

Los resultados de 2020 baten expectativas pero el *guidance* del Grupo es mediocre y la normalización del consumo lastrará sus resultados en 2021.

### Datos de mercado principales

Capitalización (M€):	24.200 €				
Cotización actual:	22,68 € (18/02/2021)				
Mín/Máx (52 sem.):	(Mín: 18,04€; Máx: 26,86€)				
Evolución histórica:	YTD	2020	2019	2018	2017
	-1,5%	+3,7%	+1,0%	+20,4%	-8,5%

Resultados 2020	Total	Var. a/a	Var.2019	Real vs Esp.
Ventas	74.736	+14,2%	+2,3%	Mejor
EBITDA	6.435	+18,3%	-0,5%	En línea
Márgen EBITDA	8,6%	+0,3 p.p.	-0,2 p.p.	Mejor
BPA	2,26 €	+35,3%	+5,0%	Mejor

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

Cifras principales	2020	2021e	2022e	2023e	TAMI
Ventas	74.736	68.757	69.788	70.975	-1,7%
EBITDA	5.083	5.569	5.723	5.891	+5,0%
Márgen EBITDA	6,8%	8,1%	8,2%	8,3%	-
EBIT	2.191	2.743	2.861	2.918	+10,0%
BNA	1.397	1.784	1.856	1.894	+10,7%
Var. % BNA	-20,9%	+27,7%	+4,1%	+2,0%	-
BPA (€/acc)	1,31	1,67	1,74	1,77	+10,7%
DPA (€/acc)	0,90	1,00	1,04	1,06	+5,8%

\*Millones de €  
El Margen 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.

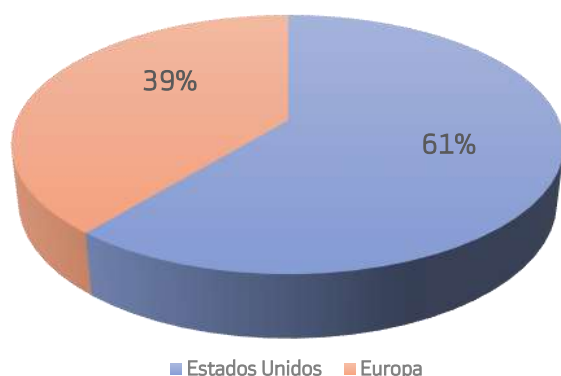
Ratios principales	2020	2021e	2022e	2023e
PER*	17,7	13,6	13,0	12,8
PER implícito	16,9	13,2	12,7	12,5
EV/EBITDA	7,1	6,4	6,3	6,1
Rent. Dividendo*	4,0%	4,4%	4,6%	4,7%
DN/FFPP	1,0x	1,1x	1,1x	1,0x
DN/EBITDA	2,4x	2,5x	2,4x	2,4x

\*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 2020



## Ahold

Precio objetivo: 22,1 € Potencial: -2,9%

Recomendación: **Vender**

Analista: Luis Piñas Ruiz

Revisamos nuestra recomendación hasta **Vender** desde Comprar y reducimos el precio objetivo hasta 22,1€.

1. Las ventas de 2020 aceleran hasta +14,2% impulsadas por el CV-19 y las ventas *online* (ya representan el 10% de las ventas totales).

2. Su exposición geográfica centrada en EE.UU. y Europa (sin emergentes) han permitido al Grupo aprovechar el aumento del consumo en EE.UU. y evitar la volatilidad de LatAm y Asia. Pero esta ausencia de exposición en emergentes será ahora una debilidad.

3. Las perspectivas empeoran y esto es lo realmente importante: consideramos que el *guidance 2021* del Grupo es mediocre porque equivale a una contracción de ventas y desaceleración del canal *online*. Estimamos que esta tendencia empeorará en la misma medida que el control del CV-19 avance.

1. Los resultados de 2020 han batido expectativas gracias al impulso del CV-19 que ha estimulado (necesariamente) el consumo doméstico por el cierre generalizado de la hostelería. De esta forma, el Grupo ha conseguido mejorar tanto las ventas (+18%) como los márgenes y BPA comparables (M. EBITDA +0,3 p.p. y BPA +35%). Una de sus palancas de crecimiento y capacidad diferenciadora respecto a la competencia han sido las **ventas online**. Ahold es uno de los grupos de distribución que más ha invertido en este canal y ha permitido que las ventas *online* aceleren +67% a/a y ya representen el 10% de las ventas totales (vs 4% en 2019).

2. Su exposición geográfica también le ha beneficiado porque el Grupo está centrado en EE.UU. (61%) y Europa (39%). No tienen exposición a emergentes y han podido evitar la volatilidad de estos países (sobre todo LatAm y parte de Asia). Sin embargo, **estimamos que pasará a ser una debilidad** porque no podrá aprovechar la recuperación y crecimiento demográfico de los países emergentes. Y solo recogerá el crecimiento demográfico/consumo prácticamente estancado de los países desarrollados (+1% aprox.).

3. El *guidance* de Ahold es mediocre y estimamos que los resultados tenderán a moderarse o incluso contraerse este año: el objetivo de aumento de ventas para 2021 del Grupo es +4% (vs 2019) y esto representa una contracción de -8% respecto a 2020. También esperan una contracción en márgenes y desaceleración de ventas *online*. Estimamos que estos objetivos encajan con el contexto económico/social y los resultados de Ahold empeorarán en la medida en que el CV-19 esté más controlado y los hábitos de consumo normalizados. Esto es lo más importante para la Compañía a partir de ahora y lo que hace que pierda atractivo de inversión.

### 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	68.757	69.788	70.975	72.040	73.480	+5,9%	-0,3%
<b>EBITDA</b>	<b>4.082</b>	<b>5.230</b>	<b>5.420</b>	<b>5.083</b>	<b>5.569</b>	<b>5.723</b>	<b>5.891</b>	<b>6.051</b>	<b>6.246</b>	+7,6%	+4,2%
Margen EBITDA	6,5%	8,3%	8,2%	6,8%	8,1%	8,2%	8,3%	8,4%	8,5%		
EBIT	2.225	2.623	2.662	2.191	2.743	2.861	2.918	2.949	2.999	-0,5%	+6,5%
<b>BNA</b>	<b>1.817</b>	<b>1.780</b>	<b>1.766</b>	<b>1.397</b>	<b>1.784</b>	<b>1.856</b>	<b>1.894</b>	<b>1.911</b>	<b>1.930</b>	-8,4%	+6,7%
BNA a Dividendo	788	823	841	960	1.070	1.114	1.136	1.146	1.158	+6,8%	+3,8%
BNA a Patrimonio	1.029	957	925	437	713	743	757	764	772	-24,8%	+12,1%
% var. BNA		-2,0%	-0,8%	-20,9%	+27,7%	+4,1%	+2,0%	+0,9%	+1,0%		

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 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	3.317	4.136	4.197	4.260	4.663	-13,8%	+9,7%
Clientes	1.605	1.748	1.905	1.975	2.162	2.088	2.314	2.351	2.392	+7,2%	+3,9%
Existencias	3.077	3.196	3.347	3.245	3.145	3.037	3.085	3.135	3.249	+1,8%	+0,0%
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	21.727	22.413	23.110	23.788	24.612		
<b>Total Activo</b>	<b>40.269</b>	<b>39.830</b>	<b>41.492</b>	<b>40.692</b>	<b>41.222</b>	<b>42.681</b>	<b>44.141</b>	<b>45.466</b>	<b>47.402</b>	+0,3%	+3,1%
Deuda Total	15.342	14.856	15.814	15.154	17.075	17.882	18.211	18.502	19.306	-0,4%	+5,0%
Pasivo Corriente	5.276	5.815	6.311	6.795	6.642	6.363	6.546	6.643	6.752	+8,8%	-0,1%
Otros	5.060	4.954	5.284	6.311	5.359	5.549	5.738	5.911	6.162		
Patrimonio Neto	14.591	14.205	14.083	12.432	12.145	12.888	13.645	14.410	15.182	-5,2%	+4,1%
<b>Total Pasivo</b>	<b>40.269</b>	<b>39.830</b>	<b>41.492</b>	<b>40.692</b>	<b>41.222</b>	<b>42.681</b>	<b>44.141</b>	<b>45.466</b>	<b>47.402</b>	+0,3%	+3,1%

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	2.743	2.861	2.918	2.949	2.999	
Impuestos	-373	-417	-331	-436	-454	-463	-468	-472	
Bº neto antes de intereses	2.250	2.245	1.860	2.307	2.407	2.454	2.481	2.527	
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>5.133</b>	<b>5.269</b>	<b>5.428</b>	<b>5.584</b>	<b>5.773</b>	
Capex (-)	3.096	3.231	3.069	3.000	3.000	3.400	3.600	3.800	
Var. Capital Circulante	277	188	516	-240	-96	-92	11	-47	
<b>Cash-Flow Libre</b>	<b>2.038</b>	<b>1.960</b>	<b>2.199</b>	<b>1.893</b>	<b>2.172</b>	<b>1.936</b>	<b>1.995</b>	<b>1.926</b>	<b>38.976</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	35.854,9 €										
Deuda Neta	12.221,0 €	8,10%	5,84%	20,8	21,6	22,4	23,2	24,1	25,1	26,1	
Valor Neto Emp.	23.633,9 €	8,21%	5,89%	20,5	21,2	22,0	22,8	23,7	24,7	25,7	
Nº Acciones (M)	1.067	8,32%	5,94%	20,2	20,9	21,7	22,5	23,4	24,3	25,2	
<b>Precio Objetivo</b>	<b>22,1 €</b>	8,41%	5,99%	19,9	20,6	21,4	22,1	23,0	23,9	24,8	
WACC	5,99%	8,53%	6,04%	19,6	20,3	21,0	21,8	22,6	23,5	24,4	
g	1,0%	8,64%	6,09%	19,3	20,0	20,7	21,5	22,3	23,1	24,0	
Beta 5A	0,98	8,74%	6,14%	19,1	19,7	20,4	21,2	21,9	22,8	23,7	

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