

**Resultados 1S21 mejores de lo esperado, pero comenzando a normalizarse y sin margen para sorprender como en 2020. Todos los catalizadores de crecimiento ya están descontados en precio.**

## Carrefour

Precio objetivo: **17,2 €** Potencial: **+4,5%**

Recomendación: **Vender**

Analista: Luis Piñas Ruiz

Mantenemos nuestra recomendación de **Vender** a pesar de mejorar el **P. Objetivo hasta 17,2€/acc.** vs 16,9€/acc. anterior.

Las ventas del 1S21 han sido mejores de lo esperado pero solo gracias a su exposición en LatAm porque Europa desacelera. Los márgenes mejoran gracias a su programa de ahorro de costes y eCommerce, a pesar de la inflación de costes y retorno de promociones. Por estos motivos **hacemos ajustes finos en nuestras estimaciones (mejorando las anteriores), pero no es suficiente para mejorar la recomendación.** No vemos posibles catalizadores que impulsen los resultados a partir de ahora. Todo lo que podría pasar, salvo extraordinarios, está descontado en precio.

### Datos de mercado principales

Capitalización (M€):	12.694 €				
Cotización actual:	16,40 € (09/08/2021)				
Mín/Máx (52 sem.):	(Mín: 12,10€/Máx: 18,10€)				
Evolución histórica:	YTD	2020	2019	2018	2017
	+16,0%	-6,1%	+0,3%	-17,4%	-21,2%

Resultados 1S21	Total	Comp.	Report.	Real vs Esp.
Ventas	38.256	+3,9%	+0,3%	Mejor

#### Por geografía:

Francia	18.815	+4,1%	+3,4%
Otros Europa	11.263	-1,7%	-0,9%
LatAm	6.920	+13,2%	-7,3%
Asia	1.258	-4,1%	+10,4%

Millones de €. Var. % a/a. Comparable vs Reportado.

Cifras principales	2020	2021e	2022e	2023e	TAMI
Ventas	72.150	70.707	71.414	72.128	-0,0%
EBITDA	4.451	3.747	3.928	4.039	-3,2%
Margen EBITDA	6,2%	5,3%	5,5%	5,6%	-
EBIT	1.685	1.749	1.904	1.982	+5,6%
BNA	641	722	791	832	+9,1%
Var. % BNA	-42,9%	+12,6%	+9,6%	+5,2%	-
BPA (€/acc)	0,78	0,92	1,01	1,06	+10,6%
DPA (€/acc)	0,48	0,48	0,49	0,50	+1,3%

Millones de € excepto BPA y DPA.

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.

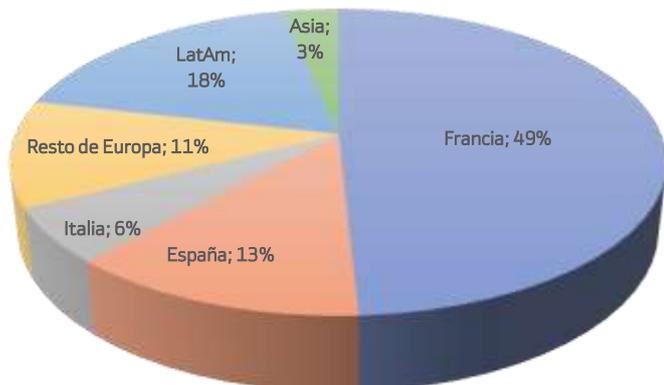
Ratios principales	2020	2021e	2022e	2023e
PER*	17,9	17,9	16,3	15,5
PER implícito	22,0	18,8	17,1	16,3
EV/EBITDA	3,9	4,7	4,5	4,3
Rent. Dividendo*	2,9%	2,9%	3,0%	3,0%
DN/FFPP	0,3x	0,4x	0,4x	0,3x
DN/EBITDA	0,6x	1,2x	1,1x	1,0x

\*En 2020 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 1S21



**1. Los resultados del 1S21 fueron mejores de lo esperado pero solo gracias a su exposición en LatAm** y la extensión de los confinamientos en esta área (+13,2% a/a comprable). Sin embargo, en términos reportados (las cifras finales y que realmente afectan al accionista) le sigue penalizando mucho la depreciación de las divisas emergentes (Real Brasileño, Peso Argentino, ...) y el crecimiento pasa a ser de -7,3% a/a. En Europa los resultados desaceleran tal y como estimamos (+3,4% a/a Francia y -0,9% Resto Europa). **La reapertura del ocio/hostelería penaliza el consumo básico en supermercados** y es lógico en este contexto. En términos prácticos significa que (i) **su exposición en LatAm (18% de sus ventas) no tiene impacto positivo en sus cuentas** por el fuerte efecto de la divisa y (ii) **en Europa (78% de sus ventas) sus resultados comienzan a moderarse** hacia el crecimiento tendencial de +1% a/a aprox. En este contexto estimamos un crecimiento de ventas de -2% a/a en 2021 (vs -5% anterior) y +1% en 2022 (vs +2% anterior).

**2. Los márgenes baten expectativas hasta 5,4% M. EBITDA vs 5,3% anterior y 4,6% esperado.** Es un logro positivo, conseguido gracias al programa de ahorro de costes del Grupo e inversión en eCommerce. A pesar de la normalización de ventas y la vuelta de las promociones (reducen el precio medio por unidad vendida) que penalizan los márgenes. Sin embargo, **detectamos varios factores que estimamos frenarán parcialmente el crecimiento de márgenes** que el Grupo podría tener: (a) **"guerra de precios"** que históricamente siempre ha habido en el S. Distribución, (b) **inflación de costes** (transportes y precios alimentos) y (c) **la propia normalización de sus ventas.** En este sentido, sí que estimamos que el M. EBITDA podrá acelerar gracias a la inversión en eCommerce y no tanto en ahorro de costes (porque no es algo sostenible indefinidamente en el tiempo) pero a menor ritmo del deseable.

**3. El Grupo mantiene de nuevo su guidance para 2021: ahorro de costes hasta 2023, inversión en canales digitales y Capex en torno a 1.700M€ anuales.** Además, ha anunciado una **extensión del plan de recompra de acciones por 200M€** (500M€ ya anunciados en el 1T21) gracias a su capacidad de generación de caja y que mejora la retribución al accionista.

En definitiva, los resultados del primer semestre de 2021 son mejores de lo esperado pero gracias a factores que estimamos no son sostenibles en el tiempo (LatAm pero con impacto de divisa, ahorro de costes solo hasta 2023). El consumo se normaliza y la competencia de precios aumenta, totalmente lógico y esperado. No implica que el Grupo tenga problemas de fondo, sino que **sus resultados volverán a ser más moderados** y estables en el tiempo, y **la capacidad de sorprender al mercado es menor. Pensamos que su potencial ya está descontado en precio.**

### Resumen de cuenta de Pérdidas y Ganancias

	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TAMI (17/21)	TAMI (21/26)
Ventas	80.392	74.166	74.142	72.150	70.707	71.414	72.128	73.210	74.308	75.423	-3,2%	+1,3%
<b>EBITDA</b>	<b>3.736</b>	<b>3.375</b>	<b>4.417</b>	<b>4.451</b>	<b>3.747</b>	<b>3.928</b>	<b>4.039</b>	<b>4.173</b>	<b>4.310</b>	<b>4.375</b>	+0,1%	+3,1%
Margen EBITDA	4,6%	4,6%	6,0%	6,2%	5,3%	5,5%	5,6%	5,7%	5,8%	5,8%		
EBIT	973	809	1.059	1.685	1.749	1.904	1.982	2.086	2.287	2.309	+15,8%	+5,7%
<b>BNA</b>	<b>-531</b>	<b>-560</b>	<b>1.122</b>	<b>641</b>	<b>722</b>	<b>791</b>	<b>832</b>	<b>888</b>	<b>986</b>	<b>1.000</b>	n.a.	+6,7%
BNA a Dividendos	357	357	182	393	377	385	393	400	408	417	+1,4%	+2,0%
BNA a Patrimonio	-888	-917	940	248	344	406	440	488	578	584	n.a.	+11,1%
% var. BNA	n.a.	+5,5%	n.r.	-42,9%	+12,6%	+9,6%	+5,2%	+6,7%	+11,1%	+1,4%		

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

	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TAMI (17/21)	TAMI (21/26)
Tesorería	3.609	4.346	4.503	4.563	3.676	4.369	4.406	4.457	4.866	4.937	+0,5%	+6,1%
Clientes	2.750	2.537	2.669	2.526	2.348	2.336	2.360	2.389	2.425	2.461	-3,9%	+0,9%
Existencias	6.690	6.135	5.867	5.326	5.871	5.841	5.899	5.973	6.062	6.153	-3,2%	+0,9%
Inm. Material	13.097	12.637	11.370	10.505	10.706	10.883	11.125	11.338	11.715	12.049	-4,9%	+2,4%
Otros	15.346	15.515	20.765	19.440	20.223	20.629	20.908	21.199	21.647	21.991		
<b>Total Activo</b>	<b>41.492</b>	<b>41.170</b>	<b>45.174</b>	<b>42.360</b>	<b>42.824</b>	<b>44.058</b>	<b>44.697</b>	<b>45.355</b>	<b>46.715</b>	<b>47.591</b>	+0,8%	+2,1%
Deuda Total	7.497	8.275	7.300	7.389	8.133	8.594	8.505	8.359	8.551	8.410	+2,1%	+0,7%
Pasivo Corriente	15.082	14.161	13.646	12.560	12.912	12.892	13.000	13.149	13.332	13.525	-3,8%	+0,9%
Otros	10.072	10.135	15.548	13.672	13.674	14.036	14.232	14.442	14.849	15.120		
Patrimonio Neto	12.159	11.286	11.673	11.297	10.941	11.348	11.787	12.275	12.853	13.436	-2,6%	+4,2%
<b>Total Pasivo</b>	<b>44.810</b>	<b>43.857</b>	<b>48.167</b>	<b>44.918</b>	<b>45.660</b>	<b>46.870</b>	<b>47.524</b>	<b>48.225</b>	<b>49.584</b>	<b>50.491</b>	+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)

	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	Ad Infinitum
BNA	-560	1.122	641	722	791	832	888	986	1.000	
Amortizaciones (+)	1.437	2.328	2.292	1.499	1.524	1.558	1.587	1.523	1.566	
Gastos financieros (+)	258	337	334	325	344	340	334	342	336	
Inversión Capex (-)	977	1.061	1.427	1.700	1.700	1.800	1.800	1.900	1.900	
Inversión Circulante	-153	-379	-402	-15	22	27	45	58	66	
<b>Cash-Flow Libre</b>	<b>5</b>	<b>2.347</b>	<b>1.438</b>	<b>831</b>	<b>980</b>	<b>956</b>	<b>1.055</b>	<b>1.009</b>	<b>1.068</b>	<b>19.535</b>

M €

Descuento de flujos de caja tomando como año de inicio 2022

### Matriz de Sensibilidad

	Wacc/g	0,55%	0,70%	0,85%	1,00%	1,15%	1,30%	1,45%
Valor Empresa	17.568,0 €							
Deuda Neta	4.225,0 €	<b>6,37%</b>	16,4	16,9	17,4	17,9	18,4	19,0
Valor Neto Emp.	13.343,0 €	<b>6,42%</b>	16,2	16,7	17,2	17,7	18,2	18,8
Nº Acciones (M)	774	<b>6,47%</b>	16,1	16,5	17,0	17,5	18,0	18,5
<b>Precio Objetivo</b>	<b>17,2 €</b>	<b>6,52%</b>	15,9	16,3	16,8	<b>17,2</b>	17,7	18,3
WACC	6,52%	<b>6,57%</b>	15,7	16,1	16,6	17,0	17,5	18,1
g	1,0%	<b>6,62%</b>	15,5	15,9	16,4	16,8	17,3	17,8
Beta 5A	0,98	<b>6,67%</b>	15,3	15,7	16,2	16,6	17,1	17,6

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](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