

## Nota de compañía

**La Compañía se refuerza durante el Covid-19 gracias a su capacidad de ventas *online*. Los resultados del 1T20 superan expectativas.**

### Datos de mercado principales

Capitalización (M€):	25.129 €				
Cotización actual:	22,70 € (18/05/2020)				
Mín/Máx (52 sem.):	18,04€ / 24,50€				
Evolución histórica:	2016	2017	2018	2019	YTD
	+3,1%	-8,5%	+20,4%	+1,0%	+1,8%

Resultados 1T20	Total	Var. a/a	Var. esp.	Real vs Esp.
Ventas	18.208	+14,7%	+15,1%	En línea
EBITDA	1.666	+22,9%	+15,5%	Mejor
Márgen EBITDA	9,2%	+0,6 p.p.	+0,04p.p.	Mejor
EBIT	964	+42,8%	-	n.a.
BNA	645	+48,2%	+46,2%	Mejor
BPA	0,59 €	+48,2%	+46,2%	Mejor

\*Millones de €

Cifras principales	2019r	2020e	2021e	2022e	TAMI
Ventas	66.260	70.898	71.607	72.681	+3,1%
EBITDA	5.420	5.955	6.087	6.251	+4,9%
Márgen EBITDA	8,2%	8,4%	8,5%	8,6%	-
EBIT	2.662	3.207	3.328	3.401	+8,5%
BNA	1.766	2.201	2.318	2.387	+10,6%
Var. % BNA	-0,8%	+24,6%	+5,3%	+3,0%	-
BPA (€/acc)	1,60	1,99	2,09	2,16	+10,6%
DPA (€/acc)	0,76	0,84	0,92	1,01	+10,0%

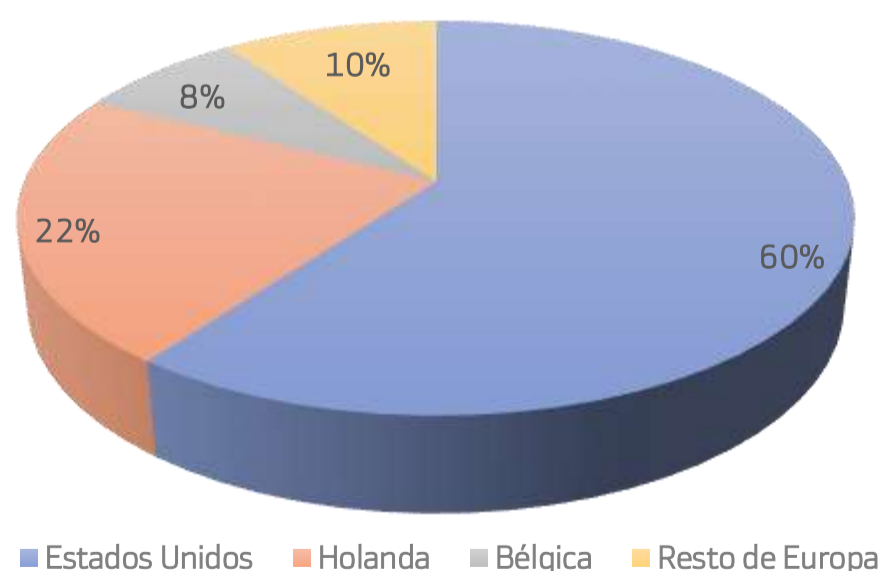
\*Millones de €

Ratios principales	2019r	2020e	2021e	2022e
PER*	14,0	11,4	10,8	10,5
PER implícito	n.a.	14,4	13,7	13,3
EV/EBITDA	n.a.	7,4	7,2	7,0
Rent. Dividendo*	3,4%	3,7%	4,1%	4,5%
DN/FFPP (veces)	0,86	0,73	0,62	0,55
DN/EBITDA (veces)	2,23	1,89	1,69	1,58

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

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

### Exposición geográfica: ventas 2019 (último disponible)



## Ahold

Precio objetivo: 28,7 € Potencial: +26%

Recomendación: **Comprar**

Analista: Luis Piñas Ruiz

**1. Ahold acelera sus ventas del 1T20 hasta +14,7% a/a vs +6,3% en el 1T19.** Es el mayor crecimiento comparable desde la fusión Ahold + Delhaize en 2016. Gracias al aumento del consumo doméstico tanto en EE.UU. como en Europa (sin exposición a otros mercados). **Estimamos que las ventas seguirán siendo extraordinariamente altas en 2020 (+7% a/a) y más moderadas en 2021 (+1% a/a),** en gran parte por el cambio de hábitos en el consumo básico.

**2. Pero lo más importante es su capacidad de ventas online,** que mejora recurrentemente. La Compañía acelera las ventas de este canal en **+30% en el 1T2020 vs +17,9% en 1T2019.** Gracias a la inversión realizada en el canal *online* en los últimos ejercicios, ahora **Ahold es capaz de absorber esta demanda** con mayor facilidad que sus competidores directos (p.ej. Carrefour y Walmart). **Estimamos que su capacidad *online* seguirá aumentando (ventas *online* +28% a/a) gracias a nuevas inversiones y esto mejore tanto las ventas como los márgenes.**

**3. Ahold mantiene su *guidance* para 2020** a pesar del entorno de incertidumbre. Lo más importante para el accionista es el **dividendo esperado atractivo** (rentabilidad 4% aprox. y crecimiento de +10% a/a) y **aumento de BPA esperado por la Compañía de +5%.** Estimamos incrementos de dividendo iguales a nuestra estimación de BPA (+10% en media). También que el BNA superará en 2020 las expectativas con cierta facilidad (+24,6% estimado).

Estimamos que Ahold será una de las compañías que salga reforzada de la crisis del Covid-19, gracias a las 3 ventajas que detectamos frente a su competencia:

**(i) Exposición geográfica:** su negocio se centra en EE.UU. (60% de sus ventas) y Europa (Holanda y Bélgica principalmente y 30% de sus ventas), dejando emergentes totalmente fuera. Es decir, tiene la **suficiente diversificación a nivel global, pero con el riesgo país controlado.** Gracias a esto, la desaceleración esperada y más pronunciada de las economías emergentes no tendrá ningún impacto en sus cuentas.

**(ii) Estrategia *online*:** desde 2017 la Compañía ha realizado fuertes inversiones sobre el canal *online* y actualmente es uno de sus pilares estratégicos. Esto le permite **(a) adaptarse** a los cambios de hábitos de consumo más rápido (como ha ocurrido por el Covid-19), **(b) llegar al segmento de cliente joven** y **(c) mejorar márgenes** gracias a la optimización de costes. Por este motivo, estimamos que Ahold aumente la ventaja frente a su competencia tanto en ventas, como márgenes y cuota de mercado.

**(iii) Dividendos:** los ha mantenido y aumentado recurrentemente en torno a +8,5% anual. Equivalente a un *payout* (proporción del beneficio que reparte) del 50%. Ahold ha reiterado su compromiso en este aspecto, estimamos que tendrá capacidad para cumplir y es el punto fuerte como Compañía defensiva.

Por estos motivos, **creemos que es una compañía con potencial y perfil defensivo.** Recomendamos Comprar con P. Obj. de 28,7€.

### Resumen de cuenta de Pérdidas y Ganancias

	2016r	2017r	2018r	2019r	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	TAMI (16/19)*	TAMI (19/24)
Ventas	49.695	62.890	62.791	66.260	70.898	71.607	72.681	73.990	75.617	+10,1%	+2,7%
<b>EBITDA</b>	<b>3.048</b>	<b>4.082</b>	<b>5.230</b>	<b>5.420</b>	<b>5.955</b>	<b>6.087</b>	<b>6.251</b>	<b>6.363</b>	<b>6.503</b>	+21,2%	+3,7%
Margen EBITDA	6,1%	6,5%	8,3%	8,2%	8,4%	8,5%	8,6%	8,6%	8,6%		
EBIT	1.584	2.225	2.623	2.662	3.207	3.328	3.401	3.400	3.367	+18,9%	+4,8%
<b>BNA</b>	<b>830</b>	<b>1.817</b>	<b>1.780</b>	<b>1.766</b>	<b>2.201</b>	<b>2.318</b>	<b>2.387</b>	<b>2.393</b>	<b>2.359</b>	+28,6%	+6,0%
BNA a Dividendo	583	788	823	841	925	1.018	1.120	1.232	1.355	+13,0%	+10,0%
BNA a Patrimonio	247	1.029	957	925	1.275	1.300	1.267	1.161	1.004	+55,2%	+1,7%
% var. BNA		+119%	-2,0%	-0,8%	+24,6%	+5,3%	+3,0%	+0,2%	-1,4%		

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.

### Resumen de Balance de Situación

	2016r	2017r	2018r	2019r	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	TAMI (16/19)	TAMI (19/24)
Tesorería	4.032	4.581	3.122	3.717	4.088	4.240	4.288	4.357	4.444	-2,7%	+3,6%
Clientes	1.588	1.605	1.748	1.905	2.067	2.147	2.174	2.210	2.254	+6,3%	+3,4%
Existencias	3.288	3.077	3.196	3.347	3.194	3.123	3.162	3.215	3.279	+0,6%	-0,4%
Inm. Material	11.770	9.557	10.046	10.519	10.571	10.612	10.962	11.398	12.062	-3,7%	+2,8%
Otros	15.597	21.449	21.718	22.004	22.687	23.234	23.868	24.554	25.330		
<b>Total Activo</b>	<b>36.275</b>	<b>40.269</b>	<b>39.830</b>	<b>41.492</b>	<b>42.606</b>	<b>43.356</b>	<b>44.455</b>	<b>45.734</b>	<b>47.370</b>	+4,6%	+2,7%
Deuda Total	8.016	15.342	14.856	15.814	15.334	14.538	14.152	13.907	14.190	+25,4%	-2,1%
Pasivo Corriente	5.389	5.276	5.815	6.311	6.375	6.523	6.598	6.795	6.931	+5,4%	+1,9%
Otros	6.594	5.060	4.954	5.284	5.539	5.636	5.779	5.945	6.158		
Patrimonio Neto	16.276	14.591	14.205	14.083	15.358	16.659	17.926	19.086	20.090	-4,7%	+7,4%
<b>Total Pasivo</b>	<b>36.275</b>	<b>40.269</b>	<b>39.830</b>	<b>41.492</b>	<b>42.606</b>	<b>43.356</b>	<b>44.455</b>	<b>45.734</b>	<b>47.370</b>	+4,6%	+2,7%

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

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

	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	Ad Infinitum
EBIT	1.584	2.225	2.623	2.662	3.207	3.328	3.401	3.400	3.367	
Impuestos	-247	-146	-373	-417	-540	-570	-587	-588	-580	
B° neto antes de intereses	1.337	2.079	2.250	2.245	2.667	2.758	2.814	2.811	2.787	
Amortizaciones (+)	1.464	1.857	2.607	2.758	2.748	2.759	2.850	2.964	3.136	
<b>Cash-Flow Explotación</b>	<b>2.801</b>	<b>3.936</b>	<b>4.857</b>	<b>5.003</b>	<b>5.415</b>	<b>5.517</b>	<b>5.664</b>	<b>5.775</b>	<b>5.923</b>	
Capex (-)	6.557	-356	3.096	3.231	2.800	2.800	3.200	3.400	3.800	
Var. Capital Circulante (-)	-226	-81	-277	-188	-55	-138	-8	-109	-27	
<b>Cash-Flow Libre</b>	<b>-3.530</b>	<b>4.373</b>	<b>2.038</b>	<b>1.960</b>	<b>2.671</b>	<b>2.855</b>	<b>2.472</b>	<b>2.484</b>	<b>2.151</b>	<b>46.103</b>

M €

### Matriz de Sensibilidad

	P. Riesgo	Wacc/g	0,55%	0,70%	0,85%	1,00%	1,15%	1,30%	1,45%
Valor Empresa	43.828,4 €								
Deuda Neta	12.097,0 €	7,60%	5,56%	27,0	27,9	28,9	29,9	31,1	32,2
Valor Neto Emp.	31.731,4 €	7,72%	5,61%	26,7	27,6	28,5	29,5	30,6	31,7
Nº Acciones (M)	1.107	7,82%	5,66%	26,3	27,2	28,1	29,1	30,1	31,3
<b>Precio Objetivo</b>	<b>28,7 €</b>	7,93%	5,71%	25,9	26,8	27,7	28,7	29,7	30,8
WACC	5,7%	8,04%	5,76%	25,6	26,4	27,3	28,3	29,3	30,3
g	1,0%	8,15%	5,81%	25,2	26,1	26,9	27,9	28,8	29,9
Beta 5A	0,98	8,25%	5,86%	24,9	25,7	26,6	27,5	28,4	29,4

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