



Lisbon School
of Economics
& Management
Universidade de Lisboa

MESTRADO EM
Contabilidade, Fiscalidade e Finanças
Empresariais

TRABALHO FINAL DE MESTRADO

Trabalho de Projeto

EQUITY RESEARCH:

AHOLD DELHAIZE

BEATRIZ SOUSA CRUZ

JUNHO 2025



Lisbon School
of Economics
& Management
Universidade de Lisboa

MESTRADO EM
Contabilidade, Fiscalidade e Finanças
Empresariais

TRABALHO FINAL DE MESTRADO
Trabalho Projeto

EQUITY RESEARCH:
AHOLD DELHAIZE

BEATRIZ SOUSA CRUZ

ORIENTAÇÃO:

PROF. DOUTOR PEDRO FILIPE MOREIRA BRITES DE ALMEIDA
FERNANDES

JUNHO 2025

Resumo

O presente trabalho teve como objetivo determinar o valor das ações da *Ahold Delhaize* a 31 de dezembro de 2025.

Inicialmente, foi realizado um estudo ao setor do retalho alimentar, assim como uma análise à organização. A *Ahold Delhaize* é uma das empresas com maior relevância no setor do retalho alimentar, destacando-se pelo seu contínuo esforço de investimento e evolução.

A avaliação realizada teve como base dois métodos: DFC, com a abordagem do FCFF e, para complementar esta análise, foi utilizado o método dos Múltiplos. No término da análise, os resultados indicam que as ações se encontram subavaliadas, evidenciando um potencial de valorização de 3,84%. Esta conclusão baseia-se no facto de que, a 6 de junho de 2025, o preço das ações na *Euronext Lisbon* era de 36,23€, enquanto o valor estimado através do método FCFF foi calculado em 37,44€ e do método dos múltiplos 38,04€.

Além disso, foi efetuada uma análise de sensibilidade, considerando alterações em duas das variáveis determinantes do processo de avaliação.

Em conclusão, neste trabalho recomenda-se aos potenciais investidores a compra, com um preço-alvo de 37,62€ a 31 de dezembro de 2025. Este valor resultou da combinação da ponderação de 70% do valor obtido pelo método de atualização de fluxos de caixa (FCFF) e 30% pelo método dos Múltiplos. Desta forma, reflete um potencial de valorização de 3,84% face ao preço das ações registado em 6 de junho de 2025.

Palavras-Chave: *Ahold Delhaize*; Avaliação Atualização dos Fluxos de Caixa; Avaliação dos Múltiplos

Abstract

The objective of this study was to determine the value of Ahold Delhaize shares as of December 31, 2025.

In the first phase, a study of the food retail sector was conducted, as well as an analysis of the organization. Ahold Delhaize is one of the most important companies in the food retail sector, standing out for its continuous investment and evolution efforts.

The evaluation was based on two methods: DFC, using the FCFF approach, and, to complement this analysis, the multiples method was used. At the end of the analysis, the results indicate that the shares are undervalued, showing a potential appreciation of 3.84%. This conclusion is based on the fact that, on June 6, 2025, the share price on Euronext Lisbon was €36.23, while the estimated value using the FCFF method was calculated at €37.44 and using the multiples method at €38.04.

In addition, a sensitivity analysis was performed, considering changes in two of the determining variables of the valuation process.

In conclusion, this study recommends that potential investors buy, with a target price of €37.62 on December 31, 2025. This value resulted from the weighted combination of 70% of the value obtained by the free cash flow to the firm (FCFF) method and 30% by the multiples method. Thus, it reflects a potential appreciation of 3.84% compared to the share price recorded on June 6, 2025.

Keywords: Ahold Delhaize, Discounted Cash Flows, Relative Valuation

Agradecimentos

Primeiramente, gostaria de agradecer ao meu orientador, professor Pedro Fernandes, pela sua disponibilidade e contribuição com elementos-chave ao longo de todo o processo. A sua experiência e orientação foram fundamentais para o auxílio no desenvolvimento do *Equity-Research*.

Aos meus pais, agradeço o apoio incondicional e incentivo constante ao longo dos anos. São o alicerce das minhas conquistas até hoje.

Um agradecimento aos meus amigos por estarem sempre presentes e acreditarem em mim, mesmo nos momentos mais desafiantes.

Aos meus colegas de trabalho e de mestrado pela compreensão e apoio no equilíbrio das exigências profissionais com o percurso académico.

Por fim, agradeço a todos os que de alguma forma permitiram para a realização desta dissertação.

Índice

Resumo	i
Abstract	ii
Agradecimentos	iii
Índice	iv
Índice de Figuras	vi
Índice de tabelas	vii
Lista de Abreviaturas	viii
1. Introdução	1
2. Revisão da Literatura	2
2.1 Valor da empresa	2
2.2 Métodos de avaliação	2
2.2.1 Modelo de Atualização de Fluxo de Caixa	3
2.2.1.1. Free Cash Flow to Equity (FCFE)	4
2.2.1.1.1. Taxa de juro sem risco	5
2.2.1.1.2. Beta	5
2.2.1.1.3. Prémio de risco de mercado	5
2.2.1.2. Free Cash Flow to Firm (FCFF)	6
2.2.1.2.1. Custo de dívida	7
2.2.1.3. Adjusted Present Value (APV)	7
2.2.2 Método dos múltiplos (Avaliação relativa)	8
3. O setor do retalho alimentar	9
3.1 Análise de mercado	10
3.1.1 Análise macroeconómica	10
3.1.2 Análise da Concorrência	14
4. Apresentação da empresa	15
4.1 Analise ESG	17
4.2 Corporate Governance	18
4.3 Estrutura Acionista	19
5. Análise estratégica	20
5.1 Modelo das cinco Forças competitivas de <i>Porter</i>	20

5.2	Análise <i>SWOT</i>	22
6.	Avaliação	23
6.1	Método Atualização de Fluxo de Caixa	23
6.1.1	EBIT	23
6.1.2	WACC	25
6.1.3	Depreciações e Amortizações	28
6.1.4	Capex	29
6.1.5	Net Working Capital (NWC)	29
6.1.6	FCFF	30
6.1.7	Análise de sensibilidade	31
6.2	Método Múltiplos	32
7.	Conclusão	34
	Referência bibliográficas	35
	Anexos	39

Índice de Figuras

Figura 1 – Taxa de inflação Europa e EUA	11
Figura 2 – IPC Real Europa e América do Norte	12
Figura 3 – Vendas líquidas e Vendas Líquidas Online - Ahold Delhaize	16
Figura 4 – Margem Operacional Ahold Delhaize	16
Figura 5 – Resultado Líquido Ahold Delhaize	17

Índice de tabelas

Tabela 1 – Principais Acionistas da <i>Ahold Delhaize</i> , com participação igual ou superior a 3%	20
Tabela 2 – Vendas líquidas	25
Tabela 3 – Estrutura de Custos	25
Tabela 4 – Custo Capital Próprio	27
Tabela 5 – Estrutura de Capital	28
Tabela 6 – WACC	28
Tabela 7 – Depreciações e Amortizações (Milhões €)	29
Tabela 8 – CAPEX (Milhões €)	29
Tabela 9 – NWC (Milhões €)	30
Tabela 10 – FCFF (€ Milhões)	31
Tabela 11 – Análise de Sensibilidade	31
Tabela 12- Método dos múltiplos (Milhões €)	32

Lista de Abreviaturas

AEX – Amsterdam Exchange Index
APV – Adjusted Present Value
BCE – Banco Central Europeu
CAPEX – Capital Expenditure
CAPM – Capital Asset Pricing Model
CEO – Chief Executive Officer
CFO – Chief financial officer
CSRD – *Corporate Sustainability Reporting Directive*
DFC – Discounted Cash Flow
EBIT – Earnings Before Interest and Taxes
EBITDA – Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization
ESG – Environmental, Social, and Governance
EU-27 – 27 Estados Membros da União Europeia
EUA – Estados Unidos da América
FCFE – Free Cash Flow to Equity
FCFF – Free Cash Flow to Firm
GRI – *framework* da Global Reporting Initiative
IMF – International Monetary Fund
MSCI – Morgan Stanley Capital International
NFM – Necessidades de Fundo de Maneio
PIB – Produto Interno Bruto
 R_d : Custo da Dívida
 R_e : Custo do Capital Próprio
 R_f : Taxa de Juro sem Risco
SWOT – Strengths, Weaknesses, Opportunities e Threats
WACC – Weighted Average Cost of Capital
YTM – Yield to Maturity
 β - Beta

1. Introdução

O presente relatório foi desenvolvido no âmbito do Mestrado em Contabilidade, Fiscalidade e Finanças Empresariais do Instituto Superior de Economia e Gestão (ISEG). O seu principal objetivo é determinar o valor das ações da empresa *Ahold Delhaize*, de forma a permitir uma comparação com o valor de mercado disponibilizado e, assim, proferir uma recomendação de investimento - compra ou venda.

A escolha da *Ahold Delhaize* justifica-se pela sua relevância no setor do retalho alimentar a nível global, pela diversidade geográfica (EUA e Europa) e pelo momento estratégico que atravessa, marcado pela implementação do plano *Growing Together*. Este plano pretende reforçar a eficiência operacional, acelerar a transformação digital e promover a sustentabilidade, com vista a garantir um crescimento sólido e rentável nos próximos anos.

Num contexto marcado por mudanças nos hábitos de consumo, inflação que ainda não alcançou valores anteriores, às mudanças e crescente digitalização do retalho, torna-se essencial compreender a resiliência e o posicionamento estratégico da empresa. Este relatório analisa os fundamentos financeiros da *Ahold Delhaize*, o ambiente macroeconómico e competitivo, assim como, os principais catalisadores de crescimento futuro.

Desta forma, o presente trabalho dividiu-se em 3 seções. A primeira diz respeito à revisão de literatura, onde se apresentaram os métodos de avaliação de empresas relevantes, através da citação dos principais autores. Por sua vez, foi exibida a contextualização do setor do retalho alimentar (fundamentalmente nos segmentos onde a empresa opera) e as principais mudanças e desafios, assim como uma análise à empresa e a exposição do ambiente macroeconómico e competitivo.

Por fim, procede-se à avaliação da empresa, com recurso a dois métodos: Atualização de Fluxo de Caixa (FCFF) e Avaliação Relativa através de Múltiplos.

Este estudo visa determinar um preço-alvo para as ações da empresa a 31 dezembro de 2025, culminando numa recomendação de investimento suportada por análise quantitativa e qualitativa.

Em conclusão, a recomendação final é de compra, com um preço-alvo estimado de 37,62 € a 31 de dezembro de 2025, representando um potencial de valorização de 3,84% face ao preço de mercado registado a 6 de junho de 2025.

2. Revisão da Literatura

2.1 Valor da empresa

Segundo Koller et al. (2005), o valor da empresa é uma referência utilizada numa economia de mercado. Neste sentido, Koller et al. (2015) afirmam que o princípio de orientação fundamental para a criação de valor empresarial consiste no crescimento de forma a obter rentabilidade sobre o capital superior ao seu custo, ou seja, maximizar o valor coletivo de uma empresa para os acionistas atuais e futuros. No entanto, as organizações confundem muitas vezes a criação de valor para os acionistas com a maximização de lucro de curto prazo (Koller et al., 2015).

A avaliação da empresa tornou-se algo cada vez mais importante ao longo dos anos, uma vez que, os mercados estão cada vez mais complexos. Segundo Koller et al. (2015), os investidores têm acesso apenas às informações publicamente divulgadas, não tendo percepção de decisões internas dos gestores da empresa. Segundo Damodaran (2012) e Koller et al. (2015), o valor da empresa é essencial para os investidores para os mesmos capitalizarem oportunidades de negócio. Neste sentido, este valor deve refletir os interesses dos *stakeholders* da empresa a longo prazo, ou seja, uma expectativa de que o valor investido apresente uma valorização futura que compense o risco assumido (Fernández, 2007; Koller et al., 2005).

No entanto, a determinação do valor da empresa enfrenta um carácter subjetivo, havendo percepções diferentes entre as óticas de operações, venda e compra (Fernández, 2019). Neste sentido, conforme sublinha Neves (2018), uma avaliação rigorosa deve basear-se na análise fundamentada dos fluxos de caixa, da estrutura de capital e da estratégia de criação de valor da empresa.

Assim, de acordo com Damodaran (1996), a compreensão do método de avaliação do valor de uma empresa tem-se demonstrado uma competência financeira analítica que os gestores, assim como qualquer pessoa envolvida no meio corporativo, querem dominar, de forma a tomarem melhores decisões a nível da gestão da organização, proporcionando a criação de valor (Fernández, 2007; Luehrman, 1997).

2.2 Métodos de avaliação

Existem inúmeros modelos para avaliação do valor de empresas e, uma das problemáticas persiste na escolha correta do modelo a utilizar. Embora sejam modelos quantitativos e partilhem características em comum, possuem diferenças devido à subjetividade nos seus pressupostos (Damodaran, 2012).

Segundo Damodaran (2002, 2012), existem três métodos de avaliação¹:

¹ O autor Fernández (2007, 2019) assume uma divisão semelhante.

1. Modelo de Atualização de Fluxo de Caixa: Método que relaciona o valor de um ativo com o valor presente dos fluxos de caixa futuros esperados desse ativo.
2. Avaliação Relativa/ Métodos dos múltiplos: Método que calcula o valor de um ativo através da análise de preços de ativos comparáveis em relação a uma variável em comum.
3. Modelo das opções reais: Método utilizado para avaliar o valor de ativo com características semelhantes relativamente às opções².

2.2.1 Modelo de Atualização de Fluxo de Caixa

O modelo de atualização de fluxo de Caixa, segundo Damodaran (2002, 2012) e Fernández (2007), é a base de construção de outras abordagens. Neste sentido, os autores afirmam que, para a realização de uma avaliação correta, é necessário ter na sua gênese o modelo de atualização de fluxo de caixa.

A maioria das avaliações efetuadas são avaliações relativas, no entanto, para fazer uma correta avaliação relativa, é necessário compreender os fundamentos da avaliação dos fluxos de caixa atualizados (Damodaran, 2012). Devido a esta importância, o autor foca o seu estudo maioritariamente neste método.

Este método de avaliação baseia-se na regra do Valor Atual, segundo a qual o valor de qualquer ativo é o valor atual dos fluxos de caixa futuros esperados (Damodaran, 2012; Fernández, 2007).

De acordo com Damodaran (2002, 2012) e Fernández (2007), o modelo de Atualização de Fluxo de Caixa apresenta a seguinte fórmula geral:

$$(1) \text{ Valor da empresa} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t} + \frac{VT}{(1+r)^t}$$

Legenda:

n : Duração dos fluxos de Caixa

CF_t : Fluxo de caixa no período t

VT : Valor Terminal

r : Taxa de atualização que reflete o risco dos fluxos de caixa estimados

O método de Atualização de Fluxos de Caixa, assim como qualquer outra abordagem, começa por avaliar se a avaliação se encaixa numa perspetiva do acionista (*Equity approach*) ou numa perspetiva da entidade como um todo (*Entity approach*) (Guy Parmentier & Bart Cuypers, 2012). Assim, segundo Damodaran (2012) e Fernández (2007, 2013) o método de Atualização de Fluxos de Caixa está dividido em três abordagens: *Free Cash Flow to Equity (FCFE)*, *Free Cash Flow to Firm (FCFF)* e *Adjusted Present Value (APV)*.

² Opções como: valor do ativo depender do valor de um outro ativo subjacente, e os cash flows estarem contingentes segundo a ocorrência de determinado cenário futuro (Damodaran, 2002).

2.2.1.1. Free Cash Flow to Equity (FCFE)

De acordo com Neves (1997), os FCEE, mais conhecidos como fluxos de caixa disponíveis para os acionistas, são calculados através dos fluxos de caixa realizados pela empresa após considerar “todas as obrigações financeiras da empresa, incluindo reembolsos de capital e juros, investimentos e necessidades de fundo de maneo”.

Segundo Fernández (2007), Neves (1997) e Damodaran (2002) o método FCFE pode ser calculado pela seguinte fórmula:

$$(2) FCFE = \text{Resultado líquido} + \text{Depreciações e Amortizações} \\ \pm \Delta \text{Necessidades de Fundo de Maneio} - \text{Investimentos em Ativos Fixos} \\ - \text{Reembolsos de capital de empréstimos obtidos} + \text{Empréstimos obtidos}$$

Para obter o custo do capital próprio é necessário recorrer-se ao método CAPM (Damodaran, 2012; Koller et al., 2020). Este modelo tem por base que a medida de risco é alcançada pela variância de rendibilidades esperadas³.

Assim, segundo Koller et al. (2020), Neves (1997) e Damodaran (2002) o cálculo do custo de capital próprio através do método CAPM assume a seguinte fórmula:

$$(3) Re = Rf + \beta(Rm - Rf)$$

Legenda:

Re – Custo do Capital Próprio

Rf – Taxa de juro sem risco

β – Índice de risco sistemático de mercado

Rm – Rendibilidade esperada do mercado

$(Rm - Rf)$ – Prémio de risco de mercado

Desta forma, calculado o FCFE e do Re , é possível obter o *Equity Value* (Damodaran, 2002):

$$(4) Equity Value = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFE_t}{(1 + Re)^t}$$

Legenda:

n - Duração dos fluxos de Caixa

$FCFE$ - Fluxos de caixa disponíveis para os acionistas no período t

Re – Custo do Capital Próprio

³ O método CAPM é preferível ao APM, uma vez que este é mais plausível e sem fundamento em estimativas, utilizando apenas a taxa de juro sem risco, Beta da empresa e o prémio de risco de mercado. OAPM é menos utilizado na prática devido à sua complexidade (Damodaran, 2002).

2.2.1.1.1. Taxa de juro sem risco

A taxa de juro sem Risco é a base de cálculo do custo do património, através do CAPM, assim como uma componente essencial do WACC. Esta taxa caracteriza-se pela variação nula da rentabilidade esperada, ou seja, mede a rentabilidade mínima esperada para um investimento que não assuma risco de crédito ou de mercado (Damodaran, 2008).

Segundo o mesmo autor, a escolha de um ativo que representa a taxa de juro sem risco, não pode possuir risco de incumprimento nem risco de reinvestimento (Damodaran, 2008). Por norma, esta taxa é sustentada no rendimento de títulos públicos considerados como seguros e de alta liquidez, tais como títulos de governo e títulos de tesouro. Estes títulos apresentam um risco extremamente baixo, uma vez que, se compõem como ativos com baixo risco de crédito, alta liquidez e previsibilidade de garantia de pagamentos⁴ (Damodaran, 2002, 2008).

No entanto, é necessário realizar a escolha de qual taxa se deve aplicar num modelo de avaliação do valor de uma empresa. Damodaran (2012) refere que, a taxa mais adequada para utilizar, será a YTM, uma vez que reflete a rentabilidade total esperada até ao vencimento. Contrariamente, o cupão nominal representa apenas uma taxa fixa do valor nominal de uma obrigação que o emissor se compromete a pagar anualmente, ou seja, não reflete a rentabilidade real do mercado atual. Em conclusão, num modelo de avaliação como Atualização de Fluxo de Caixa, é necessário que reflita a rentabilidade total do ativo e, assim, neste estudo optou-se pela utilização da YTM.

2.2.1.1.2. Beta

O *beta* (β), uma medida de risco sistemático, representa o risco incremental de um investimento à carteira de mercado (Damodaran, 2002; Fernández, 2002a, 2006; Koller et al., 2015). O risco sistemático, ou risco não diversificável, é definido como a variabilidade da rentabilidade de um ativo devido a oscilações no mercado como é o caso da inflação, taxas de juro, crescimento económico e entre outros.

2.2.1.1.3. Prémio de risco de mercado

O prémio de risco de mercado (PRM) representa a rentabilidade adicional que os investidores exigem para assumir riscos superiores em relação a ativos de baixo risco, como títulos do tesouro, ou seja, necessidade de remunerar o investidor pelo risco assumido (Fernández, 2006). Desta forma, é possível calcular através da diferença entre a rentabilidade esperada do mercado e a taxa de juro sem risco (Fernández, 2006).

$$(5) PRM = Rm - Rf$$

⁴ Existe um alerta, uma vez que, nem todos os títulos são livres de risco devido ao risco de cambio, inflação e crises fiscais que afetam a sua rentabilidade. Desta forma, seleciona-se com base na moeda em análise e na solidez do emissor (Damodaran, 2008).

Legenda:

R_m - Rendibilidade esperada do mercado

R_f - Taxa de juro sem risco

2.2.1.2. Free Cash Flow to Firm (FCFF)

O método FCFF, contrariamente ao método de FCFE, permite uma avaliação generalizada ao valor da empresa, uma vez que considera todas as formas de financiamento: *Debt + Equity* (Damodaran, 2012). Neste sentido, segundo Damodaran (2002, 2012), é mais racional utilizar este método em detrimento do método que considera um grau elevado de alavancagem, uma vez que, é a representação dos fluxos de caixa disponíveis tanto para acionistas e obrigacionistas como para credores. Além disso, engloba os fluxos de caixa residuais depois de deduzidas as necessidades de fundo de maneo que asseguram o crescimento futuro (Damodaran, 2002, 2012).

Desta forma, para se chegar ao *Firm Value*, começa-se por calcular os FCFF. Segundo, Damodaran (2002, 2012), é possível calcular através da seguinte fórmula⁵:

$$(6) FCFF = \text{Resultado Operacional} \times (1 - \text{taxa de imposto sobre os lucros}) \\ + \text{Depeciações e Amortizações} \pm \Delta \text{Necessidades de Fundo de Maneio} \\ - \text{Investimento em ativos fixos}$$

Por sua vez, o WACC é calculado através da ponderação do custo da dívida (R_d) e do custo do capital próprio (R_e) em função da estrutura financeira da empresa⁶ (Fernández, 2007):

$$(7) WACC = R_e \frac{CP}{CP + D} + R_d \frac{D}{CP + D} (1 - t)$$

Legenda:

R_e : Custo do Capital Próprio

CP : Capital Próprio

D : Dívida

R_d : Custo da Dívida

t : Taxa de imposto sobre lucros

⁵ Neste modelo, não são incorporados os benefícios fiscais dado a se utilizar o custo de dívida depois de imposto no custo do capital. Por outras palavras, estes benefícios fiscais são incorporados na estrutura geral de financiamento da empresa através do WACC (Damodaran, 2002).

⁶ A utilização desta taxa é adequada, uma vez que, segundo Fernández (2007), “estamos a avaliar a empresa como um todo (dívida mais capital), temos de considerar a rendibilidade exigida para a dívida e a rendibilidade exigida para o capital próprio na proporção em que financiam a empresa”.

Por fim, após o cálculo do FCFF e do WACC é possível determinar o valor da empresa através da atualização dos fluxos de caixa esperados pela empresa ao custo médio ponderado de capital (Damodaran, 2002):

$$(8) \text{ Firm Value} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF}{(1 + WACC)^t} + \frac{VT}{(1 + WACC)^t}$$

A opinião da utilização do WACC no modelo de avaliação do valor de uma organização é consensual entre os vários autores. No entanto, o mesmo possui algumas limitações a ter em consideração. Esta variável está dependente de mercados eficientes, é sensível ao erro de cálculo do beta ou ao prémio de risco e pressupões risco uniforme (Berk & DeMarzo, 2018; Damodaran, 2012; Neves, 2018). Apesar destas limitações, de acordo com os autores, o WACC é uma ferramenta prática que reflete a estrutura de financiamento (custo do capital próprio e dívida), avaliando a viabilidade do projeto, usa dados de mercado e permite a comparação da atratividade relativa de diferentes empresas ou projetos, mesmo com estruturas de capital distintas (Berk & DeMarzo, 2018; Neves, 2018; Damodaran, 2012).

2.2.1.2.1. Custo de dívida

O custo de dívida (R_d), ou custo de capital alheio, corresponde à rentabilidade esperada pelos credores/investidores (bancos e mercados financeiros) do investimento realizado na dívida da empresa, ou seja, custo que a empresa incorre ao recorrer a financiamento externo (Damodaran, 2002; Fernández, 2002a).

Como verificado no cálculo do WACC, o custo de dívida presente é o líquido de impostos. O efeito dos benefícios fiscais ao pagamento de juros é retirado, uma vez que, estes são dedutíveis em termos fiscais (Koller et al., 2020).

Segundo, Damodaran (2002), o custo de dívida é calculado pela adição da taxa de juro sem risco e do *Default spread* (nível de crédito da empresa):

$$(9) R_d = R_f + \text{Default spread}$$

Legenda:

R_d – Custo da dívida

R_f – Taxa de juro sem risco

Default spread – Risco de incumprimento (dos mutuários)

2.2.1.3. Adjusted Present Value (APV)

O método APV, tal como os restantes métodos referidos, pretende calcular o valor atual do ativo e, assemelha-se, principalmente, ao método FCFF, devido a atuar numa ótica de avaliação global da empresa. Além disso, os métodos FCFE e APV, segundo Damodaran (2012), chegarão a estimativas de valores idênticas, embora adotem raciocínios diferentes.

De acordo com Damodaran (2006), a ótica do APV estreou-se primeiramente por Myers em 1994, com o intuito de relacionar decisões de investimento e de financiamento. Neste sentido, o método APV compara o valor atual do fluxo de caixa operacional atualizado a uma taxa de capital próprio não alavancada com o valor de efeitos positivos e negativos de alavancagem (Myers, 1974).

Por outras palavras, segundo o autor Damodaran (2002, 2012), realiza uma primeira análise à componente de capital próprio, considerando que a empresa se compõe totalmente financiada por capitais próprios. Posteriormente, considera a componente de dívida, adicionando os seus benefícios fiscais, uma vez que as despesas de juros são dedutíveis para efeitos fiscais, e subtrai os custos associados à falência (Damodaran, 2006, 2012).

Desta forma, Damodaran (2006, 2012) afirma que o método APV é calculado da seguinte forma:

$$(10) \text{ APV} = \text{Valor da empresa financiada apenas por capitais próprios} \\ + \text{valor presente dos benefícios fiscais} - \text{custos esperados de falência}$$

De modo a escolher o método adequado, é importante perceber as diferenças entre os métodos APV e FCFF. A principal distinção reside na estrutura de capital. O método APV é mais apropriado quando tenham ocorrido grandes mudanças ao longo do tempo, enquanto o FCFF quando não se tenham verificados grandes alterações na estrutura de capital da empresa.

2.2.2 Método dos múltiplos (Avaliação relativa)

Na mesma ótica dos métodos de avaliação já referidos, o método dos múltiplos pretende a avaliação do valor do ativo de uma empresa. Contudo, enquanto o método Atualização de Fluxo de Caixa tem por base encontrar o valor do ativo através dos seus fluxos de caixa, risco e crescimento, a avaliação dos múltiplos alcança este valor através da análise de valores de ativo de empresas comparáveis (Damodaran, 2002, 2012). Esta abordagem tem sido realizada por diversos analistas, uma vez que, não necessita de uma extensa formulação de pressupostos, conferindo mais objetividade e clareza (Damodaran, 2012).

Tal como foi referido anteriormente, o método de atualização de fluxo de caixa é a base para um correto método de avaliação do valor de uma empresa. O método dos múltiplos não é exceção e, segundo Damodaran (2012), para fazer uma correta avaliação relativa é necessário ter em conta o método de Atualização de Fluxo de Caixa. Além disso, segundo Damodaran (2002), também existem muitos analistas que ao recorrer ao método dos múltiplos, primeiramente recorrem ao DFC para extrair os múltiplos, ou seja, o método dos múltiplos é um ótimo complemento a esta análise (Koller et al., 2020).

Neste sentido, sendo uma avaliação relativa que espelha as expectativas para o mercado onde a empresa a ser avaliada está inserida, existe uma maior probabilidade de refletir o valor atual do mercado (Damodaran, 2012). Segundo, Damodaran (2006), o método dos múltiplos começa por encontrar ativos, avaliados pelo mercado, que sejam comparáveis (normalmente são empresas comparáveis) e,

posteriormente utilizar uma variável em comum entre os ativos, de forma a padronizar os preços. As variáveis mais utilizadas são os lucros obtidos, o valor contabilístico, as receitas obtidas e os rácios específicos de um setor em particular (Damodaran, 2012). Por último, o método ajusta as diferenças no preço dos ativos padronizados, como por exemplo o tamanho da empresa (Damodaran, 2006).

Desta forma, segundo Fernández (2002b), o método dos múltiplos tem 3 opções de avaliação: Múltiplos com base na capitalização da empresa; Múltiplos com base no valor da empresa; Múltiplos baseado no crescimento da empresa (Anexo A).

Em conclusão, o método dos fluxos de caixa assume um papel fulcral na avaliação do valor de uma organização, devido à sua robustez e detalhe. Assim, segundo vários autores, para uma análise completa, pode-se optar pela mensuração através da combinação de dois métodos, método de fluxo de caixa e avaliação dos múltiplos. O primeiro usado para avaliações mais detalhadas e o outro para análises objetivas e de comparação setorial. Desta forma, as falhas apresentadas por ambas, complementam-se.

No que respeita ao método de fluxos de caixa, foram apresentados três métodos. Para a escolha correta é necessário perceber se a organização apresenta estruturas de capital constantes ao longo do horizonte temporal (FCFF), altamente variáveis (APV) ou estruturas predominantes de capital (FCFE) (Damodaran, 2012).

3. O setor do retalho alimentar

O setor do retalho alimentar, um dos pilares da economia global, desempenha um papel essencial para todas as populações, sendo um dos mais antigos do mundo. Segundo McKinsey & Company and EuroCommerce (2024), este segmento alcança um dos maiores números de venda no setor retalhista a nível mundial.

Este mercado, composto por supermercados, hipermercados, plataformas de comércio online e entre outros, apresenta uma vasta gama de empresas, desde grandes cadeias a pequenos comerciantes. Neste sentido, a elevada concorrência desencadeia uma inovação constante, eficiência operacional e uma rápida adaptação às preferências dos consumidores fatores externos.

Segundo Grand View Research (2023), o mercado global de retalho alimentar e mercearias, em 2023, foi mensurado em 11.932,5 bilhões dólares, tendo uma perspetiva de taxa de crescimento anual de 3,2%, de 2024 a 2030. Estes dados reforçam a relevância e o crescimento contínuo do setor no retalho global.

O tópico seguinte analisa com mais detalhe, as transformações que o setor em questão tem passado a nível do comércio eletrónico, a nível de sustentabilidade e entre outros. Além desses fatores, o setor enfrentou também desafios significativos devido à pandemia mundial e à guerra na Ucrânia.

3.1 Análise de mercado

3.1.1 Análise macroeconómica

O mercado do retalho alimentar é impactado por fatores macroeconómicos como crescimento económico, inflação, flutuações cambiais e mudanças no comportamento do consumidor.

Crescimento económico, Rendimento disponível das famílias, Inflação, Taxas de juro

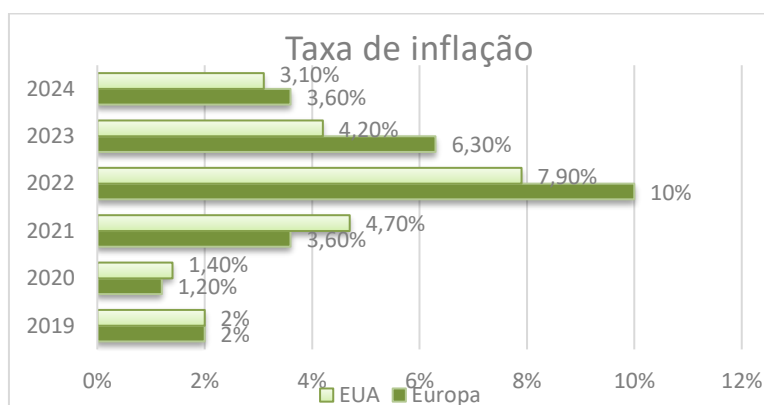
O setor do retalho alimentar tem enfrentado um período de grande turbulência desde 2020. A economia para a indústria do retalho alimentar, nos anos após a ocorrência da pandemia foi refletida por elevadas inflações nos produtos alimentares. Assim, durante a pandemia da COVID-19, houve um aumento no consumo doméstico, beneficiando grandes redes de supermercados e impulsionando as vendas online (McKinsey & Company, 2023).

Como foi afirmado, os preços dos produtos alimentares atingiram níveis históricos a nível global, e, para agravar ainda mais a situação, surgiu o conflito armado entre a Rússia e a Ucrânia. Estes países tiveram um grande impacto na economia, uma vez que causaram uma enorme disrupção nas cadeias de fornecimento de trigo, milho, óleo de girassol e cevada, no caso da Ucrânia e, petróleo, gás natural, níquel, alumínio e fertilizantes, no caso da Rússia EuroNews (2022). Assim, verificou-se um crescimento nos preços dos de 24% comparativamente ao período homólogo (EuroNews, 2022).

De acordo com os modelos estatísticos realizados no estudo *Heliyon* (2024), comprovou-se que a guerra na Ucrânia e a pandemia, devido à subida dos preços do petróleo, ocasionaram o aumento custo dos transportes para indústrias como o retalho alimentar e, levaram assim ao aumento de preços aos consumidores.

Segundo os dados apresentados pela *IMF* na Europa e na América do Norte, a taxa de inflação atingiu um pico, no ano de 2022, de 10% na Europa e de 7,9% na América no Norte. Embora a taxa de inflação tenha apresentado uma tendência negativa significativa a partir do pico verificado, ainda não foi possível alcançar os valores que se apresentavam antes da pandemia mundial (Trading Economics, 2025).

Figura 1 – Taxa de inflação Europa e EUA



Fonte: *International Monetary Fund, 2025*⁷

Desta forma, com vista a manusear a instabilidade proporcionada pela pandemia, de acordo com McKinsey & Company and EuroCommerce (2023), as organizações deste setor aumentaram as suas despesas de capital no período de 2020 a 2022, a uma taxa de crescimento anual de 7,5%. Esta estratégia adotou-se com intuito de diversificar a rede de fornecedores, aumentar a gestão de inventário e capacidades de previsão.

Por sua vez, este aumento em despesas de capital resultou numa maior pressão na margem das empresas do mercado do retalho alimentar, tendo se verificado um aumento superior ao verificado na receita. Assim, as margens de EBITDA diminuiram 0,4 e 1,5 pontos percentuais, de 2018 a 2022 (McKinsey & Company and EuroCommerce, 2023).

Embora se tenha presenciado melhorias aos longos dos anos, a inflação, a agitação social e uma força de trabalho em mudança continuam a pressionar o sector retalhista alimentar e os e os consumidores, contribuindo para o aumento dos custos (McKinsey & Company and EuroCommerce, 2024).

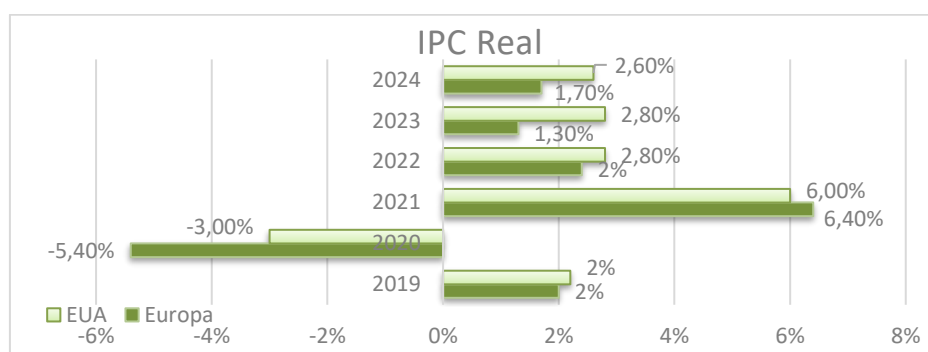
Por sua vez, o sucesso do setor do retalho alimentar está correlacionado com o crescimento da economia e rendimento disponível das famílias. Em períodos de expansão económica, os consumidores tendem a aumentar o seu consumo em produtos de qualidade superior e marcas diferenciadas. Por sua vez, numa recessão económica há aumento por produtos essenciais, marcas próprias e preço mais barato. Este crescimento, normalmente é mensurado pelo PIB (Kotler & Keller, 2006; Lamey et al., 2007; McKinsey & Company and EuroCommerce, 2024).

Em 2024, o crescimento do PIB apresentou uma redução nos EUA e um aumento na Europa. Segundo McKinsey & Company and EuroCommerce (2024), o crescimento da indústria do retalho alimentar apresentou uma variação positiva de 8,6% em 2023 levando a uma redução da compra de produtos de mercearias (4,5% abaixo dos níveis de 2019). De facto, foi uma variação positiva, uma vez que, em

⁷ Disponível em: <https://www.imf.org/external/datamapper/PCPIPCH@WEO/NMQ>

2022 tinha-se deparado com aumento de compra de produtos de mercearia de 2021 para 2022 de 2,9% (McKinsey & Company, 2023).

Figura 2 – IPC Real Europa e América do Norte



Fonte: *International Monetary Fund, 2025*⁸

Como demonstrado pelos gráficos, a inflação tem vindo a diminuir e, consequentemente tem aliviado a pressão no setor do retalho alimentar. As margens bruta, de *EBITDA* e *EBIT* diminuíram de 2019 a 2022, no entanto, embora se tenha sentido uma melhoria, o setor do retalho alimentar irá continuar a sentir pressão sobre as mesmas, devido ao aumento dos custos de mão de obra. Desta forma, segundo o autor, as organizações presentes neste mercado, para fazer face a esta pressão, terão de intensificar as negociações com fornecedores e a atividade de alianças de compras (McKinsey & Company and EuroCommerce, 2024).

As taxas de juro representam outro fator macroeconómico relevante, uma vez, caso as mesmas apresentem valores elevados podem encarecer os investimentos em expansão e inovação das organizações. As taxas de juro na Europa e nos EUA entre 2019 e 2023 têm flutuado, sendo que em períodos de aumentos significativos levaram à redução de investimentos em novas lojas, tendo por optar numa aposta mais digital e de otimização de custos. Em 2022, observou-se um aumento de taxas de juro, devido à elevada inflação, pressionando o custo de dívida (Euribor Rates, 2024). No entanto, o BCE está a impulsionar a redução das taxas de juro, de forma ajuda na retoma de contração de empréstimos, ao consumo interno e às exportações. (EuroNews, 2024a).

No entanto, segundo os analistas, o BCE terá de continuar a realizar esforços na flexibilização das taxas e de outros indicadores em 2025, uma vez que, embora a inflação continue a diminuir, o crescimento económico não apresenta valores significativos. (EuroNews, 2024b).

⁸ Disponível em: https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/NMQ/EUQ

Embora a inflação pareça ter atingido seu pico em 2022, os preços continuam acima dos níveis pré-pandemia, especialmente nos produtos básicos. Um mercado de trabalho aquecido e o aumento dos salários nos EUA e na Europa continuam a pressionar a subida dos preços dos alimentos (Ahold Delhaize, 2023). No entanto, espera-se que os salários reais, apresentem uma tendência cada vez mais positiva. Em 2023, na EU-27 os países começaram a apresentar aumentos salariais, no entanto, países como França, Alemanha, Itália e Holanda, ainda não recuperaram os níveis salariais reais de 2019. Neste sentido, em 2023, e segundo o mesmo estudo, os salários na EU-27 estavam 1,2% comparativamente a 2019 (McKinsey & Company and EuroCommerce, 2023).

Em suma, comprovaram-se desafios significativos ao longo do tempo, no entanto, de acordo com a pesquisa realizada por McKinsey & Company and EuroCommerce (2024), perspectiva-se uma maior flexibilidade por parte dos consumidores na compra de produtos do segmento alimentar.

Desenvolvimento tecnológico, sustentabilidade e personalização

Como referido no tópico anterior, devido ao COVID-19 e à guerra na Ucrânia, verificou-se um aumento dos preços das matérias-primas, como trigo, arroz e carne. Este aumento origina um aumento dos preços dos produtos finais, impulsionando os consumidores a procurar alternativas mais baratas (McKinsey & Company and EuroCommerce, 2024).

Desta forma, as empresas do setor ajustam estratégias, investindo em marcas próprias, promoções e eficiência logística para mitigar o impacto da inflação. Assim, alcançou-se um crescimento da Europa de 1,8 e 2,9% em marcas próprias (McKinsey & Company and EuroCommerce, 2023, 2024). Além disso, o desafio invocado pela pandemia, impulsionou a migração rápida dos consumidores para o comércio eletrónico.

De acordo com o estudo realizado por Andrés González-Moralejo (2024), a guerra na Ucrânia e a pandemia aceleraram a transformação tecnológica no setor do retalho alimentar, ou seja, a um investimento na digitalização, fornecedores locais e novas estratégias.

Embora a inflação tenha vindo a diminuir, esta ainda assume um papel preponderante no mercado do retalho alimentar (McKinsey & Company and EuroCommerce, 2024). Assim, continua a observar-se transformações digitais, que promovem uma maior eficiência e personalização da compra de produtos de alimentos. Segundo o estudo realizado pela Forrester o crescimento no comércio eletrónico europeu assumirá uma tendência positiva significativa, alcançando até 2029 um incremento de 45%, ou seja, um incremento anual de 7,8%⁹ (Kodali & Compton, 2022). O mesmo se verifica no mercado americano, que apresentou crescimento 11% superior ao representado em 2019, tenho como expectativa o alcança de 52% até 2030 (Bill Aull, 2022).

⁹ A análise foi realizada nas economias da Europa Ocidental: França, Alemanha, Itália, Espanha e Reino Unido.

Apesar de a escolha dos consumidores inicialmente ter sido realizada para alcançar produtos mais baratos, ou seja, presumindo-se uma qualidade inferior, comprovou-se que esta mentalidade se alterou. Através do estudo realizado por McKinsey & Company and EuroCommerce (2023), 83% dos consumidores afirmam que os produtos de marca própria representam uma qualidade igual ao superior à de fabricantes, esperando-se assim, que não ocorram grande variações quando o mercado volte a melhorar. Segundo o relatório Ahold Delhaize (2023), este segmento aumentou a sua quota de mercado nos últimos dois anos.

Em seguimento com as novas exigências do mercado, atualmente, para além de escolhas mais saudáveis, também se comprova uma preocupação sustentável acrescida. Desta forma, e com apoio do governo, existe cada vez mais a implementação de programas que impulsionem e diversifiquem esta estratégia. Exemplos dos mesmos passam, na Europa, pelo Pacto Ecológico Europeu que visa a neutralidade climática até 2050 (Ahold Delhaize, 2023).

3.1.2 Análise da Concorrência

Atualmente, o mercado do retalho alimentar apresenta uma elevada complexidade e, um dos principais fatores que contribuiu para a mesma, diz respeito à presença de fortes cadeias. A *Ahold Delhaize*, assume-se um dos maiores retalhistas alimentares do mundo, apresentando-se, maioritariamente, em mercados europeus e americanos (Ahold Delhaize, 2024).

Neste sentido, a *Ahold Delhaize* encontra-se inserida num mercado com uma elevada concorrência. De acordo com os relatórios publicados pela *Reuters*, as empresas *Target Corporation* e *Walmart Inc* possuem uma forte presença neste mercado, exercendo forças para se manterem os preços baixos nos produtos básicos (Grand View Research, 2023; Reuters, 2023). Além disso, a *Walmart Inc* assume-se como um dos principais rivais, uma vez que possui um dos sistemas mais avançados de distribuição do mundo. Ambas as organizações referidas que encontram presentes em quase todas as regiões onde a *Ahold Delhaize* opera.

No mercado europeu, a organização tem como principais concorrentes os retalhistas *Rewe Group* e *Tesco* (Craft, 2025). Além disso, ainda se destacam empresas como *Kroger Co.*, *Costco Wholesale Corporation*, *Albertsons Companies, Inc*, *Auchan Holding* e *North East Convenience Stores* (Grand View Research, 2023; S&P Global, 2024)¹⁰. Das empresas referidas, salienta-se Carrefour pela sua diversidade de oferta através de hipermercados, supermercados, lojas de proximidade e e-commerce, *Tesco* pela liderança em vendas online no setor dos supermercados e *Auchan* pelo seu modelo híbrido de lojas (*drive-thru* de compras online).

¹⁰ No que respeita à presença geográfica comum dos concorrentes relativamente à organização: *Rewe Group* presente na Bélgica, *Tesco* presente na República checa, *Auchan Holding* presente na Roménia, *Costco Wholesale Corporation*, *Albertsons Companies, Inc* e *North East Convenience Stores* presentes no Nordeste da América.

4. Apresentação da empresa

A *Ahold Delhaize* é fruto da abertura de dois negócios familiares. Primeiramente, em 1867, os irmãos *Delhaize* inauguraram um negócio grossista de mercearias em Charleroi, Bélgica. Por sua vez, vinte anos depois, *Albert Heijn* e a sua esposa abriram uma pequena mercearia e *Oostzaan*, que posteriormente veio a ser alargada para Ahold. Em 2016, estas famílias decidiram juntar as suas forças e realizaram a fusão da *Ahold* e do grupo *Delhaize*¹¹ (Ahold Delhaize, 2023). Atualmente, encontra-se sediada nos Países Baixos.

Com mais de 150 anos de presença no mercado, e assumindo como objetivo a satisfação e a criação de experiências de compras de produtos alimentares locais, atualmente, a organização conta com mais de 7000 mercearias locais e lojas especializadas. Estas encontram-se em 9 países distribuídos pelo Estados Unidos da América, Europa e Indonésia, sendo que nos últimos dois referidos conta com *join adventures* (Ahold Delhaize, 2023).

Desde o início, esta organização teve como principal objetivo a constante inovação¹² apostando na criação de marcas próprias (Ahold Delhaize, 2024). Segundo a informação no relatório da (Ahold Delhaize, 2024), a organização preza aos seus consumidores a ajuda em comer bem, poupar tempo e viver melhor. Desta forma, a sua proposta de valores incluiu a coragem para inovar, a integridade de forma a obter a confiança dos seus consumidores, o trabalho de equipa que propicia um crescimento mais eficaz, o cuidado com consumidores e comunidades e o humor para simbolizar a leveza da marca. Assim, a organização realça a oferta aos seus consumidores de produtos frescos, a acessibilidade local e de confiança e a presença de experiências personalizáveis (Ahold Delhaize, 2023, 2024).

A *Ahold Delhaize* destaca-se como um dos maiores grupos retalhistas alimentares e de comércio eletrónico do mundo, assumindo liderança em supermercados e comércio eletrónico, aproveitando as economias de escala e eficiências do mercado global. Esta organização, de acordo com o relatório anual, apresenta os dois segmentos reportáveis: EUA e Europa (Ahold Delhaize, 2024).

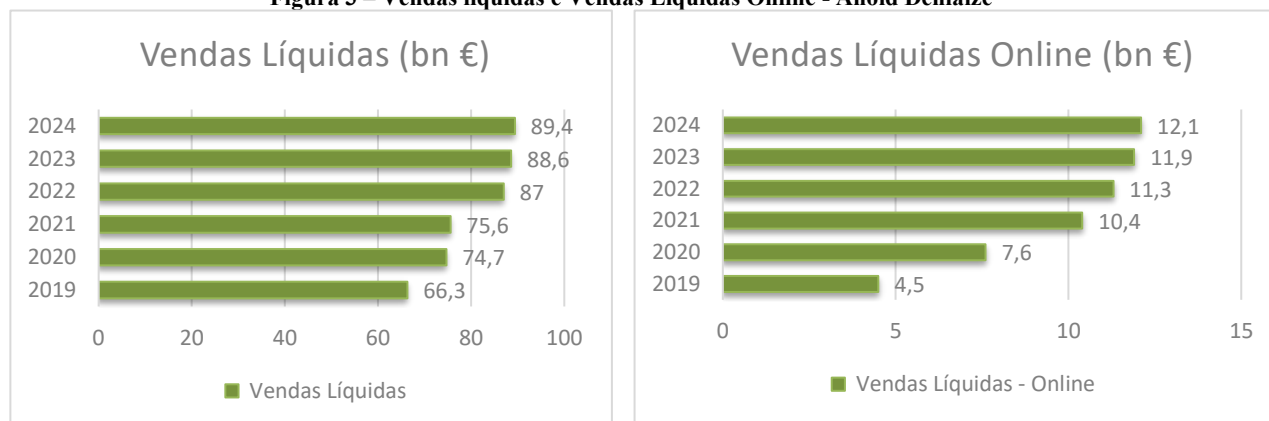
De acordo com os relatórios da organização, podemos observar os desempenhos económicos ao longo dos anos. A nível global, relativamente às suas vendas líquidas verificou-se um aumento significativo em 2024, comparativamente a 2019 (66,3 bn€ para 89,4 bn €), assim como, para as suas vendas online (Ahold Delhaize, 2024).

¹¹ A empresa primeiramente era conhecida como *Koninklijke Ahold N.V.* e mudou seu nome para *Koninklijke Ahold Delhaize N.V.* em julho de 2016.

¹² Os irmãos *Delhaize* foram os pioneiros na utilização dos seus próprios produto de marca, do conceito “self-service” e de compras de margens mais reduzidas a um público mais vasto (Ahold Delhaize, 2023).

No entanto, de 2023 para 2024, este crescimento resultou do segmento no mercado europeu, uma vez que, no mercado dos EUA, de acordo com o relatório (Ahold Delhaize, 2024), as vendas líquidas diminuíram devido ao fecho de lojas *Shop&Shop*. No que respeita às vendas online, ambos os segmentos apresentaram tendências positivas.

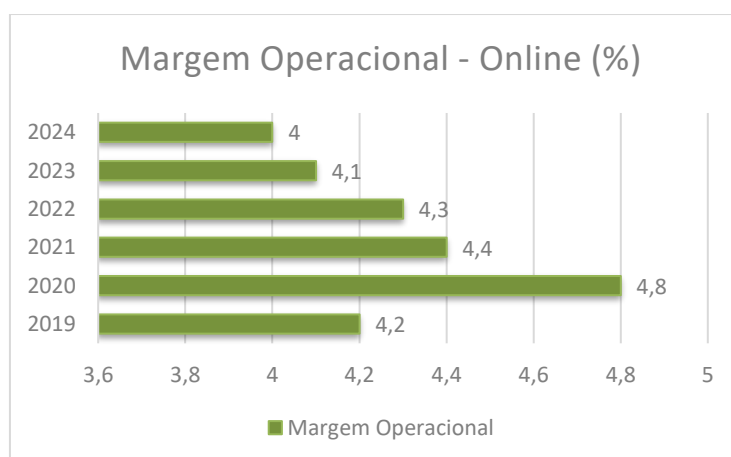
Figura 3 – Vendas líquidas e Vendas Líquidas Online - Ahold Delhaize



Fonte: Relatório anual – Ahold Delhaize 2024, 2023, 2022, 2021, 2020, 2019

Embora as vendas da organização tenham aumentado significativamente ao longo dos anos, ainda se verifica uma forte pressão sobre a margem operacional. Esta pressão resulta da elevada inflação nos produtos alimentares. No entanto, a empresa conseguiu combater parcialmente através da compensação de esforços contínuos de marcas próprias e programa de poupança para os clientes (Ahold Delhaize, 2024).

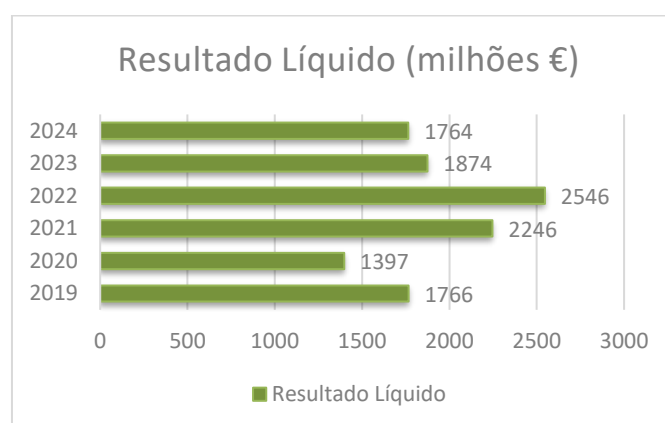
Figura 4 – Margem Operacional Ahold Delhaize



Fonte: Relatório anual – Relatório anual – Ahold Delhaize 2024, 2023, 2022, 2021, 2020, 2019

Desta forma, em 2023 e 2024 apresentou-se uma quebra no resultado líquido que foi impulsionada pela pressão na margem operacional e quebra nas vendas líquidas no mercado americano.

Figura 5 – Resultado Líquido Ahold Delhaize



Fonte: Relatório anual – Relatório anual – Ahold Delhaize 2024, 2023, 2022, 2021, 2020, 2019

4.1 Análise ESG

O reporte não financeiro, ou seja, das suas métricas ambientais, sociais e de governo societário (ESG), realizado pela Ahold Delhaize tem por base o *framework* da Global Reporting Initiative (GRI). Esta abordagem está alinhada com as exigências da *Corporate Sustainability Reporting Directive* (CSRD) da União Europeia, que entrou em vigor em 2024 (Ahold Delhaize, 2024).

Além da GRI, a empresa integra outros *frameworks* e padrões para garantir a transparência e a comparabilidade dos seus relatórios ESG, tais como (Ahold Delhaize, 2024):

- SASB (Sustainability Accounting Standards Board): Focado em indicadores financeiros relacionados à sustentabilidade, com ênfase em temas materiais para investidores.
- TCFD (Task Force on Climate-related Financial Disclosures): Direcionado à divulgação de informações financeiras relacionadas ao clima.
- EU Taxonomy: Sistema de classificação da União Europeia para atividades económicas sustentáveis.

Ao longo dos anos, assistiu-se à mudança de padrões de responsabilidade com o meio ambiente, tendo impactado o mundo empresarial. Desta forma, devido à exigência do mercado atual, existe uma maior sensibilização para incorporação de práticas sustentáveis no universo corporativo.

Neste sentido, surgiu a necessidade de avaliação fidedigna da implementação das práticas sustentáveis no mundo empresarial. A MSCI, empresa global de serviços financeiros, especializou-se na análise de sustentabilidade, incluindo critérios ESG (ambiental, social e de governança). Para uma maior perceptibilidade, criou uma escala ESG que análise de sustentabilidade, incluindo critérios ESG

(ambiental, social e de governança), levando em consideração o risco e a exposição da empresa aos diferentes aspetos dessas questões ¹³.

A *Ahold Delhaize*, ao longo dos anos, tem apreendido a implementação e desenvolvimentos de estratégias sustentáveis. Este esforço foi reconhecido através da classificação máxima “AAA” na escala utilizada pela MSCI ESG para medição de resiliência das empresas a riscos ambientais, sociais e governamentais de longo prazo. De tal forma, a organização alcança a reputação de líder na gestão dos principais desafios e oportunidades relacionados às práticas ESG (Ahold Delhaize, 2024).

Segundo *Frans Muller*, CEO da *Ahold Delhaize*, esta classificação torna-se uma ajuda primordial ajudará os investidores a entender a importância que damos à transformação para um sistema alimentar saudável e sustentável e a ser um negócio adequado para o futuro.”. De igual como, a classificação ESG da MSCI tem representado a ferramenta de consulta por partes das partes interessadas, ou seja, as empresas com uma classificação distinguível potenciam a atração de potenciais investidores Ahold Delhaize (2023).

Através dos relatórios anuais, é possível o destaque dado ao tema das práticas ESG. De facto, a organização, fornece não só informações detalhada quanto ao tema em questão, como também, dá conhecimento do desempenho alcançado nestas áreas. Desta forma, pode concluir-se que a *Ahold Delhaize* demonstra um comprometimento em integrar a sustentabilidade, assim como, ser clara na comunicação das práticas que realiza (Ahold Delhaize, 2024).

4.2 Corporate Governance

A estrutura de governação da *Ahold Delhaize*, segue a teoria da agência, caracterizando-se por dois níveis, o Conselho de Administração e o Conselho de Supervisão, que são responsáveis perante os acionistas. (Ahold Delhaize, 2024).

Por sua vez, a empresa rege-se por práticas de sistemas anglo-saxónicos, tais como a transparência nas informações financeiras e operacionais e a existência de comités independentes ênfase na responsabilidade fiduciária dos gestores (Ahold Delhaize, 2024).

De salientar que, a organização tem vindo a reforçar e atualizar a sua estrutura de governação. Em 2024, foram incluídos novos membros para o Conselho de Supervisão, reeleições para o conselho e a saída do presidente do Comitê de Auditoria, Finanças e Riscos. No entanto, foi designado um novo presidente que possui uma vasta experiência para o cargo. Robert Jan encontrou-se em cargos de cargos de CFO e membro do conselho executivo de várias empresas internacionais (cotadas e privadas do setor de retalhe, telecomunicações, serviços financeiros e entre outras), desde 2004 (Ahold Delhaize, 2024).

¹³ A MSCI utiliza um mapa de materialidade de indústria com uma vasta rede de questões ESG. A escala inicia-se em CCC (retardatária) e estende-se até AAA (líder). Disponível em: <https://www.msci.com/sustainable-investing/esg-ratings>

Quanto ao compromisso com os seus *stakeholders*, a organização realizou inúmeras iniciativas em prol de sustentabilidade, saúde e bem-estar, e responsabilidade social.

Além disso, a *Ahold Delhaize* pretende alcançar o equilíbrio de diversidade de género, assim como, ser 100% reflexiva das comunidades servidas¹⁴ e 100% inclusiva. No entanto, no relatório de 2024 reconhece-se que ainda existe progresso a alcançar (Ahold Delhaize, 2023b).

Atualmente, o Conselho de Administração e a Comissão Executiva são apenas constituídos por 25% e 29% de pessoas do sexo feminino, respetivamente. Como se pode comprovar ainda existe uma baixa dimensão de mulheres em cargos superiores, no entanto, testemunha-se que tem existido um crescimento ao longo dos anos. Embora exista uma pequena representação, comprova-se a presença do sexo feminino em cargos com como (ex. *Chief Financial Officer*, entre outros) (Ahold Delhaize, 2024).

De forma a dar resposta à legislação holandesa, assim como, alcançar o objetivo de refletir o acesso equitativo a oportunidades, foi estabelecida uma meta até final de 2025, de alcançar um terço de representação feminina ao nível de vice-presidente sénior e superior (Ahold Delhaize, 2023b).

Por sua vez, a nível da diversidade cultural, verifica-se uma composição com participação de membros de cinco países diferentes, o que vai de encontro ao objetivo de alcançar uma maior inclusão.

Por último, está presente uma estrutura de governação responsável através do canal implementado *Speak-Up* que permite o anonimato no reporte de irregularidades e preocupações a colaboradores e terceiros.

Desta forma, pode concluir-se que a organização tem posto em prática uma estrutura de governação mais sólida e, principalmente de acordo com os padrões internacionais. Isto traduz-se numa maior confiança dos investidores e sustentabilidade do negócio.

4.3 Estrutura Acionista

Esta organização representa uma sociedade anónima de responsabilidade limitada registada nos Países Baixos com ações cotadas na Bolsa de Valores e Amesterdão (AEX) e na *Euronext de Amesterdão* (AEX) e na *Euronext Brussels* (Ahold Delhaize, 2023).

De acordo com a Euronext (2025), o preço de fecho de uma ação ordinária da Ahold Delhaize na Euronext Amesterdão, no final de 2024, situava-se nos 31,49 €. Comparativamente a 2023, verificou-se um aumento de 21% (26,015€). Em 2025, o preço de fecho da ação atingiu um pico de 37,92€.

¹⁴ A *Ahold Delhaize* pretende refletir a diversidade das comunidades onde atua. Uma das medidas implementadas que vai de encontro a esta visão foi a construção de um comité consultivo ao Comité Executivo “NextCo” que engloba colaboradores de diferentes regiões e de diferentes funções (desde o marketing à operação das lojas) (Ahold Delhaize, 2024).

No relatório disponibilizado pela organização, é possível observar o desempenho do preço das ações ao longo do ano, assim como, uma previsão de desempenho futuro (Euronext, 2025).

No que diz respeito aos seus acionistas, segundo o registo da AFM¹⁵, tendo em consideração interesses de capital diretos e indiretos, direitos de voto diretos e indiretos e participações reais e potenciais e direitos de voto, destacaram-se os seguintes acionistas com participação de 3% ou mais no capital social da companhia¹⁶:

Tabela 1 – Principais Acionistas da Ahold Delhaize, com participação igual ou superior a 3%

BlackRock Inc	5,63% de participação acionária (6,91% de direitos de voto), divulgado em 11 de agosto de 2023
Goldman Sachs Group	3,00% de participação acionária (3,00% de direitos de voto), divulgado em 14 de fevereiro de 2025
Amundi Asset Management	3,04% de participação acionária (3,04% de direitos de voto), divulgado em 25 de agosto de 2023
State Street Corporation	3,01% de participação acionária (2,17% de direitos de voto), divulgado em 23 de dezembro de 2024

Fonte: Relatório e Contas 2024 – Ahold Delhaize

Através da *Tabela 1* é possível perceber a maior participação por parte da *BlackRock Inc*. Esta organização é uma das principais fornecedoras mundiais de soluções de investimento, consultoria e gestão de risco (BlackRock, 2025). Desta forma, representa uma vantagem para a *Ahold Delhaize*, uma vez que, reforça a sua credibilidade no mercado e assegura uma maior estabilidade.

Por sua vez, de forma a ter uma melhor percepção de mercado, a organização mostra como estão distribuídas as ações por acionista por região (Anexo B). Neste gráfico, é possível comprovar um maior domínio no norte da América, seguido do Reino Unido e Irlanda e o resto da Europa.

5. Análise estratégica

5.1 Modelo das cinco Forças competitivas de Porter

O modelo de forças de *Porter* permite entender o grau de atratividade de um setor numa economia (Porter, 2008).

¹⁵ Disponível em: www.afm.nl

¹⁶ Para um maior detalhe, é possível observar pela uma distribuição de ações com mais detalhe, por região em: <https://www.marketscreener.com/quote/stock/AHOLD-DELHAIZE-N-V-33339240/company-shareholders/>

Rivalidade entre os Concorrentes

A força de rivalidade entre concorrentes no setor do retalho alimentar é elevada. Este setor é caracterizado pela venda de produtos sem grande diferenciação, aumentando a rivalidade de preços. Além disso, o comércio retalhista alimentar, atualmente, é marcado por estratégias de promoções, de campanhas publicitárias, de fidelização de clientes o que reforça a competitividade entre os retalhistas. Sendo que o setor em causa depende muito das preferências dos consumidores, os retalhistas tendo conhecimento da procura dos consumidores pelos produtos com mais qualidade ou preço, têm de adaptar as suas estratégias de preço conforme as ameaças demonstradas pelos concorrentes.

A *Ahold Delhaize* tem se diversificado e apostado na criação de produtos de marca própria de forma a se distinguir da concorrência.

Poder de Negociação dos Clientes

O poder negocial dos clientes no setor do retalho alimentar é moderado/alto. Os consumidores, atualmente, possuem uma diversificada escolha de retalhistas sem grande diferenciação de produtos. Desta forma, os consumidores, e tendo conhecimento que os clientes estão cada vez mais sensíveis aos preços, ao terem acesso a uma fácil comparação de produtos e de descontos, escolhem consoante a qualidade/preço. Além disso, a preferência dos consumidores tem um peso elevado na escolha dos produtos a serem disponibilizados neste setor, tendo-se intensificado o seu poder negocial, com as compras, uma vez que permitem uma maior comparação de preço/qualidade.

A *Ahold Delhaize*, de forma a anular um pouco esta força, especializa-se na fidelização de cliente, através da oferta de produtos locais focados, com parcerias estratégicas (marcas de produtos locais).

Poder de Negociação dos Fornecedores

O poder negocial dos fornecedores é baixo/moderado devido ao setor do retalho alimentar apresentar um vasto número de fornecedores. No entanto, os grandes retalhistas optam pela diversificação dos seus fornecedores, reduzindo a dependência dos mesmos. Contrariamente, um fornecedor ao vender uma quantia significativa, por exemplo, a uma grande retalhista, as suas receitas ficam dependentes daquele contrato comercial. Na mesma perspetiva, os retalhistas ao recorrerem a encomendas de grande volume, alcançam a negociação de preços mais baixos.

Por sua vez, existem fornecedores que adotam por comercializar produtos diferenciados ou a vender produtos da própria marca, o que se reflete no aumento do seu poder de negociação.

A *Ahold Delhaize* apresenta inúmeros fornecedores por todo o mundo que lhe conferem a oferta da sua principal aposta, produtos locais. Neste sentido, embora a organização detenha um poder negocial sobre os seus fornecedores devido ao elevado volume de compras, esta está dependente dos mesmos para conferir a qualidade (produtos frescos) e diversidade de produtos prometida aos seus consumidores.

Ameaça de Entrada de Novos Concorrentes

A força da ameaça de entrada de novos concorrentes é considerada como moderada, uma vez que, o setor do retalho alimentar é um setor de capital intenso, ou seja, exige um elevado esforço de investimento (marketing, ativos físicos e entre outros). Além disso, ao existirem vários líderes de mercado que utilizam estratégias como as economias de escala e preços agressivos, desencoraja a entrada de novos concorrentes. Por outro lado, a fidelização de consumidores no setor do retalho alimentar, ao longo dos anos, tem se tornado cada vez mais difícil. Os consumidores atualmente encontram-se mais sensíveis aos preços e, desta forma, podem procurar novos concorrentes com melhores preços.

Outro aspeto presente na atualidade é a digitalização que permite uma entrada mais fácil neste setor, ou seja, aumenta a ameaça de novos concorrentes.

Ameaça de Produtos Substitutos

No setor do retalho alimentar pode comprovar-se uma força de ameaças de produtos substitutos baixa. Este setor caracteriza-se por vender produtos básicos necessários para o dia a dia e, desta forma, torna-se indispensável a sua substituição. No entanto, algumas alternativas, como produtos biológicos disponibilizados por pequenos retalhistas, podem representar uma concorrência indireta, especialmente entre consumidores que valorizam sustentabilidade e produção local.

5.2 Análise SWOT

A Análise SWOT tem por base a identificação dos pontos fortes e dos pontos fracos de uma empresa face aos seus concorrentes, assim como as suas oportunidades e ameaças.

Ambiente	Pontos Fortes	Pontos Fracos ¹⁷
Interno	• <i>Join Adventures</i> – aumento da sua presença a nível mundial • Diversificação geográfica –expansão de lojas • Portfólio de marcas fortes e de marcas Próprias¹⁸ • Rede de distribuição bem definida • Centralização nas preferências dos consumidores • Preços atrativos para clientes • Variedade de produtos • Inovação em e-commerce, automação e experiência <i>omnicanal</i> • Foco na sustentabilidade – líderes neste tema • Reconhecimento da marca • Relações estratégicas com fornecedores de marcas própria	• Margens reduzidas (custo de vendas neste setor é elevado) • Complexidade operacional – elevado número de marcas e mercados • Dependência de fornecedores

¹⁷ No que respeita aos pontos fracos, as margens reduzidas, complexidade operacional e dependência de fornecedores são transversais para as empresas deste setor. Segundo o estudo de Bijmolt et al. (2021) o retalho alimentar apresenta desafios operacionais devido à gestão múltiplos formatos. Além disso, a dependência de fornecedores, de acordo com Gorton et al. (2023), este setor é composto por redes complexas de fornecedores.

¹⁸ A Ahold delhaize destaca-se pelo seu portfólio de marca própria. The Kroger Co. é exemplo de uma concorrente que revela mais de 70% de dependência de marcas de terceiros (Kroger, 2024). Desta forma, a Ahold Delhaize alcança melhores margens e fidelização.

Ambiente Externo	Oportunidades	Ameaças
	• Líderes em supermercados e Comércio Online • Crescimento em mercados emergentes • Inovação e personalização de produtos • Parcerias estratégicas e aquisições • Amplificação de ecossistemas digitais e físicos • Tendências de hábitos de consumo • Expandir os seus produtos de marca própria	• Guerra Ucrânia • Mudanças de política no setor de retalho e no sistema tributário - Regulamentações rígidas • Saturação do mercado – elevada concorrência • Riscos económicos e geopolíticos • Forte concorrência • Mudanças nas preferências dos consumidores

6. Avaliação

No presente trabalho projeto, foi realizada uma avaliação à empresa *Ahold Delhaize* através do modelo de Atualização de Fluxo de Caixa, mais concretamente o método Free Cash Flow to Firm (FCFF), de forma a alcançar o valor da empresa. Como suportado na revisão literária, com vista a complementar a análise, foi calculado o valor da empresa através do método da avaliação relativa.

Para elaborar esta análise, foram utilizados Relatórios e Contas Consolidados da *Ahold Delhaize* referentes aos períodos 2019 a 2024. Uma vez que o ano 2020 foi marcado pela COVID-19 e 2022 pela guerra na Ucrânia, foi utilizado um horizonte temporal de 6 anos antes, de forma a refletir com uma maior veracidade os dados históricos (Anexo C, E).

6.1 Método Atualização de Fluxo de Caixa

6.1.1 EBIT

De forma a alcançar o valor da empresa, o primeiro passo consiste no cálculo previsional do *EBIT* para os próximos 5 anos (2025 a 2029). Para esta componente foram necessários os valores das vendas líquidas e da estrutura de custos da *Ahold Delhaize*.

Vendas

A *Ahold Delhaize*, como referido anteriormente, encontra-se sediada nos Países Baixos e, atualmente apresenta uma posição sólida e desenvolvida no setor do retalho alimentar. Esta organização reporta 2 segmentos geográficos significativos: Europa e América do Norte.

Para o apuramento das previsões das vendas líquidas da organização, de forma a obter uma análise personalizada e rigorosa, foi tido em consideração a divisão pelos dois segmentos geográficos, as taxas de inflação previstas, a expectativa do PIB real, a evolução histórica e os acontecimentos mencionadas no relatório e contas de 2024 da organização.

Desta forma, para alcançar a taxa de crescimento ao longo dos anos, culminou-se os efeitos da taxa de inflação e PIB real de 2025 a 2029, assim como uma taxa de variação história. Seguidamente, irá ser apresentado o detalhe do cálculo.

Tal como referenciado na revisão literária, existem dois fatores principais que influenciam os setores de retalho alimentar: Inflação e PIB. Desta forma, as previsões das vendas líquidas foram realizadas tendo em consideração o efeito da expectativa de evolução da inflação nas regiões da Europa e América do Norte, assim como, do PIB real. As previsões de inflação e de PIB foram retiradas do site do *International Monetary Fund* (atualizados a junho de 2025) (Anexo G e H). A tendência de diminuição da taxa de inflação tem ocorrido desde 2022, no entanto, ainda não atingiu os valores anteriores a esta data. Na mesma perspetiva, a pressão sobre a vida das famílias continua elevada e isto reflete-se no PIB real que apresenta um ritmo de crescimento pouco expressivo.

Adicionalmente, foi calculada uma taxa média história de 2021 a 2024 que totalizou um total 4,7% de crescimento para o segmento Europeu e, de -0,6% para o da América do Norte referentes aos anos 2021, 2023 e 2024 (exclusão dos 2020 e 2022, referentes a variações abruptas).

Por último, de acordo com o relatório e contas anual de 2024 da *Ahold Delhaize*, a organização assume uma perspetiva de investimento em lojas no segmento Europeu. Este investimento tem como componente principal a aquisição de 100% do retalhista romeno de produtos de mercearia *Profi Rom Food SRL (Profi)*¹⁹. Segundo o último relatório anual da *Ahold Delhaize*, estes investimentos traduzir-se-ão em mais 3 mil milhões de euros nas vendas líquidas da organização em 2025. Contrariamente, sentir-se-á um impacto negativo de 1%, nas mesmas, devido a proibições de venda de tabaco em lojas da Bélgica. Assim, no ano 2025, para além da taxa de crescimento aplicada, adicionaram-se os 3 mil milhões de euros previstos e o impacto de -1% nas mesmas.

No que diz respeito ao segmento da América do Norte, e segundo o relatório da organização, as vendas líquidas deverão continuar a ser impactadas pelo *recall* de produtos *deli* da marca *Boar's Head* ocorrido no terceiro trimestre de 2024, bem como pelo encerramento de 32 lojas *Stop & Shop* no quarto trimestre do mesmo ano. No entanto, a *Ahold Delhaize* continua a realizar investimentos, como por exemplo a aposta em produtos de marca própria, aumento de capacidade de atendimento *online*²⁰, assim como, aposta na rede *store-first*²¹.

Numa visão geral da empresa, importa destacar o investimento contínuo que a *Ahold Delhaize* continuará a realizar, com especial foco no canal online e na melhoria da experiência do consumidor. Esta intenção é evidenciada pelo facto de 2025 marcar o início da implementação "Growing Together". Esta estratégia foca-se em 6 áreas que visam impulsionar o crescimento sustentável até 2028, mantendo o foco na inovação, sustentabilidade e criação de experiências vibrantes ao consumidor.

¹⁹ Esta intenção de aquisição foi divulgada em 2023, tendo sido apenas aprovadas pelas entidades reguladoras romena em 2024 e, concluído a aquisição em 3 de janeiro de 2025.

²⁰ Expansão *Click and Collect* e nova parceria com *DoorDash*.

²¹ Rede *store-first*: entrega no próprio dia.

Desta forma, não se perspetiva que as vendas no segmento EUA continuem a decrescer e, desta forma, utilizou-se o pressuposto de aumento de 1% em 2026 e 2% de 2027 a 2029.

Tabela 2 – Vendas líquidas

Segmentos	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Europa	36 831,11	38 967,68	41 227,37	43 618,09	46 146,52
América do Norte	53 872,77	54 978,70	56 662,85	58 399,19	60 188,73

Fonte: Elaboração Própria

Estrutura de custos

A estrutura de custos da *Ahold Delhaize* assume um peso preponderante nas suas demonstrações financeiras. O custo das vendas representou um peso de 73% das vendas totais em 2024.

A inflação tem vindo a diminuir após 2022, o que diminui a pressão sobre a margem bruta. Desta forma, foi realizada uma previsão dos custos de venda tendo por base a média histórica da rubrica sobre o valor das vendas totais. Além de dados históricos, também se considerou uma melhoria de 0,5% devido aos programas de redução de custos implementados pela empresa *Save for our costumers* e, especialmente em 2025, considerou-se a expectativa de poupança de 1,25 milhões de euros, referida no último relatório da empresa (Ahold Delhaize, 2024).

Quanto aos custos operacionais, despesas de venda e despesas gerais e administrativas, foram previstos tendo em conta a média dos pesos de cada rubrica sobre o valor das vendas totais, uma vez que se encontram relacionadas com a evolução das receitas.

Tabela 3 – Estrutura de Custos

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Custo das Vendas	-48 200,00	-54 160,00	-54 916,00	-63 689,00	-64 880,00	-65 551,00	-66 546,03	-68 446,33	-70 822,76	-73 290,83	-75 853,24
% vendas	-73%	-72%	-73%	-73%	-73%	-73%					
Tx. Crescimento Média Anual						-73%					
Despesas de venda	-13 021,00	-14 620,00	-14 929,00	-16 989,00	-17 320,00	-17 192,00	-17 832,18	-18 468,02	-19 242,06	-20 052,02	-20 899,38
% vendas	-20%	-20%	-20%	-20%	-20%	-19%					
Tx. Crescimento Média Anual						-20%					
Despesas gerais e administrativas	-2 377,00	-4 235,00	-2 967,00	-3 201,00	-4 102,00	-4 261,00	-3 992,24	-4 134,59	-4 307,88	-4 489,21	-4 678,92
% vendas	-4%	-6%	-4%	-4%	-5%	-5%					
Tx. Crescimento Média Anual						-4%					

Fonte: Elaboração Própria

6.1.2 WACC

De acordo com a literatura, para a utilização do método FCFF utilizou-se o WACC. Para o cálculo do mesmo, realizou-se o cálculo do custo do capital próprio (Re), do custo da dívida (Rd), da taxa de imposto (t) e da estrutura de capital da empresa.

Para o apuramento da taxa de juro sem risco, sendo esta a representação de investimento com risco nulo, Damoradan (2025) afirma que, a taxa do título alemão com maturidade de 10 anos será a melhor opção para empresas integrantes da União Europeia. Desta forma, como a *Ahold Delhaize* se encontra

sediada nos Países Baixos e cotada na Euronext Amsterdam, a taxa de juro sem risco utilizada foi a taxa de rendibilidade de obrigações do Tesouro da Alemanha com taxa fixa e prazo residual de 10 anos de 2,57% (última atualização a 30/05/2025)²².

No que respeita ao prémio de risco de mercado, foram retirados os valores respeitantes os cálculos realizados por *Damodaran* respeitantes ao *Equity Risk Premium* e ao *Country Risk Premium*, de cada região que a *Ahold Delhaize* opera (atualizados a 9/01/2025)²³. Assim, como a organização revela dois segmentos reportáveis, realizou-se o peso por segmento através das vendas e, multiplicou-se pela média dos prémios de riscos alcançados. O prémio de risco de mercado totalizou um valor de 5,71% (Anexo I).

A próxima variável corresponde ao *Beta*, onde se realizou uma regressão linear entre o valor histórico do preço das ações mensal da empresa nos últimos 6 anos (01/01/2019 a 01/05/2025) e o Índice AEX, uma vez que, a organização se encontra cotada na bolsa de valores de Amsterdã e o AEX é o principal Índice da mesma. Através desta regressão obteve-se um Beta de 0,35. No entanto, o *r-square* apresentou um valor de 0,1097, ou seja, as variações no índice AEX não são explicativas para as variações no preço das ações da *Ahold Delhaize* (Anexo J).

Desta forma, sendo a regressão pouco explicativa, foi realizado um segundo método *bottom-up beta*. Para a realização do mesmo, foram reunidas informações de 12 empresas comparáveis, como o Beta Alavancado e o rácio D/CP, através do *Yahoo Finance*. Posteriormente, de forma a retirar o efeito financeiro da dívida, procedeu-se ao cálculo dos *betas* desalavancados através da seguinte fórmula (Damodaran, 2025):

$$(11) \beta_u = \frac{\beta_l}{1 + (1-t) \times \frac{D}{E}}$$

Legenda:

β_u : Beta desalavancado

β_l : Beta Alavancado

t : Taxa de imposto

D : Dívida

E : Capital Próprio

Assim, alcançou-se a média de 0,39 dos *betas* desalavancados das empresas comparáveis. Além disso, o beta alavancado foi calculado através do mensurado anteriormente, totalizando 0,95. De forma a conferir uma maior aproximação e rigor do valor dos *betas*, foram retirados os *betas* do *site* do

²² Taxa consultada no site do Banco de Portugal: <https://bpstat.bportugal.pt/serie/12560098>

²³ Para o segmento europeu foram utilizados os dados de países onde a *Ahold Delhaize* opera: Luxemburgo, Sérvia, Roménia, Países Baixos, Grécia, República Checa e Bélgica. Para o segmento EUA apenas foi utilizado os dados referentes ao EUA.

Damodaran respeitantes a cada segmento geográfico (EUA e Europa) e à indústria em questão (Retail – Grossery and Food), totalizando um beta desalavancado de 0,63 e beta alavancado de 0,78. Desta forma, o beta desalavancado e alavancado da empresa resulta da média entre os valores obtidos através da média das empresas com os valores do Damodaran., totalizando um valor de 0,87.

Após o apuramento das variáveis descritas, é possível a mensuração do custo do capital próprio através do método CAPM.

Tabela 4 – Custo Capital Próprio

Rf	2,57%
(E(Rm)-rf)	5,70%
BL	0,87
Re	7,51%

Fonte: Elaboração própria

Para o cálculo do custo da dívida foi utilizado o método *Synthetic Rating* do autor Damodaran que se baseia na soma da taxa de juro sem risco (Rf) e do *Spread*. Para alcançar o valor do *Spread* foi calculado o rácio de cobertura de juros:

$$\text{Rácio de Cobertura de juros} = \frac{EBIT}{\text{Despesas de financiamento}}$$

Através da tabela que disponibiliza o valor do *Spread* através de intervalos de valores do rácio de cobertura de juros, por Damodaran, apurou-se um valor de 0,85% (rácio cobertura de juros = 4,9). Desta forma, o valor de dívida totalizou-se em 3,42% (2,57%+0,85%) (Anexo K).

No que respeita à taxa de imposto, foi realizada uma desagregação pelos segmentos reportáveis pela Ahold Delhaize. Através da recolha de dados de relatórios anuais, de informações disponibilizadas pelo *Tax Foudation Europe* e *Trading Economics*, foi possível obter as taxas de imposto respeitantes a cada país. Assim, realizou-se uma média das mesmas e aplicou-se uma ponderação com base nas vendas de cada segmento da organização, total obtendo assim uma taxa de 21,16% (Anexo L).

Por último, foi necessário obter informações sobre a estrutura de capital da organização. Segundo, Myers et al. (2022)e Damodaran (2025) o Capital Próprio a ser utilizado no cálculo do WACC corresponde ao valor de mercado. Neste sentido, foram retiradas as informações sobre o preço da ação e o número de ações em circulação a 6/06/2025 da *Euronext*, totalizando um capital próprio de 33 076€ (36,23€x913). No que respeita ao valor da dívida, segundo Berk & DeMarzo (2018), uma vez que existe incerteza quanto ao valor de mercado, deverá ser utilizado o valor total da dívida contabilístico, neste caso, num valor de 36 653,71€.

Com as informações evidenciadas, foi possível apurar o rácio de dívida e capital próprio de 1,11, o que revela uma estrutura de capital equilibrada, uma vez que, a empresa encontra-se financiada por 47% de capital próprio e 46% de capital alheio.

Tabela 5 – Estrutura de Capital

Número de ações em circulação em 2025	913
Preço da ação a 06/06/2024	36,23
Capital Próprio Mercado (CP)	33 076,00
Total Dívida (D)	36 653,71
D/CP	1,11
D + CP	69 729,71
D/V	46%
CP/V	47%

Fonte: Elaboração Própria

Desta forma, estimadas as variáveis fundamentais para a realização do cálculo do WACC (fórmula 7), alcançou-se um custo médio ponderado de capital de 4,80%.

Tabela 6 - WACC

Custo do Capital Próprio (Re)	7,51%
Custo do Capital Alheio (Rd)	3,42%
Taxa de imposto (t)	21%
D/(D+CP)	46%
CP/(D+CP)	47%
WACC	4,80%

Fonte: Elaboração Própria

6.1.3 Depreciações e Amortizações

No que respeita às depreciações e amortizações da *Ahold Delhaize*, o investimento em novas lojas, formatos híbridos, infraestrutura IT no segmento da Europa, levará a um aumento dos seus ativos e, consequentemente, a novas depreciações. No segmento dos EUA, embora se tenha assistido em 2024 ao fecho de lojas *Stop & Shop*, de acordo com o relatório e contas 2024, a empresa irá melhorar e renovar lojas de marca própria, assim como, num investimento em automatização e digitalização. Segundo as perspetivas apresentadas pela *Ahold Delhaize*, assistir-se-á a um aumento dos ativos fixos e, consequentemente, a um aumento de depreciações.

Em conclusão, as previsões dos valores das depreciações e amortizações tiveram em consideração o aumento dos ativos depreciables (Ativos Fixos Tangíveis; Ativos de Direito de Uso; Propriedades de investimento e Ativos Intangíveis).

Tabela 7 – Depreciações e Amortizações (Milhões €)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Depreciações e Amortizações	-2758	-2844	-3007	-3433	-3469	-3477	-3504,37	-3604,68	-3700,46	-3798,83	-3899,86
					Média %Ativo	9,48%					

Fonte: Elaboração Própria

6.1.4 Capex

O *CAPEX*, conhecido como as despesas de capital de uma empresa, diz respeito a valores de investimentos em aquisições de ativos, ativos de direito de uso, propriedades de investimento e ativos intangíveis, tal como a sua manutenção e melhoramento.

A *Ahold Delhaize* irá focar-se, em 2025, no investimento de abertura de novas lojas, assim como, em remodelações e adaptação das lojas existentes ao digital (*Ahold Delhaize*, 2024). De acordo com o último relatório da organização, 2025 será o primeiro ano de implementação da estratégia *Growing Together*, estratégia centrada na expansão física e digital, que impulsiona investimentos em remodelações e aberturas de lojas, modernização tecnológica, reforço da infraestrutura logística e iniciativas de sustentabilidade. Neste sentido, com a aquisição da *Profi* e a implementação da estratégia referida, espera-se um aumento relevante do *CAPEX*.

Desta forma, o *CAPEX* da *Ahold Delhaize* foi estimado tendo em conta a sua percentagem média histórica sobre o total das vendas líquidas, de 2019 a 2024. Durante estes anos, a média do *CAPEX* relativamente à faturação total representou 5,42%. No entanto, de acordo com a informação apresentada no último relatório anual da organização, devido aos investimentos previstos, considerou-se um total de 5,92% (5,42%+0,5%) de *CAPEX* sobre vendas.

Tabela 8 – CAPEX (Milhões €)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
CAPEX	4 456,00	5 776,00	4 107,00	4 099,00	3 699,00	5 398,99	5 591,51	5 825,86	6 071,09	6 327,64
				Média	5,42%					
				+0,5%	5,92%					

Fonte: Elaboração Própria

6.1.5 Net Working Capital (NWC)

O NWC permite avaliar a liquidez de uma empresa através da avaliação da capacidade de cobrir as suas obrigações de curto prazo com os seus ativos de curto prazo.

Este indicador financeiro, na indústria do retalho alimentar, normalmente assume um valor negativo devido ao prazo médio de recebimento ser menor que o prazo médio de pagamento.

Como se pode comprovar na seguinte tabela, a *Ahold Delhaize* vai de encontro a esta expectativa. O seu NWC é composto pela diferença entre as suas necessidades cíclicas (Inventários, Contas a Receber

e Impostos sobre o rendimento a receber) e os seus recursos cíclicos (Contas a pagar, outros passivos financeiros correntes, Impostos sobre o rendimento a pagar e Outros passivos correntes). Os valores foram alcançados através das projeções realizadas às rubricas da demonstração da posição financeira para os próximos 5 anos.

Tabela 9 – NWC (Milhões €)

	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Inventários	4 816,34	4 988,07	5 197,13	5 415,90	5 644,76
Contas a receber	2 537,52	2 628,00	2 738,15	2 853,40	2 973,98
Impostos sobre o rendimento a receber	152,86	152,86	152,86	152,86	152,86
Necessidades Cíclicas	7 506,71	7 768,93	8 088,14	8 422,15	8 771,60
Contas a pagar	8 641,07	8 949,19	9 324,27	9 716,75	10 127,37
Outros passivos financeiros correntes	4 623,12	4 706,49	4 791,35	4 877,75	4 965,70
Impostos sobre o rendimento a pagar	74,81	74,81	74,81	74,81	74,81
Outros passivos correntes	3 469,25	3 510,35	3 536,86	3 655,64	3 806,62
Recursos Cíclicos	16 808,25	17 240,83	17 727,29	18 324,95	18 974,50
NFM	-9 301,54	-9 471,90	-9 639,15	-9 902,79	-10 202,90
Δ NFM	-93,54	-170,36	-167,25	-263,64	-300,10

Fonte: Elaboração Própria

6.1.6 FCFF

Nesta última etapa, foram calculadas as previsões de FCFF de 2025 a 2029. De acordo com a literatura, para a obtenção dos FCFF será necessário realizar a soma entre os valores de EBIT após impostos, depreciações e amortizações e a subtração da variação das NFM e do CAPEX.

Após a previsão do EBIT, estimou-se a taxa de imposto tendo em conta os países em que a empresa opera, assim como, o peso das receitas em cada segmento, obtendo assim uma taxa de 21,16% (Anexo L). Posteriormente, adicionou-se as depreciações e amortizações e a subtração das NWC e da variável do CAPEX.

Neste sentido, obtidos os FCFF, procedeu-se à atualização dos mesmos através da fórmula referenciada na revisão literária (Fórmula 8) e à mensuração do valor terminal e do valor da empresa, tendo sido apurado um montante de 58 917 € e 66 224 €, respetivamente. O valor terminal foi estimado segundo o modelo estável de Gordon, devido ao facto da empresa aqui analisada se apresentar numa fase madura e com posição sólida no mercado. Esta taxa foi calculada através da análise do crescimento do PIB esperado para os próximos anos (Anexo M), no entanto, considerou-se uma taxa de 1,2%, um pouco mais conservador, devido ainda à incerteza e à pressão nos preços, relevado por vários autores.

Após a soma do valor de caixa e equivalentes e a subtração da dívida, foi possível obter o valor do capital próprio da empresa. Com este valor, e tendo consultado o número de ações em circulação da

Ahold Delahize no site da Euronext (913 milhões), alcançou-se um preço por ação de 37,44€, assumindo assim um potencial de crescimento de 3,35%.

Tabela 10 – FCFF (€ Milhões)

	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
EBIT	3 344	3 936	4 593	5 299	6 058
EBIT (1+t)	2 636	3 103	3 621	4 178	4 776
+D&A	3 504	3 605	3 700	3 799	3 900
-NFM	(94)	(170)	(167)	(264)	(300)
-CAPEX	5 399	5 592	5 826	6 071	6 328
FCFF	835	1 286	1 663	2 169	2 649
WACC	4,8%				
g	1,2%				
FCFF Atualizados	797	1 171	1 445	1 799	2 095
V.P. FCFF ($\sum$ FCFF atualizados)					7 307
Valor Terminal	74 477				
V.P. Valor Terminal	58 917				
V.P. FCFF + V.P. Valor Terminal	66 224				
Dívida	36 654				
Caixa	4 613				
Capital Próprio	34 183				
Nº ações em circulação (6/6/2025)	912,95				
Preço por ação	37,44 €				
Preço ação Euronext (6/06/2025)	36,23 €				
Potencial de Crescimento	3,35%				

Fonte: Elaboração Própria

6.1.7 Análise de sensibilidade

A realização da análise de sensibilidade teve como intuito a avaliação do impacto de alterações em variáveis chave no preço da ação. Neste caso, foram analisadas as seguintes variáveis: taxa de crescimento na perpetuidade e WACC. Na tabela seguinte, é possível observar os preços por ação que resultaram das combinações das variações de 0,1% da taxa de crescimento terminal e 0,2% no WACC.

Tabela 11 – Análise de Sensibilidade

		Taxa de Crescimento do Valor Terminal						
WACC		1,05%	1,10%	1,15%	1,20%	1,25%	1,30%	1,35%
	4,50%	41,17	42,21	43,28	44,38	45,51	46,68	47,89
	4,60%	38,91	39,89	40,89	41,92	42,99	44,08	45,21
	4,70%	36,77	37,69	38,64	39,61	40,61	41,64	42,70
	4,80%	34,75	35,61	36,50	37,44	38,36	39,33	40,32
	4,90%	32,83	33,65	34,49	35,35	36,24	37,15	38,09
	5,00%	31,01	31,78	32,58	33,39	34,23	35,09	35,97
	5,10%	29,28	30,01	30,76	31,53	32,33	33,14	33,97
	5,20%	27,63	28,32	29,04	29,77	30,52	31,29	32,08

Fonte: Elaboração Própria

Através desta análise, podemos verificar que no cenário mais otimista o preço da ação pode aumentar para 47,89 (potencial positivo de 28%). Contrariamente, num cenário pessimista, o valor da ação pode atingir os 27,63 (potencial negativo de 26%).

Desta forma, comprova-se que estas variáveis apresentam particularmente sensíveis, exigindo, por isso, um rigor nas suas estimativas.

6.2 Método Múltiplos

Como referido na revisão literária, de forma a complementar a análise realizada pelo método FCFF, realizou-se a avaliação da *Ahold Delhaize* através do método dos múltiplos. Este método sobressai pela sua praticidade e simplicidade, no entanto possui desvantagens como não incluiu particularidades e fatores qualitativos da empresa.

Para este método foram selecionadas as empresas comparáveis tendo em conta os segmentos da organização e os seus rendimentos. Neste sentido, foram incluídas as empresas sediadas na Europa, EUA e pertencentes às bolsas AEX e BEL20. As empresas escolhidas foram *Tesco PLC*, *The Kroger Co.*, *Best Buy Co., Inc.*, *Lowe's Companies, Inc.*, *Randstad N.V.* e *Albertsons Companies, Inc.* A escolha das organizações referidas teve por base a similaridade de métricas financeiras e de mercado. *Tesco PLC*, *The Kroger Co.* e *Albertsons Companies, Inc.*, principalmente pelos valores próximos de EBITDA e do rácio EV/EBITDA, assim como as suas estruturas operacionais.

Foram calculados os rácios *Enterprise Value/EBITDA*, *Enterprise Value/Revenue* e *Price/Revenue* (*Anexo N*). Neste sentido, realizou-se uma média dos resultados obtidos, alcançando um preço médio de 38,04€, com um potencial de crescimento de 4,99%.

Tabela 12- Método dos múltiplos (Milhões €)

	EV/EBITDA	EV/R	P/R
EBITDA Ahold Delhaize	6 848,14 €		
Vendas Líquidas Ahold Delhaize		91 251,53 €	91 251,53 €
Média	9,57	0,66	0,47
EV Ahold Delhaize	65 567,07 €	60 156,09 €	
Dívida	36 653,71 €	36 653,71 €	
Caixa	4 612,58 €	4 612,58 €	
Capital Próprio	33 525,94 €	28 114,95 €	42 538,55 €
Ações em circulação	912,95	912,95	912,95
Preço ação	36,72 €	30,80 €	€ 46,59
Preço ação - 2025P (Média)	38,04 €		
Preço atual (6/06/2025)	36,23 €		
Potencial de Crescimento	4,99%		

Fonte: Elaboração Própria

De acordo com Damodaran (2006), as estimativas alcançadas pelo método de Atualização de Fluxo de Caixa e pelo método dos Múltiplos poderão obter valores diferentes, uma vez que, possuem diferentes visões de mercado.

Desta forma, de acordo com o entendimento de Damodaran (2012) e Koller et al. (2020), a combinação dos métodos de avaliação referidos permite a mitigação de riscos associados à dependência de pressupostos e à volatilidade de mercado. Assim, neste estudo realizou-se uma ponderação de 70%, para o método de Atualização de Fluxo de Caixa, e 30%, para o método dos Múltiplos, conforme o observado em avaliações de empresas maduras. Desta forma, o valor da ação corresponde a 37,62€.

7. Conclusão

O setor do retalho alimentar atravessou períodos de elevada inflação que impulsionaram efeitos negativos no poder de compra dos consumidores, assim como uma nova adaptação às exigências do mercado, principalmente a nível tecnológico.

O presente trabalho teve como objetivo estimar o valor das ações da *Ahold Delhaize*, de forma a permitir que os potenciais investidores obtivessem uma análise detalhada da empresa através da construção de uma visão realista e fundamentada sobre os seus indicadores financeiros e perspetivas futuras.

A *Ahold Delhaize* demonstra sinais consistentes de crescimento e resiliência que, em 2025, serão sustentados pela estratégia *Growing Together*, que visa reforçar a inovação, a eficiência operacional e a sustentabilidade. Estes fatores aumentam a confiança no potencial de valorização das ações e na capacidade da empresa de enfrentar os desafios futuros do setor.

A avaliação foi realizada com base em dois métodos complementares: Atualização Fluxos de Caixa (FCFF) e Método dos múltiplos. Com base nos resultados obtidos pelos métodos, foi definido um preço-alvo de 37,62€ para 31 de dezembro de 2025, com base numa ponderação entre os dois métodos. Como foi referido na revisão de literatura, o método de Atualização de Fluxos de Caixa confere mais rigor e personalização, contrariamente o método dos múltiplos é muito utilizado por analistas devido à sua praticidade. Desta forma, foram atribuídas as ponderações de 70% e 30% para o modelo de Atualização de Fluxos de Caixa e Método dos Múltiplos, respetivamente. Através do valor alcançado é possível observar um potencial de valorização de cerca de 3,84% face ao preço de mercado registado a 6 de junho de 2025.

Assim, a recomendação final para os investidores é de compra, tendo em conta a subavaliação atual das ações e as perspetivas positivas de crescimento. Salienta-se, ainda, a importância aos investidores da monitorização dos riscos inerentes associados às alterações macroeconómicas.

Referência bibliográficas

- Ahold Delhaize. (2023). *Annual Report 2023*. Disponível em: www.aholddelhaize.com
- Ahold Delhaize. (2024). *Annual Report 2024*. Disponível em: www.aholddelhaize.com
- Andrés González-Moralejo, S. (2024). From COVID-19 to the war in Ukraine: evidence of a Schumpeterian transformation of food logistics. *Agricultural and Food Economics*, 12(1). Disponível em: <https://doi.org/10.1186/s40100-024-00300-2>
- Berk, J., & DeMarzo, P. (2018). *Fundamentals of Corporate Finance* (Pearson, Ed.; 5th ed.).
- Bijmolt, T. H. A., Broekhuis, M., Leeuw, S., Hirche, C., Rooderkerk, R. P., Sousa, R. Zhu, S. (2021). Challenges at the marketing–operations interface in omni-channel retail environments. *Journal of Business Research*. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2019.11.034>
- Bill Aull, D. K. and D. L. (2022). *The state of grocery retail around the world*. Disponível em: <https://www.mckinsey.com/industries/retail/our-insights/the-state-of-grocery-retail-around-the-world#/>
- BlackRock. (2025). About BlackRock. Disponível em: <https://www.blackrock.com/corporate/about-us>
- Myers, S. C. (1974). *Interactions in corporate financing and investment*. Vol. XXIX. The Journal of Finance.
- Neves, J. C. das. (2018). *Avaliação de Empresas e Negócios*. (Silabo).
- Craft. (2025). *Ahold Delhaize Competitors and Similar Companies*. Disponível em: <https://craft.co/ahold-delhaize/competitors>
- Damodaran. (2025). *Base de dados Damodaran*. Disponível em: https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/home.htm
- Damodaran, A. (1996). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. (Inc. New York: John Wiley & Sons).
- Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. (John Wiley & Sons, Ed.; 2nd ed.).
- Damodaran, A. (2006). *Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence*.

- Damodaran, A. (2008). *What is the riskfree rate? A Search for the Basic Building Block*. Stern School of Business, New York University. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1317436> Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=1317436> www.damodaran.com <https://ssrn.com/abstract=1317436>
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. John Wiley & Sons, Inc.
- Euribor Rates. (2024). *Juros BCE, juros do refinanciamento*. Disponível em: <https://www.euribor-rates.eu/pt/juros-bce/>
- EuroNews. (2022). *Guerra na Ucrânia: que impacto sobre os produtos alimentares?* Disponível em: <https://pt.euronews.com/my-europe/2022/03/21/guerra-na-ucrania-que-impacto-sobre-os-produtos-alimentares>
- EuroNews. (2024a). *Banco Central Europeu faz último corte do ano nas taxas de juro*. Disponível em: <https://pt.euronews.com/business/2024/12/12/banco-central-europeu-faz-ultimo-corte-do-ano-nas-taxas-de-juro>
- EuroNews. (2024b). *BCE deve voltar a reduzir as taxas de juro: o que se segue e porque é importante?* Disponível em: <https://pt.euronews.com/business/2024/12/11/bce-deve-voltar-a-reduzir-as-taxas-de-juro-o-que-se-segue-e-porque-e-importante>
- Euronext. (2025). *KONINKLIJKE AHOLD DELHAIZE N.V.* Disponível em: <https://live.euronext.com/en/product/equities/NL0011794037-XAMS>
- Fernández, P. (2002a). *Valuation Methods and Shareholder Value Creation*. Academic Press, San Diego, CA.
- Fernández, P. (2002b). *VALUATION USING MULTIPLES. HOW DO ANALYSTS REACH THEIR CONCLUSIONS?* IESE Business School. Universidad de Navarra.
- Fernández, P. (2006). *Valuing companies by cash flow discounting: Ten methods and nine theories*. IESE Business School. Universidad de Navarra.
- Fernández, P. (2007). *COMPANY VALUATION METHODS. THE MOST COMMON ERRORS IN VALUATIONS*. IESE Business School. Universidad de Navarra.
- Fernández, P. (2013). *VALUING COMPANIES BY CASH FLOW DISCOUNTING: FUNDAMENTAL RELATIONSHIPS AND UNNECESSARY COMPLICATIONS* (Vol. 5). IESE Business School. Universidad de Navarra.

- Fernández, P. (2019). *Métodos de valoración de empresas*. IESE Business School. Universidad de Navarra.
- Gorton, M., Kastenhofer, K., Lemke, F., Esquivel, L., Nicolau, M. (2023). Resource Dependencies and the Legitimatization of Grocery Retailer's Social Evaluations of Suppliers. *Journal of Business Ethics*. Disponível em: <https://doi.org/10.1007/s10551-023-05509-7>
- Grand View Research. (2023). *Food & Grocery Retail Market Size, Share & Trend Analysis Report By Product (Fresh Food, Frozen Food, Food Cupboard, Beverages, Cleaning & Household), By Distribution Channel, By Region, And Segment Forecasts, 2024 - 2030*. Disponível em: <https://www.grandviewresearch.com/industry-analysis/food-grocery-retail-market#>
- Guy Parmentier, & Bart Cuypers. (2012). *Business valuation: Using financial analysis to measure a company's value* (Intersentia, Ed.; 2ª).
- Kodali, S., & Compton, S. and others. (2022). *The Art And Science Of Retail E-Commerce*.
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2005). *VALUATION MEASURING AND MANAGING THE VALUE OF COMPANIES FOURTH EDITION* McKinsey & Company. (John Wiley & Sons, Ed.; 4th ed.).
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2015). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (Inc. , H. John Wiley & Sons, Ed.; 6th ed.).
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2020). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (John Wiley & Sons, Ed.; 7th ed.).
- Kotler, Philip., & Keller, K. Lane. (2006). *Marketing management*. Pearson Prentice Hall. Northwestern University.
- Kroger. (2024). *2024 Annual Report* . Disponível em: <https://ir.kroger.com/financials/annual-reports/default.aspx>
- Lamey, L., Deleersnyder, B., Dekimpe, M. G., & Steenkamp, J. B. E. M. (2007). How business cycles contribute to private-label success: Evidence from the United States and Europe. *Journal of Marketing*, 71(1), 1–15. Disponível em: <https://doi.org/10.1509/jmkg.71.1.1>
- Luehrman, T. (1997). *What's it Worth? A general manager's*. Harvard Business Review.

- McKinsey & Company and EuroCommerce. (2023). *The State of Grocery Retail 2023*. Disponível em: <https://www.eurocommerce.eu/the-state-of-grocery-retail/>
- McKinsey & Company and EuroCommerce. (2024). *The State of Grocery Retail 2024*. Disponível em: <https://www.eurocommerce.eu/the-state-of-grocery-retail/>
- Myers, S. C., Brealey, R. A., Allen, F., & Edmans, A. (2022). *Principles of corporate finance* (McGraw-Hill Education, Ed.; 14th ed).
- Neves, J. C. das. (1997). *Avaliação de empresas: da oferta e negociação do preço de aquisição com criação de valor*. (Mc Graw Hill, Ed.; Vol. 3).
- Porter, M. E. (2008). *The Five Competitive Forces That Shape Strategy*. Disponível em: www.hbrreprints.org
- Reuters. (2023). *Focus: Food makers, feeling squeezed, pull the plug on slow-selling products*. Disponível em: <https://www.reuters.com/business/retail-consumer/food-makers-feeling-squeezed-pull-plug-slow-selling-products-2023-02-24/>
- S&P Global. (2024). *Peer Comparison: Top European Food Retailers' Business Strength Benefits From Operating Resilience*. Disponível em: <https://www.spglobal.com/ratings/en/regulatory/article/240819-peer-comparison-top-european-food-retailers-business-strength-benefits-from-operating-resilience-s13204951>
- Trading Economics. (2025). *Dados estatísticos EUA e Europa - Inflação, IPC*. Disponível em: <https://pt.tradingeconomics.com/united-states/food-inflation>

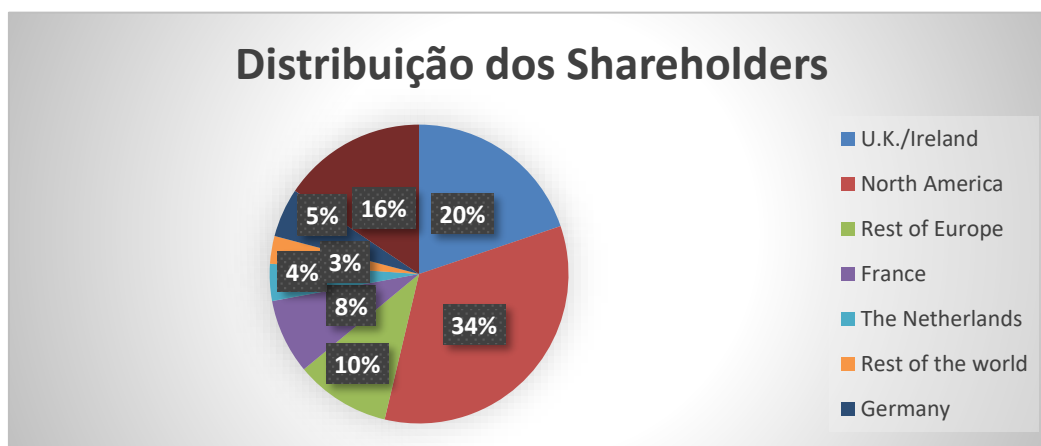
Anexos

Anexo A – Tipo de avaliações do método dos múltiplos

Método dos múltiplos baseado na capitalização na empresa	Price Earnings Ratio (PER)
	Price to Cash Earnings (P/CE)
	Price to Sales (P/S)
	Price to levered Free Cash Flow (P/LFCF)
	Price to Book Value (VM/VC)
	Price to Costumer (P/Customer)
	Price to units
	Price to output
	Price to potencial customer
Método dos múltiplos baseado no valor da empresa	Enterprise Value to EBITDA (EV/EBTIDA)
	Enterprise Value to Sales (EV/Sales)
	Enterprise Value to Unlevered Free Cash Flow (EV/FCF)
	Entre outros.
Método dos múltiplos baseado no crescimento da empresa	PER to EPS growth (PER/g)
	Enterprise value to EBITDA growth (EV/EG)

Fonte: Fernández, 2002

Anexo B – Distribuição dos acionistas da Ahold Delhaize



Fonte: Relatório Anual 2024 – Ahold Delhaize

Anexo C – Demonstração da Posição Financeira (€Milhões)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Ativo						
Ativos Fixos Tangíveis	10 519	10 696	11 838	12 482	11 647	11 953
Ativos de Direito de Uso	7 308	7 455	9 010	9 607	9 483	9 649
Propriedades de investimento	883	739	708	661	591	591
Ativos Intangíveis	12 060	11 565	12 770	13 174	12 998	13 420
Investimentos em empreendimentos conjuntos e associadas	229	227	244	262	268	279
Outros ativos financeiros não correntes	661	705	1 193	1 193	949	1 021
Ativos por impostos diferidos	213	323	289	242	196	161
Outros ativos não correntes	49	53	76	116	228	243
Total ativos não correntes	31 920	31 764	36 128	37 737	36 358	37 316
Ativos detidos para venda	67	19	18	26	205	49
Existências/Inventários	3 347	3 245	3 728	4 611	4 583	4 797
Contas a receber	1 905	1 975	2 058	2 340	2 488	2 721
Outros ativos financeiros correntes	317	360	356	424	302	323
Impostos sobre o rendimento a receber	39	58	45	35	68	95
Despesas antecipadas e outros activos correntes	178	337	387	301	332	373
Caixa e Equivalentes de Caixa	3 717	2 933	2 993	3 082	3 484	6 169
Total Ativos Correntes	9 570	8 928	9 584	10 818	11 463	14 526
Total Ativo	41 490	40 692	45 712	48 555	47 821	51 842
Capital Próprio e Passivo						
Capital próprio atribuível aos acionistas ordinários	14 083	12 432	13 721	15 405	14 755	15 454
Empréstimos	3 841	3 863	4 678	4 527	4 137	5 175
Outros Passivos financeiros não correntes	8 716	8 905	10 473	11 055	10 801	11 103
Pensões e outros benefícios pós emprego	677	1 235	1 107	696	792	553
Impostos diferidos passivos	786	664	746	1 005	925	1 051
Provisões	724	718	746	742	764	1 042
Outros passivos não correntes	74	63	62	44	37	68
Total de passivos não correntes	14 818	15 448	17 812	18 068	17 456	18 992
Passivos relacionados com activos detidos para venda	0	0	0	0	0	5
Contas a pagar	6 311	6 795	7 563	8 162	8 278	8 524
Outros passivos financeiros correntes	3 257	2 386	2 552	2 718	3 275	4 610
Impostos sobre o rendimento a pagar	82	128	96	230	114	104
Provisões	349	378	484	377	492	569
Outros passivos correntes	2 591	3 125	3 483	3 595	3 451	3 583
Total de passivos correntes	12 590	12 812	14 179	15 082	15 610	17 396
Total do capital próprio e do passivo	41 490	40 692	45 712	48 555	47 821	51 842

Fonte: Elaboração Própria

Anexo D - Demonstração da Posição Financeira Previsional (€Milhões)

	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Ativo					
Ativos Fixos Tangíveis	12 623	13 002	13 392	13 794	14 207
Ativos de Direito de Uso	9 948	10 245	10 478	10 716	10 960
Propriedades de investimento	606	618	624	630	636
Ativos Intangíveis	13 781	14 152	14 533	14 924	15 326
Investimentos em empreendimentos conjuntos e associadas	364	383	404	425	476
Outros ativos financeiros não correntes	1 265	1 265	1 265	1 265	1 265
Ativos por impostos diferidos	300	300	300	300	300
Outros ativos não correntes	469	469	469	469	469
Total ativos não correntes	39 356	40 433	41 464	42 523	43 639
Ativos detidos para venda	70	70	70	70	70
Existências/Inventários	4 816	4 988	5 197	5 416	5 645
Contas a receber	2 538	2 628	2 738	2 853	2 974
Outros ativos financeiros correntes	424	465	510	609	717
Impostos sobre o rendimento a receber	153	153	153	153	153
Despesas antecipadas e outros activos correntes	491	491	491	491	491
Caixa e Equivalentes de Caixa	4 613	4 725	4 923	5 131	5 347
Total Ativos Correntes	13 105	13 521	14 083	14 723	15 398
Total Ativo	52 461	53 954	55 547	57 246	59 037
Capital Próprio e Passivo					
Capital próprio atribuível aos acionistas ordinários	15 807	16 169	16 539	16 917	17 304
Empréstimos	5 536	5 923	6 337	6 729	7 148
Outros Passivos financeiros não correntes	11 103	11 331	11 564	11 802	12 045
Pensões e outros benefícios pós emprego	387	387	387	387	387
Impostos diferidos passivos	1 051	1 051	1 051	1 051	1 051
Provisões	1 056	1 056	1 056	1 056	1 056
Outros passivos não correntes	71	74	78	81	85
Total de passivos não correntes	19 205	19 823	20 473	21 107	21 772
Passivos relacionados com activos detidos para venda	0	0	0	0	0
Contas a pagar	8641	8949	9324	9717	10127
Outros passivos financeiros correntes	4623	4706	4791	4878	4966
Impostos sobre o rendimento a pagar	75	75	75	75	75
Provisões	641	721	808	897	986
Outros passivos correntes	3469	3510	3537	3656	3807
Total de passivos correntes	17 449	17 962	18 535	19 221	19 961
Total do capital próprio e do passivo	52 461	53 954	55 547	57 245	59 037

Fonte: Elaboração Própria

Anexo E - Demonstração de Resultados (€Milhões)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Vendas líquidas	66 260	74 736	75 601	86 984	88 734	89 356
EUA	40 066	45 470	45 455	55 218	54 610	54 198
Europa	26 194	29 266	30 147	31 767	34 124	35 158
Custo das vendas	-48 200	-54 160	-54 916	-63 689	-64 880	-65 551
Margem bruta	18 060	20 575	20 685	23 295	23 854	23 805
Outros rendimentos		470	531	663	414	431
Despesas de venda	-13 021	-14 620	-14 929	-16 989	-17 320	-17 192
Despesas gerais e administrativas	-2 377	-4 235	-2 967	-3 201	-4 102	-4 261
Resultado operacional	2 662	2 191	3 320	3 768	2 846	2 784
Receitas de juros	65	35	29	69	174	221
Despesas de juros	-175	-138	-181	-248	-336	-340
Despesas de juros líquidas sobre planos de pensões de benefícios definidos	-18	-16	-17	-17	-17	-20
Acréscimo de juros ao passivo de locação	-366	-357	-337	-356	-382	-422
Outras receitas (despesas) financeiras	-35	-9	-10	0	15	-1
Despesas financeiras líquidas	-528	-485	-517	-552	-546	-562
Resultado antes de impostos sobre o rendimento	2 134	1 706	2 803	3 216	2 300	2 222
Impostos sobre o rendimento	-417	-331	-591	-714	-456	-481
Resultados de empreendimentos conjuntos e associadas	50	22	33	44	30	23
Resultado de operações continuadas	1 767	1 397	2 246	2 546	1 874	1 764
Resultado de operações descontinuadas	-1	0	0	0	0	0
Resultado líquido	1 766	1 397	2 246	2 546	1 874	1 764

Fonte: Elaboração Própria

Anexo F - Demonstração de Resultados Previsional (€Milhões)

	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Vendas líquidas	91 252	94 505	98 466	102 611	106 947
EUA	54 420	55 538	57 239	58 993	60 801
Europa	36 831	38 968	41 227	43 618	46 147
Custo das vendas	-66 546	-68 446	-70 823	-73 291	-75 853
Margem bruta	24 705	26 059	27 643	29 320	31 094
Outros rendimentos	463	479	499	520	542
Despesas de venda	-17 832	-18 468	-19 242	-20 052	-20 899
Despesas gerais e administrativas	-3 992	-4 135	-4 308	-4 489	-4 679
Resultado operacional	3 344	3 936	4 593	5 299	6 058
Receitas de juros	144,88	148,42	154,64	161,15	167,96
Despesas de juros	-297,23	-304,49	-317,25	-330,60	-344,57
Despesas de juros líquidas sobre planos de pensões de benefícios definidos	-9	-9	-9	-9	-9
Acréscimo de juros ao passivo de locação	-441	-460	-481	-502	-525
Outras receitas (despesas) financeiras	-9	-10	-10	-11	-11
Despesas financeiras líquidas	-611	-635	-663	-691	-721
Resultado antes de impostos sobre o rendimento	2 732	3 300	3 930	4 608	5 337
Impostos sobre o rendimento	-578,04	-698,22	-831,47	-974,84	-1 129,00
Resultados de empreendimentos conjuntos e associadas	20	20	20	20	20
Resultado de operações continuadas	2 174	2 622	3 119	3 653	4 228
Resultado de operações descontinuadas	0	0	0	0	0
Resultado líquido	2 174	2 622	3 119	3 653	4 228

Fonte: Elaboração Própria

Anexo G – Taxa de inflação

Pressupostos de inflação	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Taxa de inflação Europa	3,70%	2,80%	2,50%	2,50%	2,40%
Taxa de inflação América do Norte	3,00%	2,50%	2,20%	2,20%	2,20%

Fonte: IMF (2025)

Anexo H – PIB Real

PIB	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Europa	1,30%	1,50%	1,60%	1,60%	1,50%
América do Norte	1,60%	1,70%	2,00%	2,10%	2,10%

Fonte: IMF (2025)

Anexo I – Prémio de Risco de Mercado

Segmentos	Vendas	% Vendas	Prémio de Risco de Mercado Maduro	Prémio de Risco de Mercado por País	Prémio de Risco de Mercado Maduro + Prémio de Risco de Mercado por país	Média ponderada	Total	Comentários
EUA	53 873	59%	4,33%	0,00%	4,33%	2,57%		Damodaran (2025)
Europa	36 831	41%	6,03%	1,70%	7,73%	3,14%		
Total	90 704	100%			12,06%		5,71%	

Fonte: Damodaran (2025) e Elaboração Própria

Country	Equity Risk Premium	Country Risk Premium
Luxembourg	4,33%	0,00%
Serbia	8,35%	4,02%
Romania	7,26%	2,93%
Netherlands	4,33%	0,00%
Greece	7,67%	3,34%
Czech Republic	5,13%	0,80%
Belgium	5,13%	0,80%
Média	6%	2%
United States	4,33%	0,00%

Fonte: Damodaran (2025) e Elaboração Própria

Anexo J – Regressão Linear Beta

. reg r_ahold r_aex

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	77
Model	.017957354	1	.017957354	F(1, 75)	=	9.24
Residual	.145797932	75	.001943972	Prob > F	=	0.0033
Total	.163755286	76	.002154675	R-squared	=	0.1097
				Adj R-squared	=	0.0978
				Root MSE	=	.04409

r_ahold	Coefficient	Std. err.	t	P> t	[95% conf. interval]
r_aex	.3583443	.1179029	3.04	0.003	.1234698 .5932189
_cons	.0068204	.0051008	1.34	0.185	-.003341 .0169818

Fonte: Elaboração Própria

Anexo K – Risco de Incumprimento

>	≤ to	Rating	Spread
-100000	0.199999	D2/D	19,00%
0.2	0.649999	C2/C	15,50%
0.65	0.799999	Ca2/CC	10,10%
0.8	1.249999	Caa/CCC	7,28%
1.25	1.499999	B3/B-	4,42%
1.5	1.749999	B2/B	3,00%
1.75	1.999999	B1/B+	2,61%
2	2.249999	Ba2/BB	1,83%
2.25	2.499999	Ba1/BB+	1,55%
2.5	2.999999	Baa2/BBB	1,20%
3	4.249999	A3/A-	0,95%
4.25	5.499999	A2/A	0,85%
5.5	6.499999	A1/A+	0,77%
6.5	8.499999	Aa2/AA	0,60%
8.50	100000	Aaa/AAA	0,45%

Fonte: Elaboração Própria

Anexo L – Taxa de imposto

Segmentos	Corporate Tax	Vendas	% Vendas	Média Ponderada
Europa	21,39%	36 831	41%	9%
Países baixos	25,80%			
Bélgica	25,00%			
Grécia	22,00%			
Luxemburgo	24,90%			
Chéquia	21,00%			
Romenia	16,00%			
Sérvia	15,00%			
EUA	21%	53 873	59%	12%
Total		90 704	100%	21%

Fonte: Trading Economics & Tax Foundation Europe

Anexo M – Taxa de Crescimento

Segmentos	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	Média	Ponderação Segmentos (Vendas)	Ponderação PIB	Total	-0,5%
América do Norte	1,60%	1,70%	2,00%	2,10%	2,10%	1,90%	61%	1,2%		
Europa	1,30%	1,50%	1,60%	1,60%	1,50%	1,50%	39%	0,6%	1,7%	1,2%

Fonte: IMF (2025) e Elaboração Própria

Anexo N – Métodos dos múltiplos

	EV/EBITDA	EV/R	P/R
Ahold Delhaize	10,58	0,74	0,37
Tesco PLC	7,65	0,52	0,38
The Kroger Co.	8,30	0,43	0,32
Best Buy Co., Inc.	8,20	0,42	0,34
Lowe's Companies, Inc.	12,36	1,85	1,42
Randstad N.V.	13,55	0,34	0,28
Albertsons Companies, Inc.	6,38	0,31	0,15
Média	9,57	0,66	0,47

Fonte: Elaboração Própria