

Las ventas baten expectativas y el canal *online* duplica las ventas de 2019. Pero el *guidance* del Grupo es débil porque se centra en ahorro de costes y crecimiento inorgánico.

Datos de mercado principales

Capitalización (M€):	12.207 €				
Cotización actual:	14,93 €				
Mín/Máx (52 sem.):	(Máx: 18,10€/Mín: 12,10€)				
Evolución histórica:	YTD	2020	2019	2018	2017
	+6,4%	-6,1%	+0,3%	-17,4%	-21,2%

Resultados 2020	Total	Var. a/a	Var.2019	Real vs Esp.
Ventas	72.150	+4,0%	+3,1%	Mejor
EBITDA	4.451	+9,0%	+4,8%	En línea
Márgen EBITDA	6,2%	+0,27 p.p.	+0,10 p.p.	En línea
BNA	641			
BPA	0,78	+15,6%	+13,0%	En línea

Millones de € excepto BPA

Var. % en términos comparables

Cifras principales	2020	2021e	2022e	2023e	TAMI
Ventas	72.150	68.543	69.913	70.612	-0,7%
EBITDA	4.451	3.564	3.635	3.742	-5,6%
Márgen EBITDA	6,2%	5,2%	5,2%	5,3%	-
EBIT	1.685	1.529	1.555	1.623	-1,2%
BNA	641	608	616	649	+0,4%
Var. % BNA	-42,9%	-5,2%	+1,4%	+5,2%	-
BPA (€/acc)	0,78	0,74	0,75	0,79	+0,4%
DPA (€/acc)	0,48	0,48	0,48	0,48	+0,0%

Millones de €.

El BNA de 2020 sufre una contracción de -42,9% porque compara con un BNA de 2019 que recoge las plusvalías por la venta de Carrefour China.

La tasa de crecimiento TAMI es poco representativa porque la base comparativa (2020) es extraordinariamente alta por el efecto del CV-19.

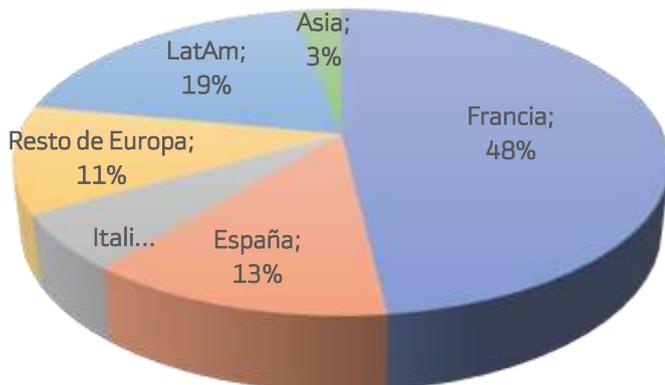
Ratios principales	2020e	2021e	2022e	2023e
PER*	17,9	20,1	19,8	18,8
PER implícito	20,6	21,7	21,4	20,3
EV/EBITDA	3,6	4,5	4,4	4,3
Rent. Dividendo*	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%
DN/FFPP	0,3x	0,3x	0,4x	0,4x
DN/EBITDA	0,6x	1,1x	1,2x	1,1x

*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



Carrefour

Precio objetivo: **16,1 €** Potencial: **+7,8%**

Recomendación: **Vender**

Analista: Luis Piñas Ruiz

Mantenemos nuestra recomendación de **Vender** y revisamos nuestro **precio objetivo hasta 16,1€** desde 14,9€ (preliminar el día de presentación de sus resultados).

1. Las ventas de 2020 baten expectativas sobre todo gracias al impacto del CV-19 sobre el consumo básico y doméstico.

2. Las ventas *online*, uno de los focos para el Grupo, también aceleran (+77% a/a). Esto es importante porque (a) ha ayudado a impulsar los resultados globales en un contexto con movilidad limitada y (b) mejoran el margen EBITDA porque el canal digital supone menores costes por ventas.

3. Sin embargo, el *guidance* del Grupo es débil. Se centra en ahorro de costes, crecimiento inorgánico y recuperación del dividendo. La mejora del entorno (reactivación de la movilidad) estimamos que tampoco ayudará a sus resultados futuros.

1. Las ventas de 2020 han batido expectativas. Esto es algo positivo pero **prácticamente ya estaba descontado en su cotización** porque otros grupos del Sector Distribución ya habían publicado unos resultados por encima de lo esperado y, además, esta ha sido la tendencia en todos los trimestres de 2020. El impulso más fuerte para las cifras de 2020 ha sido el CV-19: limitaciones a la movilidad, cierre de la hostelería y mayor tendencia al ahorro (positivo para el consumo de productos básicos). **Estimamos que la tendencia hacia el consumo doméstico está agotada:** a medida que se reactive la movilidad y se incremente el gasto en ocio, el consumo doméstico se debilitará progresivamente. Por este motivo, pensamos que en **2021 las ventas se contraerán en -5%** (por efecto base de 2020) y se normalizarán en torno a +1,5% en los siguientes años.

2. Las ventas *online* aceleran hasta +77% a/a. Esto es algo muy importante porque desde 2019 es uno de los **objetivos del Grupo** y realmente están consiguiendo alcanzarlo (1.300M€ en 2019; 2.300M€ en 2020 y 4.200M€ en 2021). De hecho, el impacto de las ventas *online* en los resultados globales ha sido: **(i) actividad inalterada, e incluso impulsada**, a pesar de las restricciones de movilidad y **(ii) mejora de márgenes**, porque el canal *online* requiere menor utilización de espacio físico y mano de obra. Estimamos que sí podrán mantener el crecimiento que hemos visto hasta ahora (+50% a/a) en este canal de ventas y será el catalizador más importante del Grupo en los próximos años (actualmente solo representa el 4% de sus ventas totales).

3. Sin embargo, estimamos que el *guidance* del Grupo es débil porque **(i) su objetivo principal es el ahorro de costes** sobre todo en cuestiones logísticas, y **(ii) se centra en crecimiento inorgánico**, abiertos a comprar, o incluso fusionarse, con otras marcas. Mientras que la inversión en el canal *online* parece un objetivo secundario para Carrefour. También aumentan el **dividendo hasta 0,48€/acción** (con perspectivas de incrementarlo anualmente), pero este incremento en realidad es una **recuperación parcial del dividendo** que recortaron en 2016 y 2019. Por estos motivos, **pensamos que el potencial del Grupo (y en general del S. Alimentación) está agotado** después de haber estado muy beneficiado durante 2020 por el CV-19. La normalización social/económica tendrá un efecto normalizador en los resultados de Carrefour.

Resumen de cuenta de Pérdidas y Ganancias

	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI (16/20)	TAMI (20/25)
Ventas	78.774	80.392	74.166	74.142	72.150	68.543	69.913	70.612	71.530	72.603	-2,2%	+0,1%
EBITDA	3.898	3.736	3.375	4.417	4.451	3.564	3.635	3.742	3.791	3.848	+3,4%	-2,9%
Margen EBITDA	4,9%	4,6%	4,6%	6,0%	6,2%	5,2%	5,2%	5,3%	5,3%	5,3%		
EBIT	1.943	973	809	1.059	1.685	1.529	1.555	1.623	1.637	1.770	-3,5%	+1,0%
BNA	746	-531	-560	1.122	641	608	616	649	654	714	-3,7%	+2,2%
BNA a Dividendo	529	357	357	182	393	392	392	392	392	392	-7,2%	-0,0%
BNA a Patrimonio	217	-888	-917	940	248	215	224	256	261	321	+3,4%	+5,3%
% var. BNA	n.a.	-171%	+5,5%	n.r.	-42,9%	-5,2%	+1,4%	+5,2%	+0,8%	+9,1%		

TAMI: Tasa Anual Media de Incrementos

Los resultados históricos de Carrefour han sido recurrentemente no comparables. Es decir, en casi todos los años desde 2016 el Grupo ha tenido operaciones corporativas y costes/ingresos extraordinarios que han impactado considerablemente en sus cuenta de resultados. Por eso, tanto las pérdidas en 2017/2018, como el BNA en 2019 no reflejan la evolución ordinaria de la Compañía.

Resumen de Balance de Situación

	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI (16/20)	TAMI (20/25)
Tesorería	3.336	3.609	4.346	4.503	4.563	4.312	4.266	4.327	4.375	4.777	+8,1%	+0,9%
Clientes	2.682	2.750	2.537	2.669	2.526	2.313	2.276	2.310	2.337	2.369	-1,5%	-1,3%
Existencias	7.039	6.690	6.135	5.867	5.326	5.782	5.690	5.775	5.841	5.923	-6,7%	+2,1%
Inm. Material	13.406	13.097	12.637	11.370	10.505	10.969	11.289	11.569	11.815	12.137	-5,9%	+2,9%
Otros	16.109	15.346	15.515	20.765	19.440	20.389	20.619	20.925	21.218	21.645		
Total Activo	42.572	41.492	41.170	45.174	42.360	43.765	44.140	44.907	45.586	46.852	-0,1%	+2,0%
Deuda Total	8.075	7.497	8.275	7.300	7.389	8.248	8.482	8.585	8.680	9.067	-2,2%	+4,2%
Pasivo Corriente	15.396	15.082	14.161	13.646	12.560	12.722	12.586	12.768	12.908	13.089	-5,0%	+0,8%
Otros	10.302	10.072	10.135	15.548	13.672	13.886	14.023	14.254	14.467	14.847		
Patrimonio Neto	12.008	12.159	11.286	11.673	11.297	11.512	11.736	11.992	12.254	12.575	-1,5%	+2,2%
Total Pasivo	45.781	44.810	43.857	48.167	44.918	46.368	46.827	47.600	48.308	49.577	-0,5%	+2,0%

La partida "Otros" del Activo representa principalmente Derechos de Uso y Fondo de Comercio.

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

	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	Ad Infinitum
EBIT	973	809	1.059	1.685	1.529	1.555	1.623	1.637	1.770	
Impuestos	-618	-529	-504	-498	-420	-426	-448	-451	-493	
B° neto antes de intereses	355	280	555	1.187	1.109	1.130	1.175	1.186	1.278	
Amortizaciones (+)	1.601	1.437	2.328	2.292	1.536	1.580	1.620	1.654	1.578	
Cash-Flow Explotación	1.956	1.717	2.883	3.479	2.645	2.710	2.795	2.840	2.855	
Capex (-)	1.292	977	1.061	1.427	2.000	1.900	1.900	1.900	1.900	
Var. Capital Circulante	-33	-153	-379	-402	-80	-8	62	47	66	
Cash-Flow Libre	697	893	2.201	1.650	565	802	957	987	1.022	18.318

M €

Descuento de flujos de caja tomando como año de inicio 2021

Matriz de Sensibilidad

Valor Empresa	P. Riesgo	Wacc/g	Matriz de Sensibilidad						
			0,55%	0,70%	0,85%	1,00%	1,15%	1,30%	1,45%
15.989,3 €	7,34%	6,48%	15,4	15,8	16,2	16,7	17,1	17,6	18,2
Deuda Neta	7,37%	6,53%	15,2	15,6	16,0	16,5	16,9	17,4	17,9
Valor Neto Emp.	7,50%	6,58%	15,1	15,5	15,9	16,3	16,7	17,2	17,7
Nº Acciones (M)	7,59%	6,63%	14,9	15,3	15,7	16,1	16,5	17,0	17,5
Precio Objetivo	7,68%	6,68%	14,7	15,1	15,5	15,9	16,3	16,8	17,3
WACC	7,75%	6,73%	14,6	15,0	15,3	15,7	16,2	16,6	17,1
g	7,84%	6,78%	14,4	14,8	15,2	15,6	16,0	16,4	16,9
Beta 5A									

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

INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro web <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/Tecnología

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

Aránzazu Bueno - Eléctricas

Eduardo Cabero - Seguros

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