

Los resultados del 2T20 pulverizan expectativas gracias al CV-19 y el Grupo mejora su *guidance* para 2020.

Datos de mercado principales

Capitalización (M€):	27.792 €				
Cotización actual:	26,01 € (10/08/2020)				
Mín/Máx (52 sem.):	18,04€ / 26,86€				
Evolución histórica:	YTD	2019	2018	2017	2016
	+16,6%	+1,0%	+20,4%	-8,5%	+3,1%

Resultados 2T20	Total	Var. a/a	Var. esp.	Real vs Esp.
Ventas	19.103	+15,9%	+9,5%	Mejor
EBITDA	1.725	+36,1%	+14,9%	Mejor
Márgen EBITDA	9,0%	+1,2 p.p.	+0,4 p.p.	Mejor
BNA	695	+114,3%	+20,0%	Mejor
BPA	0,65			

*Millones de € excepto BPA

Cifras principales	2019r	2020e	2021e	2022e	TAMI
Ventas	66.260	74.211	71.243	71.955	+2,8%
EBITDA	5.420	6.382	5.984	6.044	+3,7%
Márgen EBITDA	8,2%	8,6%	8,4%	8,4%	-
EBIT	2.662	3.613	3.209	3.181	+6,1%
BNA	1.766	2.523	2.182	2.164	+7,0%
Var. % BNA	-0,8%	+42,9%	-13,5%	-0,8%	-
BPA (€/acc)	1,60	2,36	2,04	2,03	+8,3%
DPA (€/acc)	0,76	1,18	1,18	1,19	+16,3%

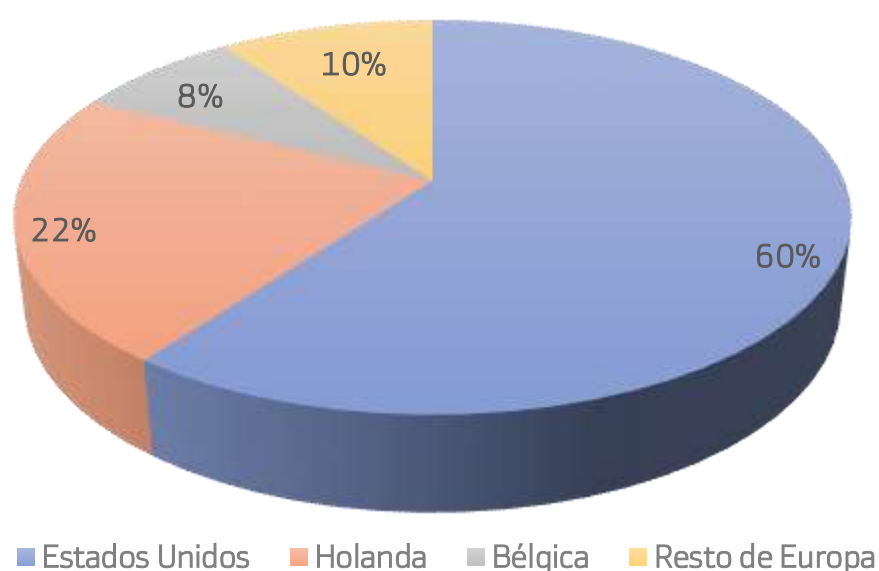
*Millones de €

Ratios principales	2019r	2020e	2021e	2022e
PER*	14,0	11,0	12,7	12,8
PER implícito	n.a.	12,4	14,3	14,4
EV/EBITDA	n.a.	6,8	7,2	7,2
Rent. Dividendo*	3,4%	4,5%	4,6%	4,6%
DN/FFPP	0,9x	0,9x	0,8x	0,7x
DN/EBITDA	2,2x	1,9x	2,0x	1,9x

*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: 29,2 € Potencial: +12%

Recomendación: **Comprar**

Analista: Luis Piñas Ruiz

Mantenemos nuestra recomendación de **Comprar** y elevamos el P. Obj. hasta 29,2€ desde 28,7€ (publicado en el 1T20).

Los resultados del 2T han sido mucho mejores de lo esperado y estimamos que esta aceleración se mantendrá durante 2020. Lo más importante del trimestre es: (i) **Las Ventas aceleran** gracias al CV-19 y su aumento de capacidad de ventas online; (ii) **Mejoran los márgenes** por el aumento de volumen vendido y ahorro de costes por canal online; y (iii) **Ahold mejora su *guidance*** tanto en márgenes, como BPA y ventas *online* (uno de sus objetivos estratégicos más importantes).

1. Las Ventas de Ahold han acelerado en +15,9% a/a en el 2T20 gracias al aumento de consumo doméstico, sobre todo en las zonas donde ha habido confinamientos más restrictivos (Europa y algunos Estados de EE.UU.). Además, sus Ventas *online* evolucionan extraordinariamente bien (+77,6%) gracias a las inversiones en este canal de venta (objetivo estratégico desde 2019) y el entorno generado por el CV-19. Estimamos que este cambio de hábitos de consumo se mantendrá durante todo 2020 y parte de 2021, y seguirá beneficiando a los resultados del Grupo.

2. El Margen EBITDA mejora hasta 9,0% vs 7,8% 2T19 gracias a (i) el volumen vendido tan elevado que mejora su capacidad de negociación con proveedores y (ii) el aumento de ventas *online* porque también reduce los costes fijos de ventas (personal, alquileres, ...). Aunque se debe tener en cuenta que en el 2T19 el margen fue peor por el impacto de huelgas y también hace que el 2T20 compare tan bien. Estimamos que el Margen EBITDA seguirá siendo mejor que en 2019 pero más moderado que en el 2T20(8,8% est. en 2020 vs 9,0% 2T20) porque el volumen de ventas se moderará si las restricciones de movilidad se suavizan.

3. Ahold ha mejorado su *guidance* para 2020: (i) esperan que el Margen EBITDA sea superior al 8,3% registrado en 2019 (antes estimaban M. EBITDA en línea con 2019); (ii) El Grupo también mejora su estimación de BPA con un aumento de +25% en 2020 vs +8% estimado anterior por el Grupo; y (iii) Ahold aumenta el objetivo de crecimiento de ventas *online* en EE.UU. hasta +75% en 2020 vs +30% estimado anterior. Además esperan alcanzar el objetivo de ventas online de 2021 global (7.000M€) un año antes, a finales de 2020.

Por último, Ahold se ha comprometido con el pago del dividendo con un *payout* estimado del 50% y rentabilidad actual de 4,5%.

En resumen, estimamos que Ahold mantendrá los buenos resultados y seguirá beneficiada por el CV-19. Además con mucha capacidad de crecimiento por inversiones *online*, buena exposición geográfica (sólo EE.UU. y Europa) y dividendo considerablemente alto y capaz de mantener en el tiempo.

Nota de compañía

Resumen de cuenta de Pérdidas y Ganancias

	2016r	2017r	2018r	2019r	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI (16/19)*	TAMI (19/25)
Ventas	49.695	62.890	62.791	66.260	74.211	71.243	71.955	73.035	74.641	76.134	+10,1%	+2,8%
EBITDA	3.048	4.082	5.230	5.420	6.382	5.984	6.044	6.281	6.419	6.624	+21,2%	+4,1%
Margen EBITDA	6,1%	6,5%	8,3%	8,2%	8,6%	8,4%	8,4%	8,6%	8,6%	8,7%		
EBIT	1.584	2.225	2.623	2.662	3.613	3.209	3.181	3.307	3.316	3.377	+18,9%	+4,9%
BNA	830	1.817	1.780	1.766	2.523	2.182	2.164	2.267	2.271	2.304	+28,6%	+5,5%
BNA a Dividendo	583	788	823	841	1.262	1.266	1.277	1.270	1.317	1.313	+13,0%	+9,3%
BNA a Patrimonio	247	1.029	957	925	1.262	917	887	998	954	991	+55,2%	+1,4%
% var. BNA		+119%	-2,0%	-0,8%	+42,9%	-13,5%	-0,8%	+4,8%	+0,2%	+1,5%		

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	2025e	TAMI (16/19)	TAMI (19/25)
Tesorería	4.032	4.581	3.122	3.717	3.182	4.325	4.263	4.312	4.387	4.821	-2,7%	+5,3%
Clientes	1.588	1.605	1.748	1.905	2.117	2.192	2.158	2.185	2.225	2.272	+6,3%	+3,6%
Existencias	3.288	3.077	3.196	3.347	3.271	3.188	3.139	3.178	3.237	3.305	+0,6%	-0,3%
Inm. Material	11.770	9.557	10.046	10.519	10.650	10.675	11.012	11.438	11.935	12.488	-3,7%	+3,5%
Otros	15.597	21.449	21.718	22.004	22.490	23.306	23.864	24.535	25.258	26.118		
Total Activo	36.275	40.269	39.830	41.492	41.709	43.686	44.435	45.647	47.041	49.004	+4,6%	+3,4%
Deuda Total	8.016	15.342	14.856	15.814	15.421	16.091	15.951	15.842	15.985	16.561	+25,4%	+0,9%
Pasivo Corriente	5.389	5.276	5.815	6.311	6.522	6.654	6.558	6.724	6.841	6.981	+5,4%	+2,0%
Otros	6.594	5.060	4.954	5.284	5.422	5.679	5.776	5.934	6.115	6.370		
Patrimonio Neto	16.276	14.591	14.205	14.083	14.345	15.261	16.149	17.146	18.100	19.091	-4,7%	+6,3%
Total Pasivo	36.275	40.269	39.830	41.492	41.709	43.686	44.435	45.647	47.041	49.004	+4,6%	+3,4%

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)

	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025	Ad Infinitum
EBIT	2.225	2.623	2.662	3.613	3.209	3.181	3.307	3.316	3.377	
Impuestos	-146	-373	-417	-621	-536	-531	-557	-558	-566	
B° neto antes de intereses	2.079	2.250	2.245	2.992	2.673	2.650	2.750	2.758	2.811	
Amortizaciones (+)	1.857	2.607	2.758	2.769	2.775	2.863	2.974	3.103	3.247	
Cash-Flow Explotación	3.936	4.857	5.003	5.761	5.449	5.513	5.724	5.861	6.058	
Capex (-)	-356	3.096	3.231	2.900	2.800	3.200	3.400	3.600	3.800	
Var. Capital Circulante (-)	-81	-277	-188	-75	-141	12	-99	-18	-25	
Cash-Flow Libre	4.373	2.038	1.960	2.936	2.790	2.301	2.423	2.279	2.283	46.717

M €

Matriz de Sensibilidad

	P. Riesgo	Wacc/g	0,55%	0,70%	0,85%	1,00%	1,15%	1,30%	1,45%	
Valor Empresa	43.297,6 €									
Deuda Neta	12.097,0 €	8,10%	5,79%	27,6	28,5	29,5	30,5	31,6	32,7	34,0
Valor Neto Emp.	31.200,6 €	8,21%	5,84%	27,2	28,1	29,0	30,0	31,1	32,2	33,5
Nº Acciones (M)	1.069	8,32%	5,89%	26,8	27,7	28,6	29,6	30,7	31,8	33,0
Precio Objetivo	29,2 €	8,41%	5,94%	26,5	27,3	28,2	29,2	30,2	31,3	32,5
WACC	5,94%	8,53%	5,99%	26,1	27,0	27,9	28,8	29,8	30,8	32,0
g	1,0%	8,64%	6,04%	25,8	26,6	27,5	28,4	29,4	30,4	31,5
Beta 5A	0,98	8,74%	6,09%	25,5	26,3	27,1	28,0	28,9	30,0	31,0

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

INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en [nuestro portal](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

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	Ana de Castro - 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