

**Los resultados 1T21 baten expectativas (aún impulsados por el CV-19) y el Grupo mejora su *guidance*. Pero no es suficiente para cambiar nuestra recomendación. 2021 ya no será el año del S. Distribución.**

### Datos de mercado principales

Capitalización (M€):	24.957 €				
Cotización actual:	23,39 € (13/05/2021)				
Mín/Máx (52 sem.):	(Mín: 21,5€; Máx: 26,86€)				
Evolución histórica:	YTD	2020	2019	2018	2017
	+1,3%	+3,7%	+1,0%	+20,4%	-8,5%

Resultados 1T21	Total	Var. a/a	Var. 1T20	Real vs Esp.
Ventas	18.264	+5,8%	+12,7%	Mejor
EBITDA	1.569	-0,2%	+20,6%	Mejor
Márgen EBITDA	8,6%	-0,6 p.p.	+0,7 p.p.	Mejor
BPA	0,53 €	-2,6%	+51,8%	Mejor

\*Millones de € excepto BPA, variaciones a/a en términos comparables.

Cifras principales	2020	2021e	2022e	2023e	TAMI
Ventas	74.736	70.252	71.306	72.518	-1,0%
EBITDA	5.083	5.761	5.990	6.091	+6,2%
Márgen EBITDA	6,8%	8,2%	8,4%	8,4%	-
EBIT	2.191	2.934	3.128	3.118	+12,5%
BNA	1.397	1.937	2.072	2.057	+13,8%
Var. % BNA	-20,9%	+38,7%	+6,9%	-0,7%	-
BPA (€/acc)	1,31	1,82	1,94	1,93	+13,8%
DPA (€/acc)	0,90	1,09	1,16	1,16	+8,7%

\*Millones de €  
El Márgen EBITDA y BNA de 2020 no es comparable a 2021 y siguientes por los gastos de personal extraordinarios que redujeron el EBITDA y BNA de forma extraordinaria.

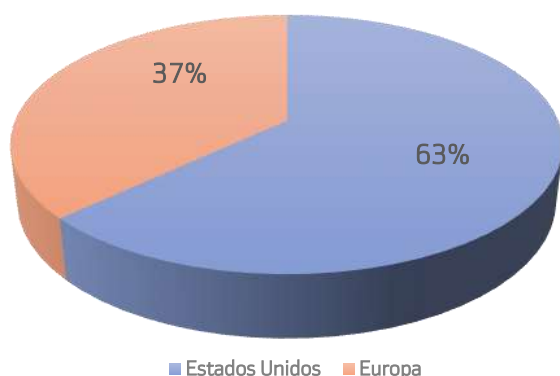
Ratios principales	2020	2021e	2022e	2023e
PER*	17,7	12,9	12,0	12,1
PER implícito	17,5	12,6	11,8	11,9
EV/EBITDA	7,5	6,6	6,4	6,3
Rent. Dividendo*	3,8%	4,7%	5,0%	4,9%
DN/FFPP	1,0x	1,1x	1,0x	1,0x
DN/EBITDA	2,4x	2,4x	2,3x	2,3x

\*En 2019 con cotización cierre del año. Sigüientes años con última cotización.

PER Implícito: Precio/BPA siendo el precio nuestro Precio Objetivo.

Si PER Implícito < PER indica precio actual sobrevalorado.

### Exposición geográfica: ventas 1T21



## Ahold

Precio objetivo: 22,8 € Potencial: -2,7%

Recomendación: **Vender**

Analista: Luis Piñas Ruiz

Mantenemos nuestra recomendación de **Vender** pero mejoramos el **P. Objetivo hasta 22,8€/acc. desde 22,1€/acc.** estimado en los resultados de 2020 completo (febrero'21).

**Los resultados del 1T21 han batido** expectativas y la propia Compañía mejora su *guidance*. Nosotros también **mejoramos nuestras estimaciones** sobre ventas y márgenes, motivo por el que elevamos el precio objetivo. Pero esta mejora **no es suficiente para cambiar nuestra recomendación**, en un contexto que estimamos penalizará al consumo doméstico por la reapertura del ocio/hostelería. La estrategia y exposición del Grupo es correcta (p. ej. impulso del canal *online*) pero **2021 ya no es el año del S. Distribución** (a diferencia de 2020).

**1. El Grupo ha mejorado su *guidance* para 2021 completo.** En términos prácticos implica (i) **aumento del BPA** comparable en +12% respecto a 2019, (ii) **aumento de ventas *online*** de +40% respecto a 2020 y (iii) **mantener el margen EBIT** en torno al 4% (márgen EBITDA aproximado en torno al 8%). Consideramos que esta mejora de *guidance* es positiva y por eso **es uno de los motivos por los que mejoramos ligeramente nuestras proyecciones**. Pero hay que tener en cuenta dos puntos del *guidance* del Grupo: (a) el aumento esperado de BPA es respecto a 2019. Pero si lo anualizamos el crecimiento equivale a +5,8% a/a (esto enfría algo el crecimiento real) y (b) los objetivos de Ahold siempre son en términos comparables y no reportados. Esto quiere decir que excluyen, por ejemplo, el impacto del aumento de costes por el CV-19 y otros factores no recurrentes. Sin embargo, las cifras importantes para los accionistas son las reportadas porque marcan la rentabilidad y generación de caja real. Y estas cifras reportadas son más flojas que las comparables. Como referencia, las Ventas comparables aumentan +5,8% a/a vs +0,3% en términos reportados. Por estos motivos, nuestra mejora de estimaciones es más moderada que las expresadas por el Grupo.

**2. Las ventas del 1T21 han sido positivas porque baten expectativas** (+5,8% a/a comparable vs +1% esperado). También mejoran márgenes y BPA comparables. Esto es bueno porque **da soporte al aumento de *guidance* de la Compañía**. Pero parte de estos resultados han estado impulsados por la extensión de los confinamientos sobre todo en Europa. Por eso, como referencia, las ventas de Europa han acelerado hasta +8,3% a/a vs +1,7% en EE.UU. (en términos comparables). Por eso, nuestras estimaciones de ventas son más moderadas y pensamos que tenderán hacia el nivel actual de EE.UU. perdiendo el impulso del CV-19.

**3. Teniendo en cuenta los puntos anteriores** (lo más importante de estos resultados), **mejoramos nuestras perspectivas'21** de ventas hasta -6% a/a vs -8% anterior; y M. EBITDA hasta 8,2% vs 8,1% anterior. **Pero no es suficiente potencial para cambiar nuestra recomendación**. El CV-19 dejará de impulsar sus ventas y tenderá a recuperar la tendencia de crecimiento ligado a la demografía (¿+1% a/a?).

### Resumen de cuenta de Pérdidas y Ganancias

	2017	2018	2019	2020*	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI (17/20)*	TAMI (20/25)
Ventas	62.890	62.791	66.260	74.736	70.252	71.306	72.518	73.606	75.078	+5,9%	+0,1%
<b>EBITDA</b>	<b>4.082</b>	<b>5.230</b>	<b>5.420</b>	<b>5.083</b>	<b>5.761</b>	<b>5.990</b>	<b>6.091</b>	<b>6.183</b>	<b>6.382</b>	+7,6%	+4,7%
Margen EBITDA*	6,5%	8,3%	8,2%	6,8%	8,2%	8,4%	8,4%	8,4%	8,5%		
EBIT	2.225	2.623	2.662	2.191	2.934	3.128	3.118	3.080	3.135	-0,5%	+7,4%
<b>BNA</b>	<b>1.817</b>	<b>1.780</b>	<b>1.766</b>	<b>1.397</b>	<b>1.937</b>	<b>2.072</b>	<b>2.057</b>	<b>2.020</b>	<b>2.044</b>	-8,4%	+7,9%
BNA a Dividendo	788	823	841	960	1.162	1.243	1.234	1.212	1.226	+6,8%	+5,0%
BNA a Patrimonio	1.029	957	925	437	775	829	823	808	818	-24,8%	+13,4%
% var. BNA		-2,0%	-0,8%	-20,9%	+38,7%	+6,9%	-0,7%	-1,8%	+1,2%		

TAMI: Tasa Anual Media de Incrementos

En julio de 2016 se hace efectiva la fusión de Ahold y Delhaize, y en 2017 se consolidan por primera vez los resultados de un año completo. Por eso la variación de ventas y BNA no es representativa.

\* El Margen Ebitda y BNA de 2020 están impactados por costes de personal extraordinarios que no reflejan la eficiencia ordinaria del Grupo.

### Resumen de Balance de Situación

	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI (17/20)*	TAMI (20/25)
Tesorería	4.581	3.122	3.717	2.933	3.360	4.219	4.282	4.350	4.764	-13,8%	+10,2%
Clientes	1.605	1.748	1.905	1.975	2.185	2.133	2.364	2.402	2.444	+7,2%	+4,4%
Existencias	3.077	3.196	3.347	3.245	3.178	3.103	3.152	3.203	3.320	+1,8%	+0,5%
Inm. Material	9.557	10.046	10.519	10.696	10.870	11.008	11.435	11.932	12.486	+3,8%	+3,1%
Otros*	21.449	21.718	22.004	21.843	21.755	22.468	23.167	23.847	24.675		
<b>Total Activo</b>	<b>40.269</b>	<b>39.830</b>	<b>41.492</b>	<b>40.692</b>	<b>41.347</b>	<b>42.930</b>	<b>44.400</b>	<b>45.734</b>	<b>47.690</b>	+0,3%	+3,2%
Deuda Total	15.342	14.856	15.814	15.154	17.058	17.823	18.092	18.338	19.107	-0,4%	+4,7%
Pasivo Corriente	5.276	5.815	6.311	6.795	6.707	6.490	6.677	6.784	6.899	+8,8%	+0,3%
Otros	5.060	4.954	5.284	6.311	5.375	5.581	5.772	5.945	6.200		
Patrimonio Neto	14.591	14.205	14.083	12.432	12.207	13.036	13.858	14.666	15.484	-5,2%	+4,5%
<b>Total Pasivo</b>	<b>40.269</b>	<b>39.830</b>	<b>41.492</b>	<b>40.692</b>	<b>41.347</b>	<b>42.930</b>	<b>44.400</b>	<b>45.734</b>	<b>47.690</b>	+0,3%	+3,2%

La deuda total aumenta considerablemente en 2017 por el cambio de criterio contable sobre los alquileres (ahora considerados parte de la deuda).

\*Otros: principalmente derechos sobre uso de activos

### Valoración por Descuento de Flujos de Caja (Cash-Flow Libre)

	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	Ad Infinitum
EBIT	2.623	2.662	2.191	2.934	3.128	3.118	3.080	3.135	
Impuestos	-373	-417	-331	-474	-508	-504	-495	-501	
Bº neto antes de intereses	2.250	2.245	1.860	2.460	2.620	2.614	2.585	2.634	
Amortizaciones (+)	2.607	2.758	2.892	2.826	2.862	2.973	3.102	3.246	
<b>Cash-Flow Explotación</b>	<b>4.857</b>	<b>5.003</b>	<b>4.752</b>	<b>5.286</b>	<b>5.482</b>	<b>5.587</b>	<b>5.688</b>	<b>5.881</b>	
Capex (-)	3.096	3.231	3.069	3.000	3.000	3.400	3.600	3.800	
Var. Capital Circulante	277	188	516	-230	-90	-94	19	-44	
<b>Cash-Flow Libre</b>	<b>2.038</b>	<b>1.960</b>	<b>2.199</b>	<b>2.056</b>	<b>2.392</b>	<b>2.093</b>	<b>2.106</b>	<b>2.036</b>	<b>41.201</b>

Descuento de flujos de caja tomando como año de inicio 2021.

M €

	P. Riesgo	Wacc/g	Matriz de Sensibilidad								
			0,55%	0,70%	0,85%	1,00%	1,15%	1,30%	1,45%		
Valor Empresa	38.076,0 €										
Deuda Neta	13.697,8 €	8,10%	5,84%	21,4	22,2	23,1	24,0	24,9	25,9	27,0	
Valor Neto Emp.	24.378,2 €	8,21%	5,89%	21,1	21,9	22,7	23,6	24,5	25,5	26,6	
Nº Acciones (M)	1.067	8,32%	5,94%	20,8	21,6	22,4	23,2	24,1	25,1	26,1	
<b>Precio Objetivo</b>	<b>22,8 €</b>	8,41%	5,99%	20,5	21,2	22,0	22,8	23,7	24,7	25,7	
WACC	5,99%	8,53%	6,04%	20,2	20,9	21,7	22,5	23,4	24,3	25,3	
g	1,0%	8,64%	6,09%	19,9	20,6	21,3	22,1	23,0	23,9	24,8	
Beta 5A	0,98	8,74%	6,14%	19,6	20,3	21,0	21,8	22,6	23,5	24,4	

Millones de € excepto nº de acciones (M de acciones)

### INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro <https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>
  - Las metodologías de valoración más frecuentes aplicadas en nuestro análisis de compañías son las siguientes (lista no exhaustiva): VAN, FCF, Descuento de Dividendos, Neto Patrimonial, ratios comparables, Valor Neto Liquidativo, Warranted Equity Value, PER Teórico
- Por favor, consulte importantes advertencias legales en:  
[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/codigos\\_internos](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos)

### NOTAS DE COMPAÑÍAS RECIENTEMENTE PUBLICADAS.-

Todas nuestras notas de compañías se encuentran disponibles en:

[Link a los informes de compañías](#)

### EQUIPO DE ANÁLISIS

Ramón Forcada - Director	Rafael Alonso - Bancos	Juan Tuesta - Construcción/Tec.	Pedro Echeguren - Farma/Salud
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos	Luis Piñas - Alimentación/Distribución	Elena Fdez-Trapiella - Consumo/Lujo	Juan Moreno - Inmobiliarias
Pilar Aranda - Petróleo/Aerolíneas	Aránzazu Cortina - Industriales	Eduardo Cabero - Seguros	Aránzazu Bueno - Eléctricas

Tel.: 912759421

Temáticas y activos de responsabilidad compartida por todo el Equipo:

- Macroeconomía
- Estrategia de Inversión
- Bonos
- Divisas
- Fondos de Inversión
- ETFs
- Carteras Modelo de Fondos de Inversión y de Renta Variable