente participada por LetterOne. Tras esta operación, LetterOne se convierte en uno de los máximos accionistas, junto a la gestora inglesa Baillie Gifford.

Una semana después de conocerse la entrada en el accionariado de DIA de Mikhail Fridman, a través de la firma de inversión LetterOne Investment Holdings, el banco estadounidense Goldman Sachs declara una participación del 3,9% en la cadena de supermercados. Posteriormente, en noviembre de ese mismo año, eleva su participación hasta el 6,94%, y un mes más tarde, alcanza el 10,2% de participación en DIA. De este modo, Goldman Sachs supera a Baillie Gifford y a LetterOne, y se sitúa como el primer accionista de la compañía.

En enero de 2018, LetterOne aumenta su participación con un 15% adicional del capital de DIA, por lo que se coloca como accionista principal con un 25% de las participaciones de la Sociedad. En septiembre de 2018, LetterOne aumenta nuevamente su participación en DIA y se sitúa en el 29%, al borde de la OPA obligatoria. De este modo, se consolida como máximo accionista de la compañía, seguido por Goldman Sachs, que este momento disponía de un 14,53%, tras meses moviendo al alza y a la baja su participación en DIA. Por su parte, Baillie Gifford comienza a reducir su participación en el grupo DIA. En octubre de este mismo año, en pleno *profit warning* de DIA, Goldman Sachs liquida casi todas sus participaciones de la compañía.

En enero de 2019, Goldman Sachs vuelve a alcanzar el 5% de las acciones de DIA, y, en febrero, sale del accionariado definitivamente. En este mismo mes, LetterOne comunica a la CMV su intención de lanzar una OPA voluntaria por la totalidad de las acciones de DIA.

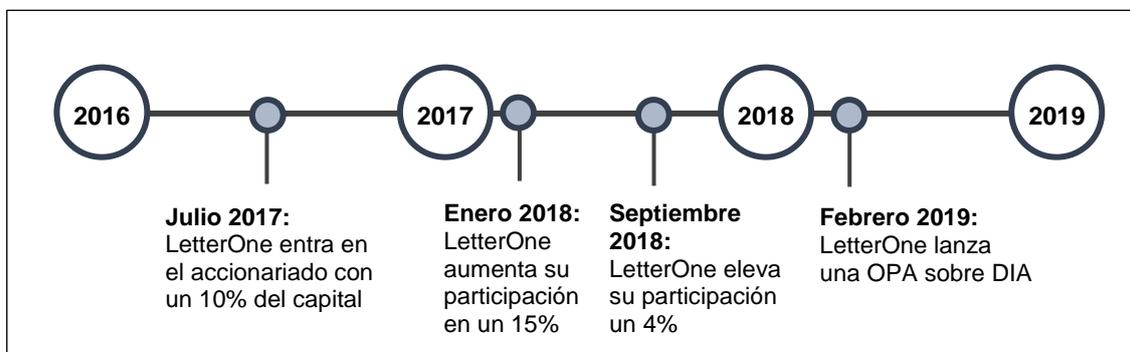


Figura 5.1. Principales movimientos de Letterone en el accionariado del Grupo DIA (2017-2019)

Fuente: Elaboración propia según Cuentas Anuales Consolidadas del Grupo DIA

En un primer momento, LetterOne ofrece 0,67 euros por acción y exige una aceptación mínima del 35,49% del accionariado -que posteriormente rebaja, para luego eliminar por completo-, lo que supondría la mitad del capital de DIA que no controla. De este modo, unido a su paquete accionarial del 29,01%, Letterone controlaría el 64,5% de las acciones de DIA, como mínimo. La aceptación de la OPA según estas premisas es una de las condiciones exigidas por Fridman -junto con la consecución del acuerdo con los acreedores titulares de la deuda bancaria sindicada de DIA- para la ejecución del aumento de capital en 500 millones de euros y el compromiso de aseguramiento.

Tras cuatro meses de incertidumbre y dos prórrogas del plazo de aceptación, en mayo de 2019, la CNMV anuncia oficialmente que la OPA “ha sido aceptada por un número de acciones representativas del 40,76% del capital social de DIA, las cuales, sumadas a las acciones de las que LetterOne ya era titular con anterioridad a la Oferta, hacen que LetterOne pase a ser titular de un 69,76% del capital social de DIA” (DIA Corporate, 2019). El precio al que finalmente se realizó la OPA ha sido el inicialmente exigido por Fridman, 0,67 euros por acción. Un precio considerado “equitativo” por la CNMV, pero una cifra muy por debajo de lo que exigían numerosos fondos de inversión y accionistas relevantes de la compañía, que compraron a precios muy superiores antes del desplome de la cotización de la acción (Expansion.com, 2019).

5.4.2. Los cambios en el Consejo de Administración

Según los Estatutos sociales de DIA, el Consejo de Administración está formado por un mínimo de 5 y un máximo de 15 miembros, según determine la Junta de Accionistas. Asimismo, el estatuto prevé cuatro categorías distintas de consejeros: consejeros ejecutivos -que desempeñan funciones de alta dirección-, consejeros no ejecutivos dominicales -que poseen una participación accionarial significativa-, consejeros no ejecutivos independientes -que son designados por sus condiciones personales o profesionales, sin poseer relación accionarial con la compañía- y otros consejeros externos.

En el propio folleto de emisión de DIA, se previó que la composición del Consejo de Administración en el momento de admisión de las acciones de la compañía a Bolsa en 2011 fuera el siguiente:

Nombre	Cargo	Carácter del Cargo
Ana María Llopis	Presidente	Independiente
Ricardo Currás de Don Pablos	Vocal	Ejecutivo
Julián Díaz González	Vocal	Independiente
Richard Golding	Vocal	Independiente
Mariano Martín Mampaso	Vocal	Independiente
Pierre Cuilleret	Vocal	Independiente
Rosalía Portela	Vocal	Independiente
Antonio Urcelay Alonso	Vocal	Independiente
Nadra Moussalem	Vocal	Dominical
Nicolas Brunel	Vocal	Dominical

Tabla 5.7. Miembros del Consejo de Administración de DIA en 2011

Fuente: Folleto de Emisión de DIA

A partir de 2018, en plena toma de control de DIA por parte de Fridman, comienzan a producirse sustanciales cambios en el Consejo de Administración de la compañía.

El primer movimiento de Fridman toma forma en abril de 2018, con la aprobación por parte de la Junta de Accionistas de la ampliación del Consejo de Administración a 12 miembros. Pasan a incorporarse Karl-Heinz Holland y Stephan DuCharme, a propuesta del propio Fridman.

En agosto de 2018, se produce uno de los primeros cambios de calado en el Consejo de Administración de DIA. Ricardo Currás, máximo directivo de la cadena desde su salida a Bolsa, ocupando durante estos años el puesto de Consejero Delegado, es cesado, en un primer momento, por causa del incumplimiento de los objetivos de ventas. Si bien, en 2019, la investigación forense de EY sobre DIA encontró pruebas de que

Currás, junto a su equipo directivo, “ocultó de forma deliberada información al Consejo, al auditor y a los accionistas”.

En octubre de ese mismo año, Ana María Llopis presenta su renuncia formal como presidenta no ejecutiva del Consejo, tal y como había anunciado el pasado mes de abril, no obstante, continúa desempeñando su cargo de consejera hasta 2019. Por otro lado, el Consejo de Administración nombra a DuCharme como vicepresidente primero, el cual será encargado de sustituir en sus funciones a Llopis en tanto no se designa una nueva presidencia. En este tiempo, Fridman propone, también, a Sergio Antonio Ferreira como consejero externo dominical.

No obstante, poco tiempo después de ser nombrado, a comienzos de diciembre de 2018, DuCharme abandona su puesto en el Consejo de Administración. Richard Golging pasa a desarrollar provisionalmente sus funciones. Pocos días después, presentan su dimisión Karl-Heinz Holland y Sergio Antonio Ferreira. En consecuencia, Fridman se queda sin representación en el Consejo de DIA.

En este momento, estalla una guerra abierta entre el primer accionista de la compañía, LetterOne, y el Consejo de Administración del Grupo. La salida de los consejeros de LetterOne escenifica el enfrentamiento de Fridman con el resto del Consejo, debido a las profundas desavenencias con las medidas llevadas a cabo por el equipo gestor de la compañía, con Antonio Coto como nuevo Consejero Delegado, que trata de sacar adelante un plan estratégico y una refinanciación y recapitalización al margen de los planes de Fridman (García Roperó & Martín Simón, 2018).

El 28 de diciembre, Fridman propone al Consejo de Administración como consejero independiente a Jaime García-Legaz, y la destitución de Antonio Coto, que es sustituido por Borja López de la Cierva como nuevo Consejero Delegado.

Tras el lanzamiento de la OPA de Fridman en febrero de 2019, con el fin de tomar el control de la compañía como paso previo a la ejecución de una ampliación de capital, el Consejo de Administración manifiesta su oposición y su intención de continuar con su hoja de ruta de llevar a cabo su propia ampliación y mantener sus negociaciones con la banca acreedora, tal y como consiguió a finales de diciembre de 2018 (Salvatierra, 2019).

Finalmente, después de haber sacado adelante LetterOne su propuesta de ampliación de capital en la Junta de Accionistas, el Consejo de Administración acaba rindiéndose ante las presiones de Fridman y, en abril de 2019, emite por unanimidad su opinión favorable a la OPA de Fridman, aunque reconoce que la OPA supone una pérdida total para los accionistas y los pone en una difícil disyuntiva (De la Quintana & Romera, 2019).

Una vez que ha triunfado la OPA, en mayo de 2019, y, por tanto, Fridman se hace con el control total de la compañía, y horas después del acuerdo alcanzado con la banca acreedora, se comunica hecho relevante a la CNMV anunciando la dimisión en bloque del Consejo de Administración, salvo Jaime García García-Legaz. Fridman tiene vía libre para la renovación del Consejo: nombra a Stephan DuCharme como Presidente y a Karl-Heinz Holland como nuevo Consejero Delegado. También, recupera como consejero a Sergio Antonio Ferreira, e incorpora a Michael Joseph Casey.

5.5. LAS ACCIONES DE DIA EN BOLSA

La cotización de DIA en Bolsa ha sufrido un duro desplome en los últimos años que ha ido lastrando el precio de las acciones a mínimos históricos, por debajo del euro por acción, cuando en 2015 se situó en máximos de 7,63 euros por acción (Figura 5.2).

Si 2017 no fue un buen año en Bolsa para DIA, 2018 ha sido, sin duda, el peor año para la cotización en Bolsa de las acciones de DIA. En menos de doce meses, los títulos de la compañía perdieron más de 4 euros por acción, lo que supone una pérdida porcentual de casi el 90% del valor de los títulos si se tiene en cuenta el precio al que cotizaban a comienzos de 2018 y la cotización a finales del mismo año.



Figura 5.2. Cotización de DIA en Bolsa (2011-2019)

Fuente: Google Finance

En 2017, el máximo anual de la cotización se produjo en el mes de julio, coincidiendo con la entrada de Letterone en el accionariado con un 10% del capital. Tras la euforia inicial, la cotización vuelve a desplomarse en los meses siguientes. Esta caída se entiende mejor si se tiene en cuenta la desconfianza de los inversores confirmada por la venta de acciones por parte de Currás, Consejero Delegado en aquel momento, aprovechando la subida de valor en la cotización tras la entrada de Letterone. Efectivamente, a finales de octubre de 2017, DIA lanza un *profit warning*, corrigiendo a la baja sus objetivos de ventas y beneficios.

En enero de 2018, la cotización de DIA experimenta un repunte que se explica por el incremento de la participación de Letterone en un 15% del capital. No obstante, las bajadas que le siguen en las semanas siguientes, no solo anticipan un mal resultado del último trimestre de 2017, sino que también se hacen eco de los datos publicados acerca de la pérdida de cuota de mercado de DIA.

En abril, la cotización rebota por la entrada de Fridman en el Consejo de Administración, a través de sus dos nuevos consejeros, no obstante, a comienzos de mayo, DIA publica las cuentas del primer trimestre de 2018, donde se confirma la bajada de su facturación neta, debido sobre todo a la depreciación de los cambios en Argentina y Brasil, y el desplome del resultado. Como consecuencia, sufre un duro castigo en Bolsa.

Las previsiones de que las cuentas semestrales aflorarán resultados no muy positivos, continúan la sangría de pérdida de valor de las acciones. Con la publicación de las cuentas semestrales en mayo, a pesar de los signos negativos en sus resultados, se detiene la caída. La causa estriba en que la compañía anuncia un plan estratégico y actualiza sus previsiones, dando signos de incipiente remontada en la empresa.

Sin embargo, en octubre de 2018, DIA lanza un *profit warning* y tiene lugar un desplome absoluto de la cotización. La empresa admite una revisión a la baja de sus resultados para este año, y acuerda la eliminación del dividendo para 2019. Días después del *profit warning*, DIA presenta una reformulación de sus resultados de 2017, que suponen un recorte en sus beneficios, debido a sobreestimaciones realizadas al cierre de 2017 en los descuentos comerciales a percibir por proveedores. Tras el anuncio, la compañía recibe otro castigo en Bolsa.

En diciembre, los rumores de una posible quita de Fridman con los bancos acreedores, unidos a la expulsión de DIA del IBEX35, siguen castigando a la compañía con bajadas en su cotización. No obstante, el acuerdo de refinanciación con los bancos que se produce a finales de diciembre, parece calmar la caída de la cotización.

En febrero de 2019, el anuncio de la OPA voluntaria de Fridman sobre DIA ha tenido un efecto positivo sobre las acciones de DIA en cuanto que ha ahuyentado a los bajistas que presionaban a la baja sobre el valor de las acciones de la compañía (Giménez, 2019). La aceptación de la OPA a 0,67 euros por cada acción ha estabilizado la cotización de las acciones y ha confirmado la pérdida definitiva de valor para los accionistas que compraron a un precio bastante mayor.

En relación con lo anterior, DIA ha sido el valor del IBEX con más presencia de bajistas. Se trata de inversores a corto que han apostado sistemáticamente a que el valor de las acciones de DIA bajaría -posición bajista-. Para ello, se han servido de acciones prestadas de otro inversor para venderlas en el mercado, con la expectativa de que la cotización caería. Cuando la cotización caía, el inversor recompraba las acciones a un precio menor, se embolsaba la plusvalía y devolvía las acciones. En caso contrario, obtendría pérdidas.

El banco norteamericano Goldman Sachs ha sido el mayor prestamista de acciones de DIA, y, por tanto, ha facilitado la entrada de bajistas en el capital de DIA (J. Lapetra, 2019). Algunos accionistas han acusado directamente a Goldman Sachs de actuar de forma coordinada con LetterOne para fomentar las operaciones masivas de venta en corto. Goldman Sachs afloró participaciones en DIA semanas después de la entrada de LetterOne en el accionariado de DIA, en julio de 2017. En febrero de 2019, Goldman Sachs se deshace definitivamente de sus participaciones en DIA, el mismo mes en que LetterOne anuncia el lanzamiento de la OPA. Y es que algunos accionistas denuncian que “desde la irrupción de Fridman en 2017, las acciones de la cadena de supermercados, lejos de revalorizarse, han vivido una caída sin precedentes” (Criado & San Esteban, 2019).

CAPÍTULO 6

CONCLUSIONES

El Grupo DIA ha pasado de ser uno de los grupos de distribución de referencia en España, y de cotizar en el IBEX35 junto con las empresas más relevantes del mercado español, a encontrarse inmerso en una importante situación de grave crisis que ha hecho peligrar, incluso, su viabilidad futura. Una profunda crisis que responde a una serie de causas concatenadas, fácilmente identificables, que se han venido gestando a lo largo de los últimos años.

En primer lugar, como se expuso al realizar el análisis económico-financiero en el Capítulo 4, el Grupo DIA arrastraba desde su escisión del Grupo Carrefour, y posterior salida a Bolsa, una estructura de capital deficiente y mal dimensionada. En este período se repartieron elevados dividendos extraordinarios que mermaron seriamente los fondos propios de la compañía, dejando unas reservas negativas en el patrimonio neto que se mantuvieron en los años siguientes, y que colocaron al Grupo DIA en una situación de vulnerabilidad desde el punto de vista financiero.

Por otro lado, desde los últimos ejercicios, DIA viene sufriendo un retroceso de su cifra de ventas, debido, entre otras causas, a la fuerte presión competitiva en el sector de la distribución alimentaria en España y a las guerras de precios, que han hecho perder a DIA cuota de mercado en los últimos tres años. En consecuencia, el beneficio de la compañía se ha ido reduciendo dramáticamente, hasta registrar un beneficio neto negativo. Con un patrimonio neto que ha venido representando una parte insignificante de los recursos financieros del grupo, el beneficio negativo ha provocado, en 2018, un patrimonio neto negativo, y ha puesto sobre la mesa una refinanciación de la deuda y una ampliación de capital, a fin de alejar el escenario del concurso de acreedores.

No obstante, la presión competitiva en el sector no explica, propiamente, la pérdida de cuota de mercado de DIA y la caída en las ventas en los últimos años. Las causas que explican este deterioro hunden sus raíces en el obsoleto modelo de negocio que mantuvo la compañía durante todos estos años. Como se expuso en el Capítulo 5, a falta de un plan estratégico concreto, DIA descuidó su modelo de negocio y comenzó a realizar inversiones no estratégicas -véase Clarel-, a improvisar formatos -DIA Market, DIA Maxi, DIA Fresh, Fresh by DIA, La Plaza de DIA, etc.- y a renovar tiendas sin un rumbo definido. Sin embargo, no supo adaptar su oferta de valor a las nuevas demandas de los consumidores, ni reestructurar su enorme cadena de establecimiento comerciales, con una de las rentabilidades por superficie de venta más bajas de todo el sector.

Asimismo, los problemas de DIA con sus franquiciados dejan en evidencia, no solo una mala gestión en sus relaciones con los que han sido una de las piezas fundamentales en su rápido crecimiento, sino, también, la necesidad de cubrir los malos resultados de la compañía apretando al eslabón más débil de la cadena, que eran sus

franquiciados. De modo similar se explican las irregularidades contables que llevaron a la compañía a reformular las cuentas de 2017.

La entrada en el accionariado del fondo de inversión LetterOne, propiedad del magnate ruso Fridman, supuso el inicio del asalto hacia la toma de control de la compañía. En menos de un año, Fridman pasó de accionista minoritario a lanzar una OPA y hacerse con el control total de la entidad, ofreciendo a los inversores un precio por acción mucho más bajo del que tenían los títulos cuando entró en el accionariado.

Paralelamente, la abrupta entrada de Fridman en la compañía y sus intenciones evidentes de hacerse con el control de DIA, se toparon con la firme oposición del Consejo de Administración, desatando una guerra abierta por el control de la cúpula de DIA.

Todo lo anterior, ha tenido su correspondiente reflejo en la cotización de la compañía en Bolsa, sufriendo duros desplomes en los últimos dos años, especialmente tras la entrada en el accionariado de Fridman, quedando excluida del IBEX35 a finales de 2018.

Para concluir, tras los últimos acontecimientos -el resultado positivo de la OPA formulada por LetterOne, y el acuerdo de refinanciación con la banca acreedora-, se ha despejado el camino hacia la ampliación de capital asegurada por Fridman, que devolverá a DIA a una situación de estabilidad financiera. El nuevo plan estratégico propuesto por magnate ruso parece poner rumbo hacia un nuevo modelo de negocio, con una oferta comercial más clarificada, una marca mejor posicionada y un nuevo formato que maximice la rentabilidad por superficie de venta.

De la nueva gestión dependerá que DIA pueda volver a convertirse, en un no muy cercano horizonte temporal, nuevamente en compañía de referencia en el sector de la distribución alimentaria en España.

BIBLIOGRAFÍA

- Alfonso, J. (2014). *Historia de un éxito: Mercadona*. Barcelona: Random House Grupo Editorial.
- Amat Salas, O. (2008). *Análisis económico-financiero*. Barcelona: Ediciones Gestión 2000.
- Anuncios.com. (29 de Febrero de 2012). Dia presenta su nuevo eslogan con una campaña de Leo Burnett. *Anuncios.com*. Obtenido de <http://www.anuncios.com/anunciantes/mas-anuncios/1064190007501/dia-eslogan-campana-leo-burnett.1.html>
- Cinco Días. (21 de Octubre de 2009). Dia aumenta su cota de mercado en plena crisis. *Cinco Días*. Obtenido de https://cincodias.elpais.com/cincodias/2009/10/21/empresas/1256291959_850215.html
- Cinco Días. (21 de Mayo de 2019). Borja de la Cierva dimite y Fridman toma el control del consejo de Dia de madrugada. *Cinco Días*. Obtido de https://cincodias.elpais.com/cincodias/2019/05/21/companias/1558406814_166079.html
- Criado, A., & San Esteban, N. (13 de Febrero de 2019). Accionistas de Dia denuncian a Fridman ante la CNMV por su "asalto ilegal" a la empresa. *El Español*. Obtido de https://www.elespanol.com/economia/empresas/20190213/accionistas-dia-denuncian-fridman-cnmv-asalto-empresa/375713615_0.html
- De la Quintana, L., & Romera, J. (9 de Abril de 2019). El consejo al completo de Dia se rinde a Fridman y recomienda acudir a la OPA. *El Economista*. Obtido de <https://www.eleconomista.es/mercados-cotizaciones/noticias/9812868/04/19/Los-asesores-de-Dia-aconsejan-al-consejo-apoyar-la-opa-de-Fridman.html>
- DIA Corporate. (20 de Mayo de 2019). *Comisión Nacional del Mercado de Valores*. Obtido de <https://www.cnmv.es/portal/HR/verDoc.axd?t={66abad93-2063-45b0-a712-d46f09d8ab89}>
- Dia Corporate. (8 de Febrero de 2019). *Dia Corporate*. Obtido de <https://www.diacorporate.com/recursos/doc/corporativo/20190123/2019/el-nuevo-dia-calidad-precios-bajos-proximidad-y-compromiso-con-el-cliente.pdf>
- Distribuidora Internacional de Alimentación, S.A.U. (13 de Mayo de 2011). *Folleto de emisión y OPV registradas en la CNMV*. Obtenido de Comisión Nacional del Mercado de Valores: <https://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t={09e59368-2e34-42b5-b307-4d95e89c5957}>
- Escriche Rivas, E. (6 de Julio de 2018). Obtido de Universitat Oberta de Catalunya: <https://www.uoc.edu/portal/es/news/actualitat/2018/173-marcas-blancas.html>
- Europa Press / EFE. (23 de Febrero de 2018). La supremacía de Mercadona y la guerra de precios dejan al resto de supermercados al borde del precipicio. *elEconomista.es*. Obtenido de <https://www.eleconomista.es/empresas-finanzas/noticias/8961179/02/18/La-supremacia-de-Mercadona-y-la-guerra-deja-al-resto-de-supermercados-al-borde-del-precipicio.html>
- Europa Press. (20 de Abril de 2012). Dia prueba un nuevo concepto de supermercado especializado en productos frescos. Obtido de

- http://www.finanzas.com/noticias/economia/2012-04-20/708119_economia-empresas-prueba-nuevo-concepto.html?goback=%2Egde_2467764_member_112662474
- Expansion.com. (7 de Mayo de 2019). La CNMV facilita la opa de Fridman sobre Dia al considerar el precio "equitativo". *Expansión*. Obtido de <http://www.expansion.com/empresas/distribucion/2019/05/06/5cd07b79468aeb2b4c8b4668.html>
- Fernández, A. G. (6 de Febrero de 2019). *Renta 4 Banco*. Obtenido de renta4banco: https://www.r4.com/download/estatico/informes/20190206_valoracion_dia_ofertaL1.pdf
- Fernández, M. (21 de Octubre de 2018). Supermercados Dia: cuesta abajo sin frenos. *El País*. Obtenido de https://elpais.com/economia/2018/10/18/actualidad/1539881635_593271.html
- G. Bolinches, C. (6 de Febrero de 2014). El PSOE pide al Gobierno investigar a los supermercados DIA por su relación con los franquiciados. *eldiario.es*. Obtenido de https://www.eldiario.es/economia/PSOE-Gobierno-investigar-DIA-franquiciados_0_226077970.html
- G. Bolinches, C. (20 de Septiembre de 2017). Mercadona 'mata' al hipermercado: no suma ni un metro cuadrado desde 2008. *La Información*. Obtenido de <https://www.lainformacion.com/empresas/distribucion/mercadona-mata-al-hipermercado-no-suma-ni-un-metro-cuadrado-desde-2008/6272468/>
- García Roperero, J., & Martín Simón, P. (18 de Diciembre de 2018). LetterOne sale del consejo de Dia por desavenencias con el plan de salvamento. *Cinco Días*. Obtenido de https://cincodias.elpais.com/cincodias/2018/12/18/companias/1545132970_659993.html
- Garrido Miralles, P., & Íñiguez Sánchez, R. (2017). *Análisis de estados contables. Elaboración e interpretación de la información financiera*. Madrid: Ediciones Pirámide.
- Giménez, Ó. (6 de Febrero de 2019). Fin de la fiesta de los bajistas en DIA tras su mayor ataque en la bolsa española. *El Confidencial*. Obtenido de https://www.elconfidencial.com/mercados/2019-02-06/dia-fridman-opa-bajistas-ataque-hedge-funds_1806354/
- Gracia, M. (26 de Septiembre de 2018). DIA pierde cerca de un punto de cuota de mercado a favor de Mercadona. *Bolsamanía*. Obtenido de <https://www.bolsamania.com/noticias/empresas/dia-pierde-cerca-de-un-punto-de-cuota-de-mercado-a-favor-de-mercadona--3506545.html>
- Grados, A. (22 de Febrero de 2018). Palo para Dia: menos ventas en España y bajón en beneficios. *Food Retail*. Obtenido de https://www.foodretail.es/retailers/grupo-dia-resultados-2017-ricardo-curras_0_1193880601.html
- iProfesional. (30 de Marzo de 2009). Supermercados DIA presentó su cambio de imagen. *iProfesional.com*. Obtenido de <https://www.iprofesional.com/marketing/80271-Supermercados-DIA-presento-su-cambio-de-imagen>
- J. Lapetra, R. (21 de Enero de 2019). Goldman Sachs acelera el préstamo de acciones de DIA a los inversores bajistas. *La Información*. Obtenido de <https://www.lainformacion.com/mercados-y-bolsas/goldman-sachs-acelera-el-prestamo-de-acciones-de-dia-a-los-inversores-bajistas/6490333/>

- Jiménez-Caballero, J. (2018). *Finanzas de la empresa a corto plazo*. Sevilla: Iris-Copy.
- Ministerio de Industria, Comercio y Turismo. (2011). *La distribución comercial en España en 2010*. Boletín económico de ICE, Nº 315. Obtenido de <http://www.revistasice.com/index.php/BICE/article/view/5104/5104>
- Ministerio de Industria, Turismo y Comercio. (21-30 de Junio de 2008). Obtido de Boletín Económico de ICE: <http://www.revistasice.com/index.php/BICE/article/view/4522/4522>
- Osorio, V. M. (10 de Octubre de 2018). Los nuevos supermercados de Dia facturan un 40% más. *Expansión.com*. Obtido de <http://www.expansion.com/empresas/distribucion/2018/10/10/5bbd09e5e2704eb3358b45ef.html>
- Osorio, V., & Sarriés, N. (21 de Mayo de 2019). Letterone y Santander sellan un pacto con cesiones mutuas para salvar Dia. *Expansión*. Obtido de <http://www.expansion.com/empresas/distribucion/2019/05/20/5ce2c164e5fdea22768b458a.html>
- Pérez de Leza, J. (21 de Noviembre de 2018). Siete causas que explican la crisis de los supermercados Dia. *El Economista*. Obtido de <https://www.eleconomista.es/empresas-finanzas/noticias/9532069/11/18/Siete-causas-que-explican-la-crisis-de-los-supermercados-Dia.html>
- Placer, D. (9 de Febrero de 2019). DIA arruina a 525 franquiciados en sólo dos años. *Economía Digital*. Obtido de https://www.economiadigital.es/directivos-y-empresas/dia-arruina-a-525-franquiciados-en-solo-dos-anos_604820_102.html
- Placer, D. (27 de Enero de 2019). DIA confirma en su plan estratégico el fin de su modelo low-cost. *El Economista*. Obtido de https://www.economiadigital.es/directivos-y-empresas/dia-confirma-en-su-plan-estrategico-el-fin-de-su-modelo-low-cost_602099_102.html
- Salvatierra, J. (6 de Febrero de 2019). El consejo de Dia critica la opa de Fridman por “incierto” y presume del apoyo de la banca. Obtido de https://elpais.com/economia/2019/02/06/actualidad/1549454701_516603.html
- San Esteban, N. (20 de Febrero de 2019). Desmontando Club Dia: exfranquiciados desvelan el truco que los fulmina. *El español*. Obtido de https://www.elespanol.com/economia/empresas/20190220/desmontando-club-dia-exfranquiciados-desvelan-truco-fulmina/377463420_0.html
- Sánchez, T. (10 de Marzo de 2015). *qcom.es*. Obtenido de http://www.qcom.es/alimentacion/reportajes/la-guerra-de-precios-hunde-la-rentabilidad-de-la-distribucion_27601_2_30296_0_1_in.html
- Suárez, A. (17 de Noviembre de 2017). El fiasco de La Plaza de DIA. *merca2.es*. Obtido de <https://www.merca2.es/fiasco-la-plaza-de-dia/>
- Sweet Press. (4 de Enero de 2018). *SweetPress.com*. Obtido de <https://www.sweetpress.com/la-distribucion-moderna-se-renueva-llegar-consumidor-mas-complejo/>
- Téllez Díaz-Guerra, J. (11 de Enero de 2019). Dia y su 'expediente Clarel': cómo convertir un éxito en una patata caliente. *Food Retail*. Obtido de https://www.foodretail.es/retailers/Dia-expediente-Clarel-exito-patata-caliente_0_1290770916.html
- Varela Moreiras, G. (2015). *Alimentación y sociedad en la España del siglo XXI*. Universidad CEU San Pablo, Departamento de Ciencias Farmacéuticas y de la Salud. Madrid: FUNDACIÓN MAPFRE. Obtenido de

http://sennutricion.org/media/Estudio_Alimentaci__n_y_Sociedad_en_la_Espa__a_del_s_XXI.pdf

Villaécija, R. (10 de Octubre de 2016). El supermercado barato ha muerto. *El Mundo*.
Obtenido de
<https://www.elmundo.es/economia/2016/10/10/57f68e4122601dd1678b45ef.html>

Villaécija, R. (27 de Mayo de 2019). La fórmula de Fridman para resucitar el negocio de Dia. *El Mundo*. Obtido de
<https://www.elmundo.es/economia/macroeconomia/2019/05/27/5ceac39cfc6c83720e8b45a1.html>

ANEXO

ANEXO I. BALANCE DE SITUACIÓN CONSOLIDADO (2012-2017)

ACTIVO (en miles de €)	2012	2013	2014	2015	2016	2017
ACTIVO NO CORRIENTE	2.202.117	2.239.747	1.996.980	2.355.102	2.463.153	2.362.855
Inmovilizado material	1.618.631	1.601.651	1.270.356	1.372.010	1.469.078	1.363.963
Fondo de comercio	422.966	454.388	464.642	558.063	557.818	553.129
Otros activos intangibles	38.377	45.613	32.567	34.763	37.505	42.709
Inversiones contabilizadas aplicando el método de la participación	1.303	787	0	92	185	974
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	0	0	0	51.291	69.345	73.084
Otros activos financieros no corrientes	65.253	79.086	81.162	66.945	58.657	75.013
Créditos al consumo de actividades financieras	1.037	555	363	458	401	0
Activos por impuesto diferido	54.550	57.667	147.890	271.480	270.164	253.983
ACTIVO CORRIENTE	1.202.526	1.130.840	1.130.007	1.087.527	1.315.484	1.263.319
Existencias	527.066	544.867	553.119	562.489	669.592	569.644
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	179.556	209.661	244.592	221.193	167.279	221.846
Créditos al consumo de actividades financieras	5.444	5.698	6.362	6.548	6.220	1.070
Activos por impuestos corrientes	80.218	77.651	64.347	69.474	71.087	64.717
Activos por impuestos sobre ganancias corrientes	0	0	42.593	49.663	8.832	369
Otros activos financieros corrientes	30.643	10.714	12.144	15.718	19.734	18.430
Otros activos	15.299	14.112	7.836	7.815	8.140	7.387
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	350.425	262.037	199.004	154.627	364.600	340.193
Activos no corrientes mantenidos para la venta	13.875	6.100	10	0	0	39.663
TOTAL ACTIVO	3.404.643	3.370.587	3.126.987	3.442.629	3.778.637	3.626.174

P. NETO Y PASIVO (en miles de €)	2012	2013	2014	2015	2016	2017
PATRIMONIO NETO	147.663	183.636	377.570	313.225	392.098	325.983
Patrimonio neto atribuido a tenedores de instrumentos de la dominante	152.099	183.636	377.616	313.243	392.158	326.083
Capital	67.934	65.107	65.107	62.246	62.246	62.246
Prima de emisión	618.157	618.157	618.157	0	0	0
Reservas	(624.624)	(659.648)	(553.059)	87.323	261.108	304.676
Acciones propias	0	0	(58.864)	(53.561)	(66.571)	(60.359)
Otros instrumentos de patrimonio propio	(53.089)	(10.510)	22.827	11.647	21.013	10.773
Beneficio neto del ejercicio	157.884	209.259	329.229	299.221	174.043	109.579
Diferencias de conversión	(13.516)	(37.909)	(45.836)	(93.683)	(59.773)	(100.777)
Ajustes de valor por operaciones de cobertura	(647)	(820)	55	50	92	(55)
Participaciones no dominantes	(4.436)	0	(46)	(18)	(60)	(100)
PASIVO NO CORRIENTE	769.251	839.465	628.920	993.553	1.110.899	1.009.198
Deuda financiera no corriente	553.112	700.672	532.532	920.951	1.062.273	961.945
Provisiones	100.630	72.570	86.100	51.503	45.841	42.556
Otros pasivos financieros no corrientes	0	8.245	7.539	17.906	2.785	2.491
Pasivos por impuesto diferido	115.509	57.978	2.749	3.193	0	2.206
PASIVO CORRIENTE	2.487.729	2.347.486	2.120.497	2.135.851	2.275.640	2.290.993
Deuda financiera corriente	426.623	212.328	199.912	374.279	180.734	269.519
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	1.758.570	1.786.884	1.693.113	1.518.843	1.859.265	1.710.828
Pasivos por impuestos corrientes	118.460	141.837	82.440	92.939	85.494	85.692
Pasivos por impuestos sobre ganancias corrientes	7.208	18.702	8.747	4.111	15.505	10.913
Otros pasivos financieros	154.687	156.679	136.189	145.679	134.642	148.865
Pasivos directamente asociados con activos no corrientes mantenidos para la venta	22.181	31.056	96	0	0	65.176
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	3.404.643	3.370.587	3.126.987	3.442.629	3.778.637	3.626.174

ANEXO II. CUENTA DE RESULTADOS CONSOLIDADA (2012-2017)

RESULTADO (en miles de €)	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Ventas	9.707.554	7.945.581	8.010.967	8.925.454	8.669.257	8.620.550
Otros ingresos	131.793	94.260	105.250	96.215	126.198	155.660
TOTAL INGRESOS EXPLOTACIÓN	9.839.347	8.039.841	8.116.217	9.021.669	8.795.455	8.776.210
Consumo de mercaderías y otros consumibles	(7.754.444)	(6.312.374)	(6.350.654)	(7.018.881)	(6.767.370)	(6.808.596)
Gastos de personal	(781.545)	(628.497)	(704.940)	(847.233)	(833.643)	(808.943)
Otros gastos de explotación	(708.094)	(549.847)	(535.029)	(644.034)	(633.513)	(645.071)
Resultados procedentes del inmovilizado	(10.539)	(7.636)	(11.558)	(12.340)	(10.811)	(17.728)
TOTAL GASTOS EXPLOTACIÓN	(9.254.622)	(7.498.354)	(7.602.181)	(8.522.488)	(8.245.337)	(8.280.338)
EBITDA	584.725	541.487	514.036	499.181	550.118	495.872
Amortizaciones	(268.940)	(188.951)	(184.604)	(214.026)	(227.330)	(235.512)
Deterioro	(7.648)	1.501	(5.525)	(11.013)	(13.250)	(13.287)
EBIT	308.137	354.037	323.907	274.142	309.538	247.073
Ingresos financieros	26.211	13.310	16.447	9.265	11.656	4.830
Gastos financieros	(52.052)	(46.209)	(57.259)	(65.291)	(62.293)	(65.868)
Resultado procedente de instrumentos financieros	(85)	0	103	0	0	0
Beneficio de sociedades por el método de participación	1.070	0	0	0	93	288
EBT	283.281	321.138	283.198	218.116	258.994	186.323
Impuesto sobre beneficios	(101.839)	(100.811)	(74.556)	82.610	(69.119)	(55.350)
RESULTADO DE ACTIVIDADES CONTINUADAS	181.442	220.327	208.642	300.726	189.875	130.973
Resultado de actividades interrumpidas	(35.056)	(24.269)	120.582	(1.477)	(15.874)	(21.434)
BENEFICIO NETO DEL EJERCICIO	146.386	196.058	329.224	299.249	174.001	109.539