

MESTRADO EM
CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS
EMPRESARIAIS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO

TRABALHO DE PROJETO

EQUITY RESEARCH:
AHOLD DELHAIZE

CRISTINA CHIHAI

JULHO - 2025



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

ORIENTAÇÃO:

INÊS PINTO

CRISTINA CHIHAI

JULHO - 2025

Resumo

O presente trabalho tem como objetivo avaliar o preço da ação da Ahold Delhaize, uma empresa do setor do retalho alimentar com presença significativa na Europa e nos Estados Unidos da América. Ao longo do trabalho, realizou-se uma análise à indústria do retalho alimentar, que tem sofrido diversas alterações nos últimos anos, nomeadamente o aumento da digitalização, a procura por práticas mais sustentáveis e as mudanças no comportamento dos consumidores.

A análise do preço da ação da Ahold Delhaize foi realizada através de duas abordagens complementares, o modelo do *Discounted Cash Flow* (DCF), pela perspetiva dos *Free Cash Flow to Firm* (FCFF), e o método dos múltiplos, de forma a garantir uma recomendação com mais rigor. A avaliação pelo modelo DCF a 31-12-2024 resultou num preço-alvo de 47,35€ com um potencial de valorização de 33,4% relativamente ao preço da ação a 30-06-2025 de 35,5€.

Com base nos resultados obtidos, e na estratégia da empresa que tem como pilares a evolução tecnológica, o aumento de medidas e produtos sustentáveis e o alinhamento com as novas exigências dos consumidores, a recomendação final é a compra de ações da Ahold Delhaize.

Abstract

The main objective of this paper is to evaluate the share price of Ahold Delhaize, a company in the food retail industry with a significant presence in Europe and the United States. Throughout the research paper, an analysis was made of the food retail industry, which has undergone several changes in recent years, namely the increase in digitalization, the demand for more sustainable practices and changes in consumer behaviour.

The analysis of Ahold Delhaize's share price was carried out using two complementary approaches, the Discounted Cash Flow (DCF) model, from the perspective of Free Cash Flow to Firm (FCFF), and the Relative Valuation, to guarantee a more accurate recommendation. The valuation using the DCF model on 31-12-2024 resulted in a target price of €47,35 with an upside potential of 33,4% compared to the share price of €35.5 on 30-06-2025.

Based on the results obtained, and on the company's strategy which is based on technological evolution, the increase in sustainable measures and products and alignment with new consumer demands, the final recommendation is to buy Ahold Delhaize shares.

Agradecimentos

Em primeiro lugar, quero agradecer à minha mãe, obrigada pelo esforço incansável para que eu pudesse alcançar todos os meus sonhos, por acreditar em mim e ser o meu maior apoio.

Ao meu namorado, obrigada pelo apoio incondicional, pela paciência e força nos momentos mais difíceis e por nunca me deixares desistir. Sem ti, este percurso não teria sido possível.

Ao restantes familiares, colegas e amigos, obrigada por todas as palavras de incentivo, por todas as partilhas e por celebrarem comigo cada conquista.

Ao ISEG e a todos os professores que me acompanharam, agradeço pelo rigor e exigência ao longo deste percurso. O vosso contributo foi essencial para o meu desenvolvimento pessoal e profissional.

Índice

Resumo.....	i
Abstract.....	ii
Agradecimentos.....	iii
Índice.....	iv
Índice de Figuras.....	v
Índice de Tabelas.....	v
Índice de Abreviaturas.....	vi
1. Introdução.....	1
2. Revisão da Literatura.....	2
2.1. Enquadramento do Negócio.....	2
3. Apresentação da Empresa.....	5
3.1. Gestão e Corporate Governance.....	5
3.2. Política de Dividendos.....	6
4. Metodologia.....	7
4.1. Discounted Cash Flow.....	8
4.1.1. Free Cash Flow to Firm (FCFF).....	9
4.2. Método dos Múltiplos.....	10
5. Análise do Mercado.....	12
5.1. Análise Macroeconómica.....	12
5.2. Análise da Indústria do Retalho Alimentar.....	12
5.3. Análise da Concorrência.....	14
6. Análise Estratégica da Empresa.....	16
6.1. Modelo de Porter.....	16
6.2. Análise SWOT.....	19
7. Avaliação.....	20
7.1. FCFF.....	20
7.1.1. Resultado Operacional.....	20

7.1.2. Depreciações e Investimento em ativos fixos (Capex).....	23
7.1.3. Necessidades de Fundo de Maneio.....	24
7.1.4. WACC.....	26
7.1.5. Taxa de Crescimento de Longo prazo - g.....	28
7.1.6. Resultados.....	29
7.1.7. Análise de Sensibilidade.....	30
7.2. Método dos Múltiplos.....	31
8. Conclusão.....	33
9. Limitações da Metodologia.....	34
Referências Bibliográficas.....	35
Anexo I - Demonstração de Resultados Previsional.....	39
Anexo II - Balanço Patrimonial Previsional.....	41
Anexo III – Risco de Incumprimento.....	43

Índice de Figuras

Figura 1 - Análise SWOT.....	19
------------------------------	----

Índice de Tabelas

Tabela 1 - Previsão Crescimento PIB Real e Taxa de Inflação por região.....	21
Tabela 2 - Previsão Rendimento derivado das vendas.....	21
Tabela 3 - Previsão Outros Rendimentos Operacionais.....	21
Tabela 4 - Previsão Gastos Operacionais.....	22
Tabela 5 - Previsão Resultado Operacional (EBIT).....	23
Tabela 6 - Previsão Capex.....	24
Tabela 7 - Previsão Necessidades de Fundo de Maneio.....	25
Tabela 8 - Regressão Linear Ahold Delhaize/AEX.....	27
Tabela 9 - Cálculo Prémio de Risco de Mercado.....	27
Tabela 10 - Cálculo do Custo da Dívida.....	28
Tabela 11 - Cálculo do WACC.....	28
Tabela 12 - Previsão Taxa de crescimento de longo prazo (g).....	28
Tabela 13 - Avaliação FCFF Ahold Delhaize.....	29
Tabela 14 - Análise de Sensibilidade.....	30
Tabela 15 - Método dos Múltiplos.....	32

Índice de Abreviaturas

- AEX - *Amsterdam Exchange Index*
- AFT - Ativos Fixos Tangíveis
- AI - Ativos Intangíveis
- APV - *Adjusted Present Value*
- β_l - Beta Alavancado
- Capex - *Capital Expenditure*
- DCF - *Discounted Cash Flow*
- EBIT - *Earnings Before Interest and Tax*
- EBITDA - *Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization*
- EOEP - Estado e Outros Entes Públicos
- EUA - Estados Unidos da América
- FCFE - *Free Cash Flow to Equity*
- FCFF - *Free Cash Flow to Firm*
- FMI - Fundo Monetário Internacional
- g - Taxa de Crescimento de Longo Prazo
- IA - Inteligência Artificial
- NFM - Necessidades de Fundo de Maneio
- PIB - Produto Interno Bruto
- r_e - Custo do Capital Próprio
- r_d - Custo da Dívida
- r_f - Taxa Sem Risco
- SWOT - *Strengths, Weaknesses, Opportunities, Threats*
- t - Taxa de Imposto
- VT - Valor Terminal
- WACC - *Weighted Average Cost of Capital*

1. Introdução

O setor do retalho alimentar destaca-se pela sua relevância económica e social, sendo fundamental para a distribuição de bens alimentares e pela produção de postos de trabalho. Desde a criação do supermercado moderno, em 1920, nos Estados Unidos da América e em 1950 na Europa, o setor sofreu grandes transformações provocadas por alterações no comportamento dos consumidores, uma maior aposta na digitalização e um aumento dos requisitos regulamentares cada vez mais focados na sustentabilidade.

Nos últimos anos, verifica-se uma mudança nas preferências dos consumidores, que passaram a valorizar a conveniência, a rapidez, a sustentabilidade dos produtos e também a personalização no processo de compra. Estas alterações têm vindo a impulsionar as empresas a investir em soluções tecnológicas, principalmente em ferramentas como a inteligência artificial, que permitem aumentar a eficiência das cadeias de abastecimento e otimizar as estratégias de marketing. O intuito destas medidas é de atrair e fidelizar um maior número de clientes tendo em conta a elevada competitividade do setor.

A Ahold Delhaize resulta da fusão entre a empresa holandesa Ahold e a empresa belga Delhaize finalizada em 2016, sendo atualmente uma das maiores empresas na indústria do retalho europeu, detendo também uma presença significativa nos Estados Unidos da América. Optou-se por analisar o valor de mercado da Ahold Delhaize, por se tratar de uma empresa focada na inovação tecnológica, em práticas de sustentabilidade e na aproximação com os fornecedores, apostando em medidas estratégicas centradas nas novas exigências do mercado.

Assim, o presente trabalho pretende determinar o valor intrínseco das ações da Ahold Delhaize utilizando duas metodologias, o *Discounted Cash Flow* (DCF) e o Método os Múltiplos, com o propósito de entregar uma recomendação aos investidores.

2. Revisão da Literatura

2.1. Enquadramento do Negócio

O setor do retalho alimentar que conhecemos hoje, teve início no século XX nos Estados Unidos da América e era composto essencialmente por pequenas lojas geridas por proprietários locais. Estes proprietários vendiam maioritariamente produtos secos, uma vez que na época, existiam lojas específicas para a venda de produtos frescos, como os talhos. Com o passar dos anos, surgiram as primeiras lojas em cadeia, o que permitiu a criação de vantagens operacionais, que por consequência resultou numa diminuição dos preços dos produtos. A mudança com maior impacto no setor foi a introdução do autosserviço, conceito criado por Clarence Saunder em 1916, com a cadeia Piggly Wiggly. Este formato permitiu aos clientes circular livremente pelas lojas e escolher diretamente os produtos que pretendiam, surgindo assim a oportunidade de os clientes adquirirem, pela primeira vez, produtos por impulso (Stanton, 2018).

Na Europa, os supermercados surgiram a partir da década de 1950, sendo que os pioneiros na adoção deste novo modelo foram a Tesco no Reino Unido, a Delhaize na Bélgica e a Carrefour em França. A expansão do supermercado autosserviço foi impulsionado pela evolução do setor automóvel e pelo crescimento do consumo, o que promoveu a criação de grandes superfícies, localizadas principalmente nas periferias das cidades (Murphy, A., 2020).

Com o passar do tempo, a indústria do retalho alimentar evoluiu, destacando-se a criação do comércio eletrónico na década de 1990. A possibilidade de adquirir produtos através de plataformas digitais marcou um ponto de viragem na história do retalho, através de empresas como a Amazon, eBay e PayPal. Estas inovações tecnológicas desempenharam um papel fundamental na transformação do panorama comercial, proporcionando aos consumidores experiências de compra contínuas e acessíveis a partir de qualquer lugar (Ntumba et al., 2023).

Durante a pandemia do Covid-19, o setor do retalho enfrentou várias transformações, tanto no que diz respeito, às mudanças no comportamento dos consumidores como também pela necessidade de uma maior adaptação a nível operacional. Neste período, verificou-se um aumento exponencial na preferência por compras online, o que obrigou os retalhistas a apostar na digitalização. A inclusão de inteligência artificial e *data analytics* nas operações de retalho tornou-se não só numa vantagem competitiva para as empresas, mas também, numa necessidade

estratégica, destacando o seu potencial na previsão da procura, no reabastecimento automático, na deteção de anomalias ou na evolução dos canais digitais (Adulyasak et al., 2024). Deste modo, estas tecnologias permitem que as empresas otimizem toda a cadeia de valor, desde o abastecimento até à personalização de campanhas publicitárias (Devarapalli, 2025).

A inteligência artificial tem-se afirmado como uma força transformadora no setor do comércio eletrónico, uma vez que recorre a algoritmos para analisar os dados dos utilizadores e personalizar as suas experiências. A utilização de *chatbots* e assistentes virtuais, têm melhorado significativamente o apoio ao cliente, garantindo uma compra mais personalizada para cada consumidor. Devido às capacidades preditivas da inteligência artificial, a utilização da mesma permite às empresas antecipar o comportamento dos consumidores e apresentar as devidas recomendações com base nas suas previsões (Ntumba et al, 2023).

No entanto, é importante realçar que a adoção da inteligência artificial levanta diversas preocupações éticas. Conforme Ajiga et al. (2024) uma das principais preocupações é garantir o uso ético e responsável destas tecnologias. Como tal, as empresas devem dar prioridade à proteção dos dados dos consumidores, assegurar a transparência dos algoritmos utilizados e garantir que os regulamentos de privacidade em vigor estão a ser cumpridos. Relativamente ao setor da segurança é necessário garantir que os sistemas de inteligência artificial, não contribuem para práticas discriminatórias baseadas em características como a raça, o gênero ou a condição socioeconómica. Já Adulyasak et al., (2024) considera que é necessário ter em atenção a fiabilidade dos dados, pois a IA é treinada com base em informação histórica, e o comportamento dos consumidores tem mudado significativamente nos últimos anos. Assim, é essencial atualizar os modelos econométricos com dados recentes para garantir maior rigor nos resultados.

Nos últimos anos, tem-se verificado uma alteração nos comportamentos dos consumidores relativamente ao tema da sustentabilidade, surgindo o termo de consumidor “ético”. Este tipo de consumidor sente-se responsável perante a sociedade e expressa essa responsabilidade através dos seus comportamentos de compra (De Pelsmacker et al., 2003). Desta forma, preocupa-se essencialmente com temas ambientais, mas a sua consciência estende-se também ao bem-estar dos animais, aos direitos humanos e às condições de trabalho dos países em desenvolvimento (Tallontire et al., 2001). Verifica-se, ainda, que a população mais

jovem está mais disposta a adquirir produtos sustentáveis do que as gerações mais velhas, que tendem a manter padrões de consumo mais tradicionais (Vermeir & Verbeke, 2006).

Porém, embora vários estudos indiquem que os consumidores valorizam cada vez mais produtos éticos e sustentáveis, verifica-se que os seus comportamentos de compra nem sempre são consistentes com esta intenção. Esta discrepância, “*attitude-behavior gap*” resulta de vários fatores contextuais e individuais, tais como o envolvimento do consumidor em temas relacionados com a sustentabilidade, os consumidores sentirem que a sua ação tem um impacto real e contribui para uma causa maior e a falta de informação clara relativamente aos produtos sustentáveis (Vermeir & Verbeke, 2006).

Como resposta às novas exigências por parte dos consumidores, as empresas estão cada vez mais dispostas a ajustar as suas estratégias, apostando em medidas mais sustentáveis, como a adoção de certificados ambientais, o apoio a produtores locais e cadeias de abastecimento mais curtas e transparentes. Este tipo de investimento é altamente favorável para a empresa, uma vez que está correlacionado com a reputação da mesma e com a satisfação do cliente e a sua intenção de recompra (Flores-Hernández et al., 2020).

3. Apresentação da Empresa

A Ahold Delhaize é uma empresa multinacional, com sede nos Países Baixos. A empresa resulta de uma fusão em 2016 entre a Ahold e a Delhaize Group.

A Delhaize Group foi fundada em 1867, na Bélgica pelos irmãos Delhaize. O grupo foi um dos pioneiros no início dos supermercados de autosserviço na Europa. Por sua vez, a Ahold foi fundada em 1887, nos Países Baixos, começando por ser apenas uma pequena mercearia. A partir de 1980, ambas as empresas optaram por uma estratégia de internacionalização através da aquisição de cadeias de retalhos dos EUA como a Stop & Shop, a Food Lion e a Hannaford.

A fusão de 2016 teve como principal objetivo reduzir os custos operacionais de forma a competir com empresas como a Walmart e da mesma forma permitir a expansão do e-commerce através da empresa Peapod, uma das empresas pioneiras nas compras online nos EUA, permitindo à Ahold Delhaize competir com a Amazon.

A Ahold Delhaize tem em 2025, 9.400 lojas em 9 países e conta com cerca de 400.000 colaboradores.

3.1. Gestão e *Corporate Governance*

A Ahold Delhaize adota uma estrutura de *corporate governance* dualista, composta por um Concelho de Administração Executivo e um Concelho de Supervisão. O Concelho de Administração Executivo é responsável pela gestão global da empresa, pela implementação da estratégia e pela supervisão das operações, incluindo a coordenação das atividades do Comité Executivo, que assegura a execução eficiente das decisões estratégicas.

O Concelho de Supervisão tem como principal função supervisionar e aconselhar o Concelho de Administração Executivo, garantindo que a estratégia da empresa está alinhada com os interesses de longo prazo dos *stakeholders*. Este Concelho também é responsável por aprovar decisões críticas, como emissões de ações, alterações significativas na estrutura da empresa ou aquisições efetuadas pela mesma.

O Comité Executivo é liderado pelo CEO, Frans Muller, e inclui outros membros do Concelho de Administração Executivo. Este órgão garante a ligação entre a liderança estratégica e a execução operacional, sendo frequentemente convidado a participar nas reuniões do Concelho de Supervisão.

A Ahold Delhaize é considerada uma empresa estável a nível da sua liderança, uma vez que Frans Muller permanece o CEO da Ahold Delhaize desde 2018, após ter liderado o grupo Delhaize antes da fusão com a empresa Ahold, tendo desempenhado um papel central na fusão das duas empresas em 2016. A continuidade de funções verificada nos últimos anos garante uma estratégia consistente e assegura uma gestão profissional, transparente e equilibrada, num setor que está em constante transformação.

3.2. Política de Dividendos

A Ahold Delhaize adota uma política de dividendos com foco na distribuição de dividendos progressivos ao longo do tempo com o objetivo de criar valor aos seus acionistas. A empresa procura manter um *payout ratio* estável de cerca de 40% a 50% dos lucros, sendo que em 2024, a Ahold Delhaize distribuiu dividendos brutos de 1,17€ por ação, um aumento de 6,4% face ao ano anterior.

Para além da distribuição regular de dividendos, a empresa realiza também programas de recompra das suas próprias ações, conforme as suas necessidades de investimento. Em 2024, anunciaram um programa de recompra de ações no valor de 1 bilhão€.

4. Metodologia

Determinar a avaliação de um ativo ou de uma empresa está no centro da análise financeira, quer seja no estudo da eficiência dos mercados, em questões sobre as medidas do governo das sociedades (*corporate governance*) ou nas decisões de investimento (Damodaran, 2006). Todos os ativos, tanto financeiros como reais, apresentam um valor. A chave para investir e gerir com sucesso estes ativos reside em compreender não só qual é o seu valor, mas também as fontes do mesmo (Damodaran, 2002).

No entanto, determinar o valor dos ativos pode causar alguma incerteza ou desacordo. As perceções de valor dos investidores têm de ter como fundo a realidade, o que implica que o preço pago por cada ativo deve refletir os *cash-flows* esperados ajustados ao risco, porém estas projeções estão sujeitas a erros e às perceções subjetivas dos analistas (Damodaran, 2002).

Existem um conjunto de mitos no âmbito da avaliação de ativos que não representam a realidade, nomeadamente que os modelos de avaliação são quantitativos logo a sua avaliação final é intrinsecamente objetiva. Segundo Damodaran (2002), os *inputs* utilizados nos modelos de avaliação são maioritariamente subjetivos, assim o valor final obtido através dos modelos é influenciado pelos enviesamentos de quem efetua a análise. Penman (2023) acrescenta que os modelos de avaliação podem causar alguma preocupação quando utilizados de forma acrítica, uma vez que os *inputs* utilizados são subjetivos, ou seja, o analista pode, intencionalmente ou não, utilizar os *inputs* que pretende só para chegar a um determinado resultado. Assim, o uso de pressupostos especulativos gera inevitavelmente uma avaliação especulativa.

Os investidores também têm de ter em consideração que cada modelo de avaliação é influenciado pela informação de mercado disponível no momento da análise. Assim, o valor final irá alterar-se conforme as novas informações de mercado podendo afetar apenas a empresa em si, a indústria em que está inserida ou alterar as expectativas do mercado como um todo (Damodaran, 2002). Koller, Goedhart & Wessels (2005) destacam também, o benefício da incerteza nos modelos de avaliação, uma vez que permite aos analistas procurar e incluir mais informação nos seus modelos, tornando a avaliação mais robusta e adaptada à realidade dos mercados.

Existem diversos modelos de avaliação que podem ser utilizados, desde os mais simples aos mais sofisticados, estes modelos podem apresentar características em comum, e também conter suposições diferentes (Damodaran, 2006). Segundo Damodaran (2006), existem quatro métodos de avaliação, o método *Discounted Cash Flow* (DCF), a avaliação contábilística e de liquidação, o método *Relative Valuation*, ou método de múltiplos, e a avaliação através de *option pricing models*.

Este trabalho irá basear-se em dois métodos de avaliação: o método do DCF, que considera que o valor intrínseco de uma empresa é determinado através do valor presente dos fluxos de caixa futuros esperados, descontados a uma taxa de desconto que reflete o risco do investimento (Pinto et al., 2010), e o método dos múltiplos, que estima o valor dos ativos com base em como ativos semelhantes estão atualmente avaliados no mercado (Damodaran, 2002).

4.1. Discounted Cash Flow

O método do *Discounted Cash Flow* assume o pressuposto que o valor de um ativo corresponde ao valor presente dos *cash-flows* que se espera que gere no futuro, permitindo assim determinar o valor intrínseco do mesmo. (Damodaran, 2006).

Segundo Kaplan & Ruback (1995), o método do DCF gera estimativas de valor relativamente próximas aos valores efetivamente pagos em aquisições ou fusões de empresas e ainda apresenta uma aplicabilidade ampla, sendo possível aplicar este modelo em diversas circunstâncias, ao contrário do método dos múltiplos.

Conforme Damodaran (2006) ao aplicar o método do *Discounted Cash Flow*, é possível optar por duas abordagens: a avaliação do valor da empresa como um todo ou a avaliação do valor do capital próprio.

Na abordagem relativa ao valor do capital próprio, é utilizado o *Free Cash Flow to Equity* (FCFE) que corresponde aos fluxos de caixa dos ativos da empresa após o pagamento da dívida e a realização dos reinvestimentos necessários ao crescimento futuro. A taxa de desconto utilizada considera exclusivamente o custo do financiamento de capital próprio (Damodaran, 2006). Este método permite determinar o valor intrínseco do capital próprio da empresa, ou seja, o valor presente que os acionistas esperam receber no futuro.

Relativamente à abordagem através do valor da empresa como um todo, utiliza-se o *Free Cash Flow to Firm* (FCFF) e o *Adjusted Present Value* (APV). O *Free Cash Flow to Firm* corresponde aos fluxos de caixa dos ativos gerados pela empresa antes do pagamento da dívida e após a realização dos reinvestimentos necessários ao crescimento futuro, representando o fluxo de caixa disponível para todos os investidores, acionistas e credores. A taxa de desconto utilizada é o custo médio ponderado de capital (WACC) e considera o custo de financiamento não só do capital próprio, mas também da dívida (Damodaran, 2006). Enquanto a FCFE permite determinar o valor intrínseco do capital próprio da empresa, o FCFF permite calcular o valor intrínseco total da empresa.

Para efeitos da análise, optou-se por abordar mais a fundo o método *Free Cash Flow to Firm* (FCFF), dado que a estrutura de capital da Ahold Delhaize permanecerá relativamente estável nos próximos cinco anos.

4.1.1. Free Cash Flow to Firm (FCFF)

Segundo Pinto et al. (2010), o *Free Cash Flow to Firm* (FCFF) corresponde ao fluxo de caixa disponível para os fornecedores de capital de uma empresa após terem sido pagas todas as despesas operacionais (incluindo os impostos) e realizados os investimentos necessários em capital circulante e em capital fixo.

A fórmula utilizada para determinar o valor dos FCFF é a seguinte:

$$\begin{aligned} FCFF = & \text{Resultado Operacional} \times (1 - \text{taxa de imposto sobre os lucros}) \\ & + \text{Amortizações e Depreciações} - \Delta \text{Necessidades de Fundo de Maneio} \\ & - \text{Investimento em ativos fixos} \end{aligned}$$

O próximo passo para determinar o valor da empresa, é a atualização dos FCFF. A taxa de desconto utilizada para este modelo é a *weighted-average cost of capital* (WACC), que se traduz na média ponderada das taxas de retorno sobre o capital próprio e a dívida, após o pagamento de impostos, que é exigida pelos investidores (Pinto et al., 2010).

O cálculo da taxa de retorno WACC apresenta a seguinte fórmula:

$$WACC = \frac{Debt}{Debt + Equity} \times r_d \times (1 - t) + \frac{Equity}{Debt + Equity} \times r_e$$

Em que:

- *Debt* - Valor da dívida
- *Equity* - Valor do capital próprio
- r_d - Custo da dívida (antes dos impostos)
- r_e - Custo do capital próprio
- t - Taxa de imposto sobre os lucros

Depois de calculados os FCFF e a taxa WACC, é possível determinar o valor da empresa:

$$Value\ of\ Firm = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t}$$

Caso se pretenda analisar a empresa para além de um período finito, é necessário assumir que os fluxos de caixa após o ano n , crescerão a uma taxa constante g ao longo do tempo (Damodaran, 2002).

Desta forma, adiciona-se o valor terminal à fórmula anterior, permitindo assim calcular o valor da empresa através da seguinte fórmula:

$$Value\ of\ Firm = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{[FCFF_{n+1}/(WACC-g_n)]}{(1+WACC)^n}$$

4.2. Método dos Múltiplos

Como já foi referido, o método dos múltiplos é utilizado para estimar o valor de uma empresa, através da comparação de empresas semelhantes. Conforme Pinto et al. (2010) este método assume a ideia de que ativos comparáveis devem ter valores semelhantes, aplicando este método tipicamente através do cálculo de rácios a empresas concorrentes.

Segundo Damodaran (2002), para aplicar este método é necessário garantir que os valores estão “padronizados”, sendo que podem estar “padronizados” ao nível dos lucros que as empresas geram, ao nível do valor contabilístico das empresas ou ao nível da receita das empresas. Este autor, evidência também a importância de escolher empresas efetivamente similares, e da necessidade de se ajustar as diferenças encontradas.

O método dos múltiplos é um dos métodos mais utilizados para determinar o valor de uma empresa, devido à sua simplicidade na compreensão e comunicação dos dados (Liu, Nissim & Thomas, 2002). Já Damodaran (2002) aponta que este método é amplamente utilizado, uma vez que é realizado de forma mais rápida e necessita de menos pressupostos que o método dos *Discounted Cash Flow*. Ainda, o autor afirma que este método permite refletir o estado atual do mercado, uma vez que procura calcular o valor de uma empresa em relação a empresas comparáveis e não o valor intrínseco da mesma.

Ainda assim, este método apresenta algumas limitações, como a dificuldade de encontrar empresas completamente comparáveis, uma vez que, mesmo empresas do mesmo setor apresentam diferenças no seu risco, crescimento e *cash-flow* (Damodaran, 2002). Ainda, segundo Lie & Lie (2002) é necessário ter atenção ao tipo de múltiplo e empresa utilizados para a análise, pois a precisão, o enviesamento nas estimativas de valor e também a performance geral dos múltiplos variam muito consoante o tamanho, a rendibilidade e o valor dos ativos intangíveis da empresa.

5. Análise do Mercado

5.1. Análise Macroeconómica

Para a análise macroeconómica é fundamental analisar os diversos índices numa perspetiva global, uma vez que a Ahold Delhaize opera na Europa e também nos Estados Unidos da América.

O ambiente macroeconómico dos últimos 5 anos foi marcado por diversas situações que provocaram instabilidade como o Covid-19 em 2020, a Guerra na Ucrânia em 2022 e a crise no Médio Oriente em 2023. Estes eventos afetaram a economia mundial, provocando incerteza nos mercados e uma desaceleração no crescimento económico global.

Segundo o Fundo Monetário Europeu (FMI), em 2024, o Produto Interno Bruto (PIB) mundial cresceu 3,3% uma diminuição de 0,2% face ao ano anterior. O FMI prevê que nos próximos dois anos o PIB mundial cairá para 2,8%, em 2025, e 3% em 2026, sendo que o país mais afetado será os Estados Unidos da América que irá sofrer uma redução de 2,8% em 2024 para 1,8% em 2025 e 1,7% em 2026.

A inflação mundial apresenta uma descida face a 2023, situando-se nos 5,7%, valor ainda relativamente elevado, porém inferior ao ano de 2022 que estava nos 8,6%. Segundo o FMI, a percentagem de inflação irá diminuir nos próximos dois anos, atingindo os 4,3% em 2025 e os 3,6% em 2026, valores estes próximos da percentagem de inflação registada em 2019 que se situava nos 3,5%.

A Ahold Delhaize depende da economia de cada país, principalmente dos países europeus onde opera e dos EUA. Numa perspetiva futura, se, por um lado, é favorável a diminuição da inflação pois permite estabilizar os preços dos produtos e oferecer um maior poder de compra aos consumidores, é importante reconhecer que as economias mundiais atravessam um contexto frágil e incerto, altamente influenciado por acontecimentos externos.

5.2. Análise da Indústria do Retalho Alimentar

O setor do retalho alimentar assume um papel crucial na economia atual, não só por o seu peso no PIB de cada país, como também pela sua importância social e logística, uma vez que emprega um número significativo de pessoas e é fundamental para o abastecimento alimentar da população.

Segundo a *EuroCommerce*, organização europeia que representa o setor do retalho e grossista, estima-se que o setor represente cerca de 10% do PIB da União Europeia e que gera cerca de 26 milhões de postos de trabalho, representando 5 milhões de negócios sendo 99% deles pequenas e médias empresas. Ainda assim, o setor apresenta uma forte fragmentação regional e inclui diversas grandes empresas que dominam grande parte da indústria uma vez que estão presentes em diversas partes do mundo, como o Lidl, Aldi, Carrefour, Tesco e Ahold Delhaize.

Nos Estados Unidos da América, os supermercados e mercearias registaram cerca de 900 mil milhões de dólares (Statista, 2024) de vendas em 2024, sendo um setor dominado por grandes empresas como a Walmart, Kruger, Costco e Amazon, que dominam uma parte significativa da distribuição alimentar no país.

Com base no relatório “*The State of Grocery Retail Europe 2025*” realizado pela consultora McKinsey e pela organização europeia EuroCommerce verifica-se que o ano de 2024 marcou um ponto de estabilização depois de vários anos marcados por taxas de inflação elevadas e mudanças no comportamento dos consumidores. Em 2024, as vendas no setor do retalho alimentar aumentaram 2,4% na Europa, valor acima da taxa de inflação alimentar de 2,3%, porém em termos de volume médio de vendas cresceu apenas 0,2% em 2024.

Relativamente ao comportamento dos consumidores, o estudo verificou que o efeito de *downtrading*, comportamento em que os consumidores optam por produtos mais baratos, através da aquisição de marcas próprias ou itens com melhor custo-benefício, diminuiu 0,1% depois de dois anos em que este efeito foi bastante elevado. Esta variação está também relacionada com o equilíbrio que se verificou entre o efeito de *downtrading* e *trading up*, uma vez que em 2024, 25% dos consumidores optou por adquirir as alternativas mais caras.

Ainda assim, verificou-se que as marcas das próprias entidades apresentam uma grande procura e que são competição direta às *A-brands*, uma vez que 81% dos consumidores acreditam que as marcas “brancas” têm a mesma ou mais qualidade que as *A-brands* e 84% dos consumidores dizem que continuariam a consumir marcas “brancas” mesmo que o seu rendimento aumentasse.

Outro aspeto relevante do estudo é a crescente procura por produtos mais sustentáveis e saudáveis principalmente pela geração Z. Com este estudo algumas conclusões retiradas foram que 45% da geração Z tem intenção de comprar produtos saudáveis em 2025 e que 1 em 3 consumidores desta geração estaria

disposto a pagar extra por produtos mais saudáveis. Está, também, mais disposta a adquirir produtos com mais qualidade e frescos, produtos com menos calorias e com mais proteína. Ainda que o estudo conclua que a geração Z é quem mais preocupa com este tipo de produtos, conclui também que todas as gerações se preocupam com o tema da alimentação saudável variando apenas nas suas preferências de produtos. Outra conclusão retirada também interessante é que apenas 35% dos consumidores consideram que os estabelecimentos que frequentam oferecem a quantidade pretendida de produtos saudáveis.

Adicionalmente, uma tendência crescente é o atendimento personalizado de forma a captar melhor a atenção dos consumidores, de acordo com o relatório 56% dos consumidores apontam que frequentariam novamente um estabelecimento depois de uma experiência personalizada.

Por fim, um tópico de extrema relevância para as empresas europeias é a aposta na evolução da tecnologia como a inteligência artificial e bases de dados com o intuito de melhorar a produtividade, a decisão dos gestores, alcançar uma maior automação da cadeia de abastecimento e acelerar a inovação tanto a nível da produção e distribuição como nas interações com os consumidores.

5.3. Análise da Concorrência

A Ahold Delhaize está inserida num setor bastante competitivo e fragmentado, tanto na Europa como nos EUA. Este setor caracteriza-se pela necessidade de investimentos em capital, por margens tradicionalmente baixas e pelas constantes alterações no seu formato, quer seja a nível de inovações ou pela procura de vias mais sustentáveis.

Na Europa, a Ahold Delhaize compete com grandes empresas como o Lidl, Aldi, Carrefour e Tesco. O Lidl e o Aldi classificam-se como *discounters*, ou seja, são empresas que optam por uma proposta de valor baseada em preços baixos e produtos limitados, focados na diferenciação. Este tipo de estabelecimentos têm vindo a registar um crescimento elevado, principalmente nos últimos anos.

Nos EUA, os principais concorrentes são empresas como a Walmart, Kroger, Cosco e também a Amazon. Estes concorrentes são extremamente fortes nas vendas pelos meios tradicionais como as lojas físicas e também através das vendas

pelo formato online, o que obriga a Ahold Delhaize a diversificar as suas fontes de rendimento e a apostar cada vez mais no e-commerce.

Embora a Ahold Delhaize detenha posições de liderança em diversos países europeus como os Países Baixos, Bélgica, Grécia, Roménia e também em alguns estados dos Estados Unidos da América , esta ainda está aquém das grandes empresas de retalho alimentar presentes na Europa e EUA. De forma a se destacar dos estabelecimentos mencionados, a empresa tem investido na transformação digital, através de investimentos em inteligência artificial aplicado à gestão de inventários e armazéns automatizados e também através da evolução das aplicações personalizadas que permitem atrair os consumidores, uma vez que estes demonstram uma preferência crescente por rapidez, conveniência e transparência (PwC, 2019). A Ahold Delhaize tem vindo a apostar também na sustentabilidade, promovendo cadeias de abastecimento locais, produtos mais saudáveis e de origem responsável e também garantir metas de descarbonização, como atingir o carbono neutro em 2040.

6. Análise Estratégica da Empresa

Para a análise estratégica da empresa Ahold Delhaize, foram utilizados o modelo de *Porter* (Modelo das Cinco Forças de Porter) e a análise SWOT (*Strengths, Weaknesses, Opportunities e Threats*).

O modelo das cinco forças, desenvolvido por Michael E. Porter em 1979, permite avaliar o grau de competitividade de um determinado setor, com base em cinco forças competitivas: ameaça de entrada de novos concorrentes, rivalidade entre os concorrentes, ameaça de produtos substitutos, poder de negociação de clientes e poder de negociação dos fornecedores. A análise destas forças permite compreender a pressão competitiva do mercado e o posicionamento estratégico da empresa. Quando a pressão competitiva é menor, a indústria tende a apresentar maiores retornos e, conseqüentemente, maior rentabilidade. Pelo contrário, uma pressão competitiva elevada indica um setor menos atrativo e com lucros potenciais menores.

Por sua vez, a análise SWOT indica os fatores internos (*Strengths e Weaknesses*) e os fatores externos (*Opportunities e Threats*) que afetam o desempenho de uma organização. Trata-se de uma ferramenta essencial, pois permite integrar a análise do ambiente externo com a análise interna da empresa, apoiando o processo de decisão estratégica com base nos seus pontos fortes e fracos, bem como nas oportunidades e ameaças identificadas.

6.1. Modelo de Porter

Ameaça de Entrada de novos Concorrentes – Moderada/Baixa

Apesar do setor do retalho ser atrativo em termos de volume, existem diversas barreiras à entrada de novos concorrentes, como por exemplo, a exigência de grandes investimentos logísticos, a necessidade de redes de distribuição alargadas, assim como, o constante investimento em novas tecnologias como o e-commerce.

Outro fator relevante diz respeito à elevada regulamentação imposta pelos próprios países e pela União Europeia em relação aos preços assim como à segurança alimentar, impondo vários requisitos de higiene e atenção a riscos biológicos, químicos e nutricionais dos alimentos vendidos. Ainda, torna-se extremamente difícil competir com empresas que já possuem a lealdade dos consumidores e, portanto, já desenvolveram uma reputação confiável, sendo

necessário para as novas empresas um esforço extra na diferenciação dos seus produtos de forma a captar a atenção dos consumidores.

Rivalidade entre os Concorrentes – Alta

O setor do retalho alimentar é bastante competitivo e é dominado por diversas empresas com uma grande dimensão, sendo necessário uma constante diferenciação ao nível dos preços, conveniência e a própria experiência do consumidor.

A Ahold Delhaize está presente no mercado europeu onde compete com empresas como o Aldi, Lidl, Carrefour e Tesco. Além da sua forte presença na Europa, esta também opera nos EUA, onde concorre com organizações como a Walmart, Amazon/Whole Foods, Kroger e Costco.

De forma a se destacar em ambos os mercados, a empresa tem investido significativamente na inovação tecnológica e transformação digital. Alguns exemplos do investimento realizado é por exemplo, o reforço das plataformas de e-commerce e parcerias estratégicas com empresas de entregas rápidas, como a DoorDash.

Simultaneamente, a empresa aposta na diferenciação através da sustentabilidade, apresentando compromissos claros na redução das emissões de carbono e o combate ao desperdício alimentar. Ainda, a empresa valoriza a aproximação com os mercados locais, através de parcerias com fornecedores regionais e a adaptação dos seus produtos consoante as preferências culturais e alimentares de cada país.

Ameaça de Produtos Substitutos – Moderada

A ameaça de produtos substitutos é moderada, uma vez que os produtos alimentares são numa necessidade básica. No entanto, tem se verificado mudanças nos hábitos de consumo, existindo uma maior preferência por restaurantes, serviços de entrega e também pela aquisição de produtos orgânicos e de origem local, forçando as empresas a inovar e a adotar novas práticas comerciais.

De forma a dar resposta a estas mudanças, a Ahold Delhaize tem procurado diferenciar-se através da construção de uma identidade corporativa assente na responsabilidade social e ambiental. Esta abordagem permite à empresa posicionar-se de forma única face aos seus concorrentes, atraindo os segmentos de

consumidores mais conscientes, que priorizam a saúde, o bem-estar e o impacto das suas escolhas de consumo.

Poder de Negociação dos Clientes – Alto

Face ao elevado número de opções disponíveis no mercado e devido ao fácil acesso à informação, os consumidores têm hoje um maior poder de escolha, guiando-se sobretudo pelo preço, as características do produto e as avaliações presentes na internet.

Esta maior exigência por parte dos clientes, obriga as empresas do setor do retalho a inovar e a oferecer benefícios adicionais, como por exemplo garantir preços competitivos nos seus produtos e também estratégias de fidelização através de programas de pontos ou sorteios.

A Ahold Delhaize opta por uma resposta estratégica que consiste, por um lado, na oferta de mais de 7.700 produtos acessíveis sob as suas marcas próprias. Por outro lado, a empresa implementa estratégias de fidelização como o “*Premium Loyalty Program*”, que conta já com mais de 1 milhão de consumidores inscritos e oferece 10% de desconto em produtos orgânicos e à base de plantas.

Poder de Negociação dos Fornecedores – Moderado

O poder dos fornecedores no setor do retalho alimentar é, em geral, reduzido, dada a grande oferta disponível e o poder de compra significativo de grupos como a Ahold Delhaize. Esta relação desequilibrada permite à empresa negociar condições vantajosas e alternar fornecedores com facilidade, sobretudo no caso de produtos comuns ou de menor valor acrescentado.

Ainda assim, certos fornecedores detêm poder acrescido, nomeadamente os que fornecem produtos frescos, sazonais, sustentáveis, diferenciados e com uma forte identidade de marca ou produtos com elevada volatilidade de preço como o azeite ou os frutos secos.

Para reduzir essa dependência, a Ahold Delhaize aposta em parcerias locais, marcas próprias e infraestruturas logísticas próprias, além de integrar a aliança EURELEC, com o objetivo de tornar os preços justos entre os vários mercados europeus.

6.2. Análise SWOT

Figura 1 - Análise SWOT

S	W	O	T
Strengths	Weaknesses	Opportunities	Threats
<ul style="list-style-type: none">• Presença geográfica diversificada• Foco na digitalização• Foco na sustentabilidade• Parcerias estratégicas com fornecedores locais	<ul style="list-style-type: none">• Foco predominante em mercados saturados• Complexidade operacional	<ul style="list-style-type: none">• Expansão do e-commerce alimentar• Expansão do mercado de produtos sustentáveis e saudáveis• Aquisições estratégicas em mercados emergentes• Inovações na cadeia de abastecimento	<ul style="list-style-type: none">• Inflação e aumento dos custos operacionais• Riscos geopolíticos e conflitos internacionais• Pressões regulatórias ambientais e fiscais• Mudança acelerada dos hábitos de consumo

Fonte: Elaboração Própria

7. Avaliação

Como mencionado anteriormente, para calcular o valor da ação da Ahold Delhaize à data de 31-12-2024, iremos utilizar o modelo do *Discounted Cash Flow* (DCF), através do método FCFF, uma vez que assumimos que o capital da empresa não irá sofrer alterações nos próximos anos.

Ainda, para complementar a análise efetuada através do método FCFF, iremos aplicar o método dos múltiplos, que permite avaliar a empresa em comparação às empresas do mesmo ramo. Os dados utilizados para a avaliação foram retirados dos Relatário e Contas de 2020 a 2024.

7.1. FCFF

Para calcular os *Free Cash Flow to Firm*, é necessário estimar o valor do resultado operacional para os próximos cinco anos, que corresponde ao lucro da empresa antes dos encargos financeiros e dos impostos sobre o lucro gerado. Ao valor do resultado operacional deve-se considerar o efeito da taxa de imposto (t) e de seguida, somar o valor das depreciações e subtrair o valor do investimento em ativos fixos (Capex) e a variação das necessidades de fundo de maneio (NFM).

7.1.1. Resultado Operacional

Para o cálculo do resultado operacional, temos de considerar três elementos, o rendimento referente às vendas, os outros rendimentos operacionais e os gastos operacionais.

Relativamente ao rendimento derivado das vendas, esta é composta por vendas em lojas próprias, vendas ou comissões relativas a *franchisees*, vendas online e vendas em grosso. No relatório e contas da Ahold Delhaize, as vendas dividem-se em dois mercados: os Estados Unidos da América e a Europa. Relativamente às vendas na Europa, a empresa está presente nos seguintes países: Holanda, Bélgica, Luxemburgo, República Checa, Grécia, Sérvia e Roménia.

O crescimento do setor do retalho alimentar, como mencionado na análise macroeconómica, depende da situação económica de cada país e da taxa de inflação, uma vez que influenciam o poder de compra dos consumidores. Desta forma, para definir os pressupostos relativos ao rendimento derivado das vendas utilizou-se as previsões do PIB real e da taxa de inflação de cada região

disponibilizado pelo Fundo Monetário Internacional (FMI) em abril de 2025. Relativamente aos valores da Europa, foi calculada uma média dos países onde a Ahold Delhaize desenvolve a sua atividade.

Tabela 1 - Previsão Crescimento PIB Real e Taxa de Inflação por região

Europa	2025	2026	2027	2028	2029
PIB	1,786%	2,171%	2,257%	2,171%	2,214%
Inflação	3,100%	2,429%	2,386%	2,271%	2,243%
Total	4,886%	4,600%	4,643%	4,443%	4,457%

EUA	2025	2026	2027	2028	2029
PIB	1,8%	1,7%	2,0%	2,1%	2,1%
Inflação	3,0%	2,5%	2,1%	2,2%	2,2%
Total	4,8%	4,2%	4,1%	4,3%	4,3%

Fonte: FMI

Tabela 2 - Previsão Rendimento derivado das vendas

Valor em Milhões€	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Europa	35 158	36 876	38 572	40 363	42 156	44 035
EUA	54 198	56 800	59 185	61 612	64 261	67 024
Total	89 356	93 675	97 757	101 975	106 417	111 059

Fonte: Elaboração Própria

Para o cálculo dos outros rendimentos operacionais, assumiu-se o pressuposto que estes rendimentos variam com base no valor do rendimento das vendas. Assim, calculámos a proporção dos outros rendimentos no rendimento das vendas dos últimos cinco anos e efetuamos a respetiva média. Considera-se que os outros rendimentos operacionais irão aumentar ao longo dos próximos cinco anos conforme a média calculada de 0,61%.

Tabela 3 - Previsão Outros Rendimentos Operacionais

Valor em Milhões€	2020	2021	2022	2023	2024
Rendimento Vendas	74 736	75 602	86 985	88 734	89 356
Outros Rendimentos	470	531	663	414	431
Proporção Vendas	0,63%	0,70%	0,76%	0,47%	0,48%
Média 5 anos	0,61%				

Valor em Milhões€	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Outros Rendimentos	431	434	436	439	442	444

Fonte: Elaboração Própria

De seguida, é necessário calcular os gastos operacionais. Conforme o Relatório e Contas da Ahold Delhaize, os gastos operacionais da empresa estão divididos em três categorias: custos das vendas (*Cost of sales*), despesas com as vendas (*Selling expenses*) e despesas gerais e administrativas (*General and Administrative*).

Para efetuar a previsão dos gastos operacionais, decidiu-se analisar o peso de cada uma das categorias em relação ao valor dos rendimentos proveniente das vendas e de seguida, calcular a respetiva média para os últimos cinco anos. Este pressuposto foi utilizado, uma vez que os gastos operacionais variam em conformidade com o valor das vendas, logo a margem irá manter-se nos próximos 5 anos.

Conforme os cálculos efetuados, os custos das vendas representam 72,96% das vendas, as despesas das vendas 19,52% e as despesas gerais e administrativas 4,53%.

Tabela 4 - Previsão Gastos Operacionais

Valor em Milhões€	2020	2021	2022	2023	2024
Cost of Sales	54 160	54 916	63 689	64 880	65 551
Selling Expenses	14 620	14 929	16 989	17 320	17 192
General and Administrative	4 235	2 967	3 201	4 102	4 261
Total Gastos Operacionais	73 015	72 812	83 879	86 302	87 004
Total Vendas	74 736	75 602	86 985	88 734	89 356
% Cost of Sales	72,47%	72,64%	73,22%	73,12%	73,36%
% Selling Expenses	19,56%	19,75%	19,53%	19,52%	19,24%
% General and Administrative	5,67%	3,92%	3,68%	4,62%	4,77%
Média Cost of Sales	72,96%				
Média Selling Expenses	19,52%				
Média General and Administrative	4,53%				

Valor em Milhões€	2024	2025 E	2026 E	2027 E	2028 E	2029 E
Cost of Sales	65 551	68 346	71 324	74 401	77 642	81 029
Selling Expenses	17 192	18 285	19 082	19 905	20 772	21 679
General and Administrative	4 261	4 246	4 431	4 622	4 823	5 034
Total Gastos Operacionais	87 004	90 877	94 837	98 928	103 238	107 742

Fonte: Elaboração Própria

Uma vez estimada a receita e os gastos operacionais, torna-se possível calcular o resultado operacional para os próximos cinco anos. Conforme a fórmula

dos FCFF, o valor do EBIT deve ser ajustado através da taxa de imposto (t). Para o cálculo da taxa, foi efetuada a média da taxa de marginal de cada região (EUA e Europa) pelo peso proporcional das vendas. Como a Ahold Delhaize não divulga a repartição exata dos lucros por país, optou-se por considerar a taxa marginal dos EUA (21%) e para a Europa utilizou-se a taxa marginal dos Países Baixos, por ser onde a empresa está sediada (25,8%). A taxa de imposto calculada foi de 22,89%, sendo esta taxa aplicada ao valor do EBIT.

Tabela 5 - Previsão Resultado Operacional (EBIT)

Valor em Milhões€	2024	2025 E	2026 E	2027 E	2028 E	2029 E
Vendas	89 356	93 675	97 757	101 975	106 417	111 059
Outros Rendimentos	431	434	436	439	442	444
Gastos Operacionais	87 004	90 877	94 837	98 928	103 238	107 742
EBIT	2 783	3 232	3 357	3 485	3 621	3 762
EBIT(1-t)	2 180	2 492	2 588	2 688	2 792	2 901

Fonte: Elaboração Própria

7.1.2. Depreciações e Investimento em ativos fixos (Capex)

Os investimentos em ativos fixos (Capex), realizados pela empresa, são fundamentais para a evolução da atividade operacional da mesma, pois permitem expandir a capacidade operacional, garantindo o crescimento e a competitividade da empresa no longo prazo.

Através da análise ao Balanço Consolidado da Ahold Delhaize, verificou-se que estes investimentos ocorrem principalmente nas rubricas dos Ativos Fixos Tangíveis, que incluem as lojas, os supermercados, armazéns, máquinas e outros equipamentos, assim como na rubrica de Ativos por direito de uso, Propriedade de Investimento, e também na rubrica de Ativos Intangíveis, estes ativos dizem respeito ao Goodwill adquirido através de *business combinations*, marcas da Ahold Delhaize e relações com diversos *franchisees*.

O pressuposto utilizado para a previsão dos investimentos em capital fixo, foi o cálculo da taxa composta com base nos últimos cinco anos, uma vez que estas rubricas apresentaram nos últimos anos uma evolução estável. Conforme os cálculos efetuados, chegou-se às seguintes taxas de crescimento: 2,82% para os Ativos Fixos Tangíveis, 6,66% para os Ativos por direito de uso, -5,43% para a Propriedade de Investimento e 3,41% para os Ativos Intangíveis.

Relativamente ao valor das depreciações, optou-se por efetuar a média das depreciações registadas nos últimos cinco anos. Conforme os cálculos efetuados a taxa de depreciação a utilizar nos próximos cinco anos é de 9,48%.

De forma a obter o valor do Capex, é necessário somar o valor das depreciações ao valor da variação do investimento em ativos fixos.

$$Capex = Depreciações + \Delta Investimento \text{ em ativos fixos}$$

Tabela 6 - Previsão Capex

Valor em milhões€	2020	2021	2022	2023	2024
AFT	10 696	11 838	12 482	11 647	11 953
Ativos por direito de uso	7 455	9 010	9 607	9 483	9 649
Propriedades de investimento	739	708	661	591	591
Ativos intangíveis	11 565	12 770	13 174	12 998	13 420
Total	30 455	34 326	35 924	34 719	35 613
Var. Ativos de Investimento	-315	3 871	1 598	-1 205	894
Depreciações	2 844	3 007	3 433	3 469	3 477
CAPEX	2 529	6 878	5 031	2 264	4 371
Taxa crescimento c. AFT	2,82%				
Taxa crescimento c. Ativo direito uso	6,66%				
Taxa crescimento c. Propriedade Inv.	-5,43%				
Taxa crescimento c. AI	3,79%				
Taxa Depreciação	9,34%	8,76%	9,56%	9,99%	9,76%
Taxa Depreciação Média	9,48%				

Valor em milhões€	2024	2025 E	2026 E	2027 E	2028 E	2029 E
AFT	11 953	12 290	12 636	12 992	13 358	13 734
Ativos por direito de uso	9 649	10 292	10 977	11 709	12 489	13 321
Propriedades de investimento	591	559	529	500	473	447
Ativos Intangíveis	13 420	13 928	14 456	15 004	15 573	16 163
Total	35 613	37 069	38 598	40 204	41 892	43 664
Var. Ativos de Investimento	894	1 456	1 529	1 606	1 687	1 773
Depreciações	3 477	3 515	3 660	3 812	3 972	4 140
Capex	4 371	4 971	5 189	5 418	5 659	5 913

Fonte: Elaboração Própria

7.1.3. Necessidades de Fundo de Maneio

As necessidades de fundo de maneio representam os recursos necessários para cobrir as operações diárias de uma empresa e garantir o seu funcionamento. Para calcular as necessidades de fundo de maneio, é necessário determinar o valor das necessidades cíclicas e dos recursos cíclicos. Com base no Balanço

consolidado da Ahold Delhaize, foram considerados como necessidades cíclicas da empresa os Inventários, os Clientes e o Estado e outros entes Públicos. Relativamente aos recursos cíclicos foram considerados as Dívidas a Pagar e o Estado e outros entes Públicos.

Para a previsão das necessidades de fundo de maneo dos próximos cinco anos, optou-se por calcular o peso de cada uma destas rubricas em relação ao valor da receita proveniente das vendas e de seguida, calcular a respetiva média para os últimos cinco anos. Este pressuposto foi utilizado, uma vez que tanto as necessidades cíclicas como os recursos cíclicos dependem do valor da receita.

Tabela 7 - Previsão Necessidades de Fundo de Maneio

Valor em milhões€	2020	2021	2022	2023	2024
Inventários	3 245	3 728	4 611	4 583	4 797
Clientes	1 975	2 058	2 340	2 488	2 721
EOEP	58	45	35	68	95
Necessidades Cíclicas	5 278	5 831	6 986	7 139	7 613
Fornecedores	6 795	7 563	8 162	8 278	8 524
EOEP	128	96	230	114	104
Outras Dívidas a Pagar	3 125	3 483	3 595	3 451	3 583
Recursos Cíclicos	10 048	11 142	11 987	11 843	12 211
NFM	-4 770	-5 311	-5 001	-4 704	-4 598
Variação NFM	-1 077	-541	310	297	106
Média % Inventário	5,02%				
Média % Clientes	2,78%				
Média % EOEP Ativo	0,07%				
Média % Fornecedores	9,47%				
Média % EOEP Passivo	0,16%				
Média % Outras Dívidas	4,16%				

Valor em milhões€	2024	2025 E	2026 E	2027 E	2028 E	2029 E
Inventários	4 797	4 704	4 909	5 121	5 344	5 577
Clientes	2 721	2 605	2 718	2 836	2 959	3 088
EOEP	95	68	70	73	77	80
Ativos Operacionais	7 613	7 376	7 698	8 030	8 380	8 745
Fornecedores	8 524	8 871	9 257	9 656	10 077	10 517
EOEP	104	151	158	165	172	179
Outras Dívidas a Pagar	3 583	3 901	4 071	4 246	4 431	4 625
Passivos Operacionais	12 211	12 923	13 486	14 067	14 680	15 321
NFM	-4 598	-5 546	-5 788	-6 038	-6 301	-6 576
Variação NFM	106	-948	-242	-250	-263	-275

Fonte: Elaboração Própria

7.1.4. WACC

Por fim, após o cálculo dos FCFF é necessário atualizá-los utilizando a WACC (*weighted-average cost of capital*). Esta taxa representa o retorno exigido pelos investidores, refletindo o custo médio do capital próprio e da dívida na estrutura de financiamento da empresa. De forma a calcular a WACC, é necessário determinar o peso do capital próprio e da dívida na estrutura da empresa, o respetivo custo do capital próprio e da dívida e a taxa de imposto, que já foi calculada anteriormente sendo de 22,89%.

O valor do capital próprio é calculado através da capitalização de mercado, uma vez que existem cerca de 920 milhões de ações a um preço de 31,49€ (preço referente a 31-12-2024) o valor do capital próprio é de 28 971€. Já o valor da dívida da Ahold Delhaize, é determinado subtraindo ao valor total do passivo, 36.388€, o valor de caixa, 6.169€, que resulta no valor de 30.219€.

O custo do capital próprio (r_e) é calculado através da seguinte fórmula:

$$r_e = R_f + \beta_l [E(R_m - R_f)]$$

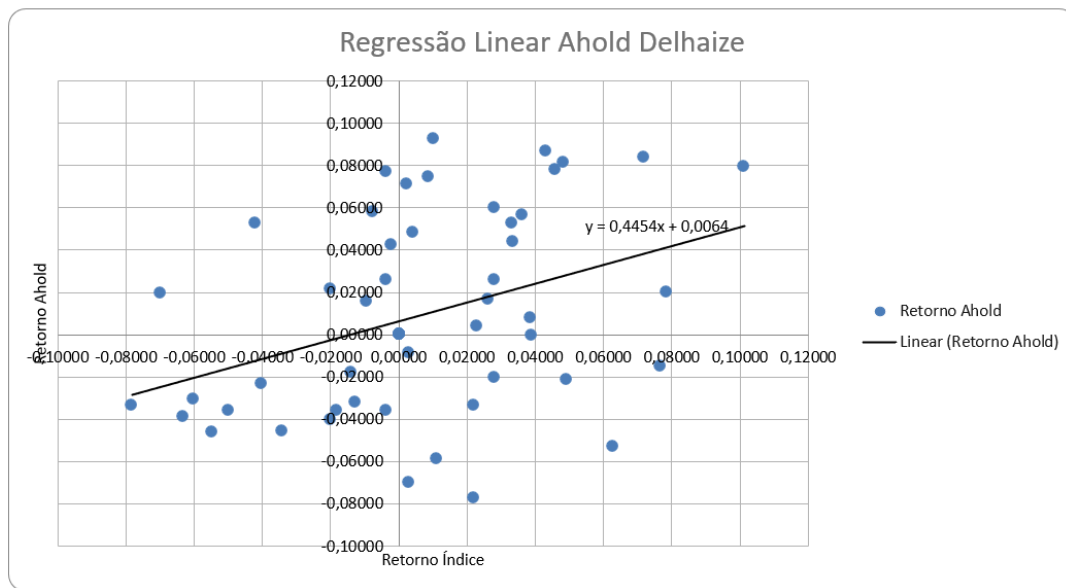
Em que:

- R_f - Taxa sem risco
- β_l - Beta alavancado
- $[E(R_m - R_f)]$ - Prémio de risco de mercado

A taxa sem risco (R_f) considerada foi a taxa das obrigações do tesouro holandês a 10 anos de 2,595%, conforme o site *Investing* a 31-12-2024.

O beta alavancado aponta a sensibilidade de uma determinada empresa face à tendência de mercado. Desta forma, para determinar o beta alavancado optou-se por realizar uma regressão linear entre o valor histórico do preço das ações da Ahold Delhaize e o preço histórico do índice AEX, que representa o principal índice bolsista da bolsa de valores de Amsterdão. O período da análise foi compreendido entre 01 de janeiro de 2021 e 01 de janeiro de 2025 e resultou num beta alavancado de 0,4454. Este valor indica que as ações da Ahold Delhaize são menos voláteis e apresentam menores oscilações relativamente ao mercado, ou seja, se o preço do índice de mercado subir ou descer 10% espera-se que as ações da Ahold Delhaize variem cerca de 4,454% na mesma direção.

Tabela 8 - Regressão Linear Ahold Delhaize/AEX



Fonte: Elaboração Própria

Por fim, para o cálculo do prêmio de risco de mercado é necessário retirar da base de dados de Damodaran (última atualização a 09-01-2025) o prêmio de risco de mercado para os diversos países onde a Ahold Delhaize pratica a sua atividade e de seguida calcular a proporção com base no peso de cada região (Estados Unidos da América e Europa) nas vendas da empresa.

Tabela 9 - Cálculo Prémio de Risco de Mercado

Regiões	% Peso nas Vendas	Prémio de Risco de Mercado	Média Ponderada
Europa	39%	6,03%	2,35%
EUA	61%	4,33%	2,64%
Total			4,99%

Fonte: Elaboração Própria

Assim, sendo que a taxa sem risco é de 2,595%, o beta alavancado é de 0,4454 e o prêmio de risco de mercado é de 4,99%, determina-se que o custo do capital próprio é de 4,819%.

O custo da dívida foi determinado pela seguinte fórmula:

$$K_a = \text{Taxa de Juro sem risco} + \text{Spread}$$

Para calcular o *Spread*, ou seja, o risco de incumprimento da empresa, divide-se o EBIT pelos gastos de financiamento. Depois de obtido o rácio de cobertura de juros, é necessário atribuir o spread correspondente, através da tabela

disponibilizada por Damodaran. Com uma taxa de juro sem risco de 2,595% e um *Spread* de 0,85%, obtivemos um custo de dívida de 3,45%

Tabela 10 - Cálculo do Custo da Dívida

EBIT (2024)	2 784
Financial Expenses (2024)	562
Rácio de Cobertura de Juros	4,95
Rating Moodys	A2/A
Spread	0,85%
Taxa de Juro sem risco	2,595%
Custo da Dívida	3,45%

Fonte: Elaboração Própria

Tabela 11 - Cálculo do WACC

Custo do Capital Próprio	4,819%
Custo da Dívida	3,45%
Taxa de Juro	22,89%
D/(E+D)	51,05%
E/(E+D)	48,95%
WACC	3,72%

Fonte: Elaboração Própria

7.1.5. Taxa de Crescimento de Longo prazo - g

A partir dos cinco anos já previstos, foi calculado a taxa de crescimento a longo prazo (g). Esta taxa garante a perpetuidade dos fluxos de caixa para um período temporal infinito.

Visto que o crescimento da Ahold Delhaize está intrinsecamente dependente do crescimento económico real dos diversos países onde a empresa opera, optou-se por calcular a média ponderada do PIB real de cada país entre 2025 e 2029 tendo em consideração o peso de cada região nas vendas da empresa.

Tabela 12 - Previsão Taxa de crescimento de longo prazo (g)

PIB real	2025	2026	2027	2028	2029	% Peso Vendas
Europa	1,8%	2,2%	2,3%	2,2%	2,2%	39,35%
EUA	1,8%	1,7%	2,0%	2,1%	2,1%	60,65%
Média Ponderada	1,8%	1,9%	2,1%	2,1%	2,1%	
Média 5 anos					2,0%	

Fonte: Elaboração Própria

Conforme os cálculos efetuados, a taxa de crescimento a longo prazo será de 2%. No entanto, devemos manter uma posição conservadora e diminuir a taxa de crescimento calculada para 0,5%, visto que nem sempre o crescimento da empresa será igual ao PIB esperado, principalmente porque vivemos situações que causam alguma instabilidade nos mercados, nomeadamente situações de guerra, crises económicas e alterações de políticas económicas dos países.

7.1.6. Resultados

Depois de calculadas todas as variáveis necessárias para determinar os *Free Cash Flow to Firm* (FCFF), e o WACC, é possível realizar a avaliação da empresa a 31-12-2024. Depois de atualizados os FCFF, a sua soma equivale a 6 667 milhões€. Obteve-se um valor terminal presente de 36 528 milhões€, o que resulta num *Enterprise Value* de 43 195 milhões€. A este valor subtrairmos o valor da dívida e somamos o valor de Caixa, o que resulta num valor de mercado do capital da empresa de 43 559 milhões€. Por fim, sabendo que a empresa possui cerca de 920 milhões de ações, o valor da ação é cerca de 47,35€, uma subida de 33,4% face a 30-06-2025.

Tabela 13 - Avaliação FCFF Ahold Delhaize

DCF	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
EBIT	2 191	3 321	3 769	2 846	2 783	3 232	3 357	3 485	3 621	3 762
EBIT (1-t)	1 766	2 621	2 932	2 282	2 180	2 492	2 588	2 688	2 792	2 901
Depreciações, Amortizações e Perdas de Imparidade	2 844	3 007	3 433	3 469	3 477	3 515	3 660	3 812	3 972	4 140
NFM	-1 077	-541	310	297	106	-948	-242	-250	-263	-275
CAPEX	2 529	6 878	5 031	2 264	4 371	4 971	5 189	5 418	5 659	5 913
FCFF	3158	-709	1 024	3 190	1 180	1 985	1 301	1 331	1 368	1 403
FCFF Atualizados						1 914	1 209	1 193	1 182	1 169
Somatório dos FCFF Atualizados										6 667

WACC	3,72%
g	0,5%
VT	43 840 €
VT Atualizado	36 528 €
Enterprise Value	43 195 €
Dívida	5 805 €
Cash	6 169 €
Equity Value	43 559 €
NºAções	920
Preço ação 31-12-2024	47,35€
Potencial de valorização	33,4%
Preço da Ação a 30-06-2025	35,50€

Fonte: Elaboração Própria

7.1.7. Análise de Sensibilidade

Ainda, foi feito uma análise de sensibilidade, de forma a verificar o impacto que as alterações da WACC ou da taxa de crescimento de longo prazo (g) têm no preço da ação da Ahold Delhaize.

Tabela 14 - Análise de Sensibilidade

		WACC						
		2,50%	3%	3,50%	3,72%	4,00%	5%	5,00%
g	0,10%	63,9 €	53,1 €	45,5 €	42,8 €	39,8 €	35,5 €	32,1 €
	0,20%	66,4 €	54,7 €	46,6 €	43,9 €	40,7 €	36,2 €	32,6 €
	0,40%	72,1 €	58,4 €	49,2 €	46,1 €	42,6 €	37,6 €	33,7 €
	0,50%	75,4 €	60,5 €	50,7 €	47,4 €	43,6 €	38,4 €	34,3 €
	0,70%	83,1 €	65,2 €	53,8 €	50,1 €	45,9 €	40,1 €	35,6 €
	0,80%	87,6 €	67,9 €	55,6 €	51,6 €	47,1 €	41,0 €	36,3 €
	1,00%	98,4 €	74,1 €	59,5 €	54,9 €	49,8 €	43,0 €	37,8 €

Fonte: Elaboração Própria

Através da tabela acima, verificamos que variações na WACC e na taxa de crescimento de longo prazo têm um impacto significativo no preço da ação da Ahold Delhaize. Constatamos que um aumento da WACC, leva a uma diminuição do preço da ação, no entanto uma redução da WACC resulta num aumento do seu valor. Relativamente à taxa de crescimento de longo prazo (g), alterações no seu valor provocam variações no preço da ação na mesma direção.

Concluímos que o cenário mais favorável para a empresa ocorre quando a WACC é relativamente baixa e a taxa de crescimento é elevada. Por outro lado, uma WACC superior e uma taxa de crescimento inferior resulta num preço da ação mais baixo.

7.2. Método dos Múltiplos

O método dos múltiplos consiste no pressuposto que empresas semelhantes são também avaliadas de forma semelhante, como tal, para realizar este modelo foram escolhidas cinco empresas do retalho alimentar, duas empresas europeias (Carrefour e Tesco) e três empresas americanas (Walmart, Costco, Kroger).

Para o cálculo desta análise foram analisados três rácios entre os anos de 2021 a 2024: *Market Capitalization/Revenue*, *Market Capitalization/EBITDA* e *Market Capitalization/EBIT* para as cinco empresas selecionadas. O primeiro rácio permite medir quanto os investidores estão dispostos a pagar por cada euro de receita gerada, o *Market Capitalization/EBITDA* permite avaliar a empresa em função do seu desempenho operacional antes das depreciações e amortizações e o *Market Capitalization/EBIT* foca-se na rentabilidade operacional, uma vez que reflete o valor da empresa face ao resultado operacional.

Depois de calculados os rácios de cada empresa e a respetiva média, multiplicou-se cada um dos dividendos (*Revenue*, EBITDA e EBIT) da Ahold Delhaize pela média dos rácios calculados. Desta forma, obtivemos três valores distintos ao qual efetuamos novamente a sua média para determinar o valor da ação da Ahold Delhaize conforme o método dos múltiplos.

O valor da ação a 31-12-2024 através da aplicação deste método foi de 62,7€ um potencial de valorização de 76,7% relativamente ao preço da ação a 30-06-2025 de 35,50€.

Verificou-se uma diferença acentuada relativamente ao resultado do método dos FCFF, no qual resultou de um preço da ação de 47,35€ um aumento de 33,4% relativamente ao *current-price*. Esta diferença entre os dois modelos pode ser explicada pelo facto de ser difícil de encontrar empresas efetivamente comparáveis, neste caso a Walmart e a Costco apresentam múltiplos elevados comparativamente à empresa analisada. Ainda, o modelo do FCFF tende a ser mais conservador o que leva a que as expectativas futuras sejam mais prudentes comparativamente ao método dos múltiplos.

Tabela 15 - Método dos Múltiplos

Market Capitalization					P/Revenue				
	2021	2022	2023	2024		2021	2022	2023	2024
Carrefour	13 970	11 581	11 693	8 446	Carrefour	0,19	0,14	0,14	0,10
Tesco	25 500	18 800	23 874	28 437	Tesco	0,42	0,29	0,35	0,41
Walmart	401 350	382 370	424 430	736 340	Walmart	0,72	0,67	0,69	1,14
Costco	251 730	202 610	292 890	417 130	Costco	1,28	0,89	1,21	1,64
Kroger	33 270	31 910	32 880	45 100	Kroger	0,24	0,22	0,22	0,31
					Média	0,57	0,44	0,52	0,72
									0,56

Revenue					P/EBITDA				
	2021	2022	2023	2024		2021	2022	2023	2024
Carrefour	74 286	83 089	84 908	87 270	Carrefour	3,07	2,51	2,56	1,82
Tesco	61 340	65 760	68 190	69 920	Tesco	5,80	5,82	4,94	5,96
Walmart	559 151	572 754	611 289	648 125	Walmart	17,80	14,74	20,78	27,26
Costco	195 929	226 954	242 290	254 453	Costco	29,65	20,90	28,74	36,20
Kroger	137 888	148 258	150 039	147 123	Kroger	5,28	4,50	5,29	6,36
					Média	12,32	9,69	12,46	15,52
									12,50

EBITDA					P/EBIT				
	2021	2022	2023	2024		2021	2022	2023	2024
Carrefour	4 550	4 613	4 559	4 637	Carrefour	7,31	4,70	6,69	4,56
Tesco	4 400	3 230	4 830	4 770	Tesco	12,56	21,32	10,43	12,81
Walmart	22 548	25 942	20 428	27 012	Walmart	11,91	10,45	13,53	18,95
Costco	8 489	9 693	10 191	11 522	Costco	37,06	26,00	36,10	44,93
Kroger	6 301	7 091	6 221	7 095	Kroger	9,57	7,73	10,62	11,72
					Média	15,68	14,04	15,47	18,59
									15,95

EBIT									
	2021	2022	2023	2024		2021	2022	2023	2024
Carrefour	1 911	2 463	1 749	1 852					
Tesco	2 030	882	2 290	2 220					
Walmart	33 700	36 600	31 373	38 865					
Costco	6 792	7 793	8 114	9 285					
Kroger	3 477	4 126	3 096	3 849					

Revenue	89 787	EBITDA	6 261	EBIT	2 784				
P/Revenue	0,56	P/EBITDA	12,50	P/EBIT	15,95				
Market Capitalization	50 479	Market Capitalization	78 258	Market Capitalization	44 394				
Nº Shares	920	Nº Shares	920	Nº Shares	920				
Target Price	54,9	Target Price	85,1	Target Price	48,3				
Current Price	35,5	Current Price	35,5	Current Price	35,5				
Diferença	19,4	Diferença	49,6	Diferença	12,8				
		Target Price	62,7						
		Current Price	35,5						
		Diferença	27,2						
		%	76,7%						

Fonte: Elaboração Própria

8. Conclusão

Este trabalho permitiu analisar as características do setor do retalho alimentar e os seus principais desafios, a posição da Ahold Delhaize no mercado, os seus concorrentes e as pressões macroeconómicas enfrentadas pela empresa. Nos últimos anos a indústria do retalho alimentar tem sofrido grandes alterações, nomeadamente a pressão por práticas sustentáveis, a aceleração da transformação digital e a evolução das exigências dos consumidores. A Ahold Delhaize tem vindo a apostar na digitalização das suas operações e na sustentabilidade, sendo que estabeleceu metas para a redução de emissões e do desperdício alimentar, o que reflete uma estratégia consciente e alinhada com as tendências de mercado.

Através da aplicação da metodologia do *Discounted Cash Flow* (DCF) e do Método dos Múltiplos a 31-12-2024, concluiu-se que as ações da Ahold Delhaize estão subvalorizadas a 30-06-2025. O método do DCF indicou um preço-alvo de 47,35€ com um potencial de valorização de 33,4%, sendo que o método dos múltiplos estimou um preço-alvo de 62,7€ com um potencial de valorização de 76,7%. Uma vez que o método dos múltiplos é mais simples e depende da comparabilidade com as outras empresas, consideramos para a avaliação o resultado do método do DCF. Assim, determinou-se um preço-alvo de 47,35€ a 31-12-2024, o que representa um potencial de valorização de 33,4% face ao preço atual de 35,5€ a 30-06-2025. Desta forma, recomenda-se aos investidores a compra das ações da Ahold Delhaize.

No entanto, é importante salientar que a avaliação de uma empresa é um processo complexo e subjetivo, uma vez que é influenciado por pressupostos que nem sempre se concretizam no futuro. Ainda, é necessário ter em consideração que podem ocorrer instabilidades económicas ou pressões externas nos próximos anos que podem impactar o valor da empresa.

Desta forma, conclui-se que a Ahold Delhaize apresenta as condições necessárias para assegurar um desempenho positivo nos próximos anos, logo mantêm-se a recomendação de compra das suas ações.

9. Limitações da Metodologia

Apesar do esforço em garantir a qualidade da análise, este estudo apresenta algumas limitações. Em primeiro lugar, a análise SWOT e os objetivos estratégicos da empresa relacionados com a sustentabilidade, como por exemplo o compromisso de alcançar emissões de carbono nulas até 2040, não foram refletidos diretamente na avaliação financeira. Isto significa que possíveis mudanças nos custos operacionais, investimentos ou outras variáveis financeiras associadas ao cumprimento destas metas não foram consideradas.

Em segundo lugar, a análise de sensibilidade foi limitada, uma vez que não se considerou o efeito de outros fatores como o crescimento das vendas ou a margem operacional. Ao incluir estes fatores na análise, seria possível obter uma visão mais completa da robustez dos resultados perante diferentes cenários económicos e operacionais.

Por fim, é importante garantir que os pressupostos utilizados nas projeções financeiras não incorrem em enviesamentos que possam distorcer as estimativas. A validação dos pressupostos utilizados seria essencial para reforçar o rigor, a objetividade e a fiabilidade das conclusões retiradas.

Num trabalho futuro, seria pertinente explorar as limitações aqui identificadas, de modo a tornar a análise mais completa e representativa da realidade da empresa.

Referências Bibliográficas

- Adulyasak, Y., Cohen, M. C., Khern-am-nuai, W., & Krause, M. (2024). Retail analytics in the new normal: The influence of artificial intelligence and the COVID-19 pandemic. *IEEE Engineering Management Review*, 52(1), 268–280.
- Ahold Delhaize (2025). About us. Disponível em: <https://www.aholddelhaize.com/about/>
- Ahold Delhaize (2025). Governance. Disponível em: <https://www.aholddelhaize.com/about/governance/>
- Ahold Delhaize (2025). Leadership. Disponível em: <https://www.aholddelhaize.com/about/leadership/>
- Ahold Delhaize (2025). Share graphs. Disponível em: <https://www.aholddelhaize.com/investors/share-graphs/> (Acedido a 30 de junho de 2025).
- Ajiga, D. I., Ndubuisi, L. N., Asuzu, O. F., Owolabo, O. R., Tubokirifuruar, T. S., & Adeleye, R. A. (2024). AI-driven predictive analytics in retail: A review of emerging trends and customer engagement strategies. *International Journal of Management & Entrepreneurship Research*, 6(2), 307–321.
- Carrefour (2025). Financial publications. Disponível em: <https://www.carrefour.com/en/finance/financial-publications>
- Damodaran, A. (2002). Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset (2nd ed.). New York: Wiley.
- Damodaran, A. (2006). Damodaran on valuation: Security analysis for investment and corporate finance (2nd ed.). New York: Wiley.
- Damodaran, A. (2025). Country default spreads and risk premiums. Disponível em: https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html (Acedido a 30 de junho de 2025).
- De Pelsmacker, P., Driesen, L., & Rayp, G. (2003). Are fair trade labels good business? Ethics and coffee buying intentions. *Working Paper*, Ghent University, Faculty of Economics and Business Administration.

- Devarapalli, C. A. (2025). Artificial intelligence: Revolutionizing the future of retail. *Journal of Global Economy, Business and Finance (JGEBF)*, 7(4).
- EuroCommerce (2025). About retail & wholesale. Disponível em: <https://www.eurocommerce.eu/about-retail-wholesale/#:~:text=It%20is%20a%20dynamic%2C%20highly,is%20in%20retail%20and%20wholesale>
- Flores-Hernández, A., Olavarria-Jaraba, A., Valera-Blanes, G., & Vázquez-Carrasco, R. (2020). Sustainability and branding in retail: A model of chain of effects. *Sustainability*, 12(14), 5800.
- International Monetary Fund (2025). Inflation, average consumer prices. Disponível em: <https://www.imf.org/external/datamapper/PCPIPCH@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOWORLD>
- International Monetary Fund (2025). Real GDP growth. Disponível em: https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOWORLD
- Investing.com (2025). Netherlands 10-year bond yield. Disponível em: <https://pt.investing.com/rates-bonds/netherlands-10-year-bond-yield> (Acedido a 30 de junho de 2025).
- Kaplan, S. N., & Ruback, R. S. (1995). The valuation of cash flow forecasts: An empirical analysis. *Journal of Finance*, 50(4), 1059–1093.
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2005). Valuation: Measuring and managing the value of companies (4th ed.). *Hoboken: Wiley*.
- KPMG International. (2025). Stormy seas for retailers: Rapid changes and high capital costs make retail a sector prone to distress. KPMG Insights. Disponível em: <https://kpmg.com/xx/en/our-insights/operations/stormy-seas-for-retailers.html>
- Kroger (2025). Annual reports. Disponível em: <https://ir.kroger.com/financials/annual-reports/default.aspx>
- Lie, E., & Lie, H. J. (2002). Multiples used to estimate corporate value. *Financial Analysts Journal*, 58(2), 4–22.

- Liu, J., Nissim, D., & Thomas, J. (2002). Equity valuation using multiples. *Journal of Accounting Research*, 40(1), 135–172.
- MarketScreener (2025). Costco Wholesale Corporation – Financials. Disponível em: <https://www.marketscreener.com/quote/stock/COSTCO-WHOLESALE-CORPORAT-4866/finances/?utm>
- McKinsey & Company (2025). The state of grocery retail 2025 – Europe.
- Murphy, A. (2020). Self-service: A short history of supermarkets. *Europeana*
- Nicoletti, G. and Scarpetta, S. (2003). Regulation, productivity and growth: OECD evidence, *Economic Policy*, vol. 18(36), pp. 9–72.
- Ntumba, C., Aguayo, S., & Maina, K. (2023). Revolutionizing retail: A mini review of e-commerce evolution. *Journal of Digital Marketing and Communication*, 3(2), 100–110.
- Penman, S. H. (2013). Financial statement analysis and security valuation (5th ed.). *New York: McGraw-Hill*.
- Pinto, J. E., Henry, E., Robinson, T. R., & Stowe, J. D. (2010). Equity asset valuation (2nd ed.). *CFA Institute Investment Series*.
- PwC (2019). Consumers want fast, sustainable shopping. Disponível em: <https://www.pwc.de/en/retail-and-consumer/study-consumers-want-fast-sustainable-shopping.html>
- Reuters (2015). Ahold, Delhaize in \$28 billion merger focused on U.S. East Coast. Disponível em: <https://www.reuters.com/article/world/ahold-delhaize-in-28-billion-merger-focused-on-us-east-coast-idUSKBN0P40GN/>
- Stanton, J. L. (2018). A brief history of food retail. *British Food Journal*, 120(1), 172–180.
- Statista (2025). Annual grocery store sales in the United States from 1992 to 2023. Disponível em: <https://www.statista.com/statistics/197621/annual-grocery-store-sales-in-the-us-since-1992/>

StockInvest (2025). Technical and financial analysis – TCO0.DE. Disponível em:

<https://stockinvest.us/financials/TCO0.DE?utm>

Tallontire, A., Rentsendorj, E., & Blowfield, M. (2001). Ethical consumers and ethical trade: A review of current literature. *Natural Resources Institute*.

Vermeir, I., & Verbeke, W. (2006). Sustainable food consumption: Exploring the consumer “attitude–behavior” gap. *Journal of Agricultural and Environmental Ethics*, 19(2), 169–194.

Walmart (2025). Annual reports and financials. Disponível em:

<https://stock.walmart.com/financial-information/annual-reports>

Anexo I - Demonstração de Resultados Previsional

Millions€	2020	2021	2022	2023	2024
Net Sales	74 736	75 602	86 985	88 734	89 356
Cost of Sales	-54 160	-54 916	-63 689	-64 880	-65 551
Gross Profit	20 576	20 686	23 296	23 854	23 805
Other Income	470	531	663	414	431
Selling expenses	-14 620	-14 929	-16 989	-17 320	-17 192
General and Administrative expenses	-4 235	-2 967	-3 201	-4 102	-4 261
Operating Income	2 191	3 321	3 769	2 846	2 783
Interest income	35	29	69	174	221
Interest expense	-138	-181	-248	-336	-340
Net interest expense on defined benefit pension plan	-16	-17	-17	-17	-20
Interest accretion to lease liability	-357	-337	-356	-382	-422
Other financial income (expense)	-9	-10	0	15	-1
Net financial expenses	-485	-516	-552	-546	-562
Income before income taxes	1 706	2 805	3 217	2 300	2 221
Income taxes	-331	-591	-714	-456	-481
Shares in income of joint ventures and associates	22	33	44	30	23
Income from continuing operations	1 397	2 247	2 547	1 874	1 763
Income (loss) from discontinued operations	0	0	0	0	0
Net income	1 397	2 247	2 547	1 874	1 763
Attributable to:					
Common shareholders	1 397	2 247	2 547	1 874	1 763
Non-controlling interests	0	0	0	0	0

Fonte: Relatório e Contas Ahold Delhaize 2020-2024

Millions€	2025	2026	2027	2028	2029
Net Sales	93 675	97 757	101 975	106 417	111 059
Cost of Sales	-68 346	-71 324	-74 401	-77 642	-81 029
Gross Profit	25 329	26 433	27 574	28 775	30 030
Other Income	434	436	439	442	444
Selling expenses	-18 285	-19 082	-19 905	-20 772	-21 679
General and Administrative expenses	-4 246	-4 431	-4 622	-4 823	-5 034
Operating Income	3 232	3 357	3 485	3 621	3 762
Interest income	221	221	221	221	221
Interest expense	-340	-340	-340	-340	-340
Net interest expense on defined benefit pension plan	-20	-20	-20	-20	-20
Interest accretion to lease liability	-422	-422	-422	-422	-422
Other financial income (expense)	-1	-1	-1	-1	-1
Net financial expenses	-562	-562	-562	-562	-562
Income before income taxes	2 670	2 795	2 923	3 059	3 200
Income taxes	-556	-582	-609	-637	-667
Shares in income of joint ventures and associates	23	23	23	23	23
Income from continuing operations	2 137	2 235	2 337	2 444	2 556
Income (loss) from discontinued operations	0	0	0	0	0
Net income	2 137	2 235	2 337	2 444	2 556
Attributable to:					
Common shareholders	2 137	2 235	2 337	2 444	2 556
Non-controlling interests	0	0	0	0	0

Fonte: Elaboração Própria

Anexo II - Balanço Patrimonial Previsional

Millions€	2020	2021	2022	2023	2024
Assets					
Property, plant and equipment	10 696	11 838	12 482	11 647	11 953
Right-of-use assets	7 455	9 010	9 607	9 483	9 649
Investment property	739	708	661	591	591
Intangible assets	11 565	12 770	13 174	12 998	13 420
Investments in joint ventures and associates	227	244	262	268	279
Other non-current financial assets	705	1 193	1 193	949	1 021
Deferred tax assets	323	289	242	196	161
Other non-current assets	53	76	116	228	243
Total non-current assets	31 764	36 128	37 737	36 358	37 316
Assets held for sale	19	18	26	205	49
Inventories	3 245	3 728	4 611	4 583	4 797
Receivables	1 975	2 058	2 340	2 488	2 721
Other current financial assets	360	356	424	302	323
Income taxes receivable	58	45	35	68	95
Prepaid expenses and other current assets	337	387	301	332	373
Cash and cash equivalents	2 933	2 993	3 082	3 484	6 169
Total current assets	8 928	9 584	10 818	11 463	14 526
Total assets	40 692	45 712	48 555	47 821	51 842
Equity and liabilities					
Equity attributable to common shareholders	12 432	13 721	15 405	14 755	15 454
Loans	3 863	4 678	4 527	4 137	5 175
Other non-current financial assets	8 905	10 473	11 055	10 801	11 103
Pensions and other post-employment benefits	1 235	1 107	696	792	553
Deferred tax liabilities	664	746	1 005	925	1 051
Provisions	718	746	742	764	1 042
Other non-current liabilities	63	62	44	37	68
Total non-current liabilities	15 448	17 812	18 068	17 456	18 992
Liabilities related to assets held for sale	0	0	0	0	5
Accounts payable	6 795	7 563	8 162	8 278	8 524
Other current financial liabilities	2 386	2 552	2 718	3 275	4 610
Income taxes payable	128	96	230	114	104
Provisions	378	484	377	492	569
Other current liabilities	3 125	3 483	3 595	3 451	3 583
Total current liabilities	12 812	14 179	15 082	15 610	17 396
Total equity and liabilities	40 692	45 712	48 555	47 821	51 842

Fonte: Relatório e Contas Ahold Delhaize 2020-2024

Millions€	2025	2026	2027	2028	2029
Assets					
Property, plant and equipment	12 290	12 636	12 992	13 358	13 734
Right-of-use assets	10 292	10 977	11 709	12 489	13 321
Investment property	559	529	500	473	447
Intangible assets	13 928	14 456	15 004	15 573	16 163
Investments in joint ventures and associates	279	279	279	279	279
Other non-current financial assets	1 021	1 021	1 021	1 021	1 021
Deferred tax assets	161	161	161	161	161
Other non-current assets	243	243	243	243	243
Total non-current assets	38 772	40 302	41 908	43 595	45 368
Assets held for sale	49	49	49	49	49
Inventories	4 704	4 909	5 121	5 344	5 577
Receivables	2 605	2 718	2 836	2 959	3 088
Other current financial assets	323	323	323	323	323
Income taxes receivable	68	70	73	77	80
Prepaid expenses and other current assets	373	373	373	373	373
Cash and cash equivalents	6 169	6 169	6 169	6 169	6 169
Total current assets	14 290	14 612	14 944	15 294	15 659
Total assets	53 063	54 913	56 852	58 889	61 027
Equity and liabilities					
Equity attributable to common shareholders	15 964	17 252	18 608	20 032	21 531
Loans	5 175	5 175	5 175	5 175	5 175
Other non-current financial assets	11 103	11 103	11 103	11 103	11 103
Pensions and other post-employment benefit	553	553	553	553	553
Deferred tax liabilities	1 051	1 051	1 051	1 051	1 051
Provisions	1 042	1 042	1 042	1 042	1 042
Other non-current liabilities	68	68	68	68	68
Total non-current liabilities	18 992	18 992	18 992	18 992	18 992
Liabilities related to assets held for sale	5	5	5	5	5
Accounts payable	8 871	9 257	9 656	10 077	10 517
Other current financial liabilities	4 610	4 610	4 610	4 610	4 610
Income taxes payable	151	158	165	172	179
Provisions	569	569	569	569	569
Other current liabilities	3 901	4 071	4 246	4 431	4 625
Total current liabilities	18 107	18 670	19 251	19 864	20 505
Total equity and liabilities	53 063	54 914	56 851	58 888	61 027

Fonte: Elaboração Própria

Anexo III – Risco de Incumprimento

<i>></i>	<i>≤ to</i>	<i>Rating is</i>	<i>Spread is</i>
-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	2.2499999	Ba2/BB	1.83%
2.25	2.49999	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