

MESTRADO EM
CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS
EMPRESARIAIS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO

TRABALHO DE PROJETO

EQUITY RESEARCH:

JERÓNIMO MARTINS SGPS SA

MARTA SOFIA DE OLIVEIRA CRUZ CANENA

OUTUBRO – 2022

MESTRADO EM
CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS
EMPRESARIAIS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO

TRABALHO DE PROJETO

EQUITY RESEARCH:

JERÓNIMO MARTINS SGPS SA

MARTA SOFIA DE OLIVEIRA CRUZ CANENA

ORIENTAÇÃO:

INÊS PINTO

OUTUBRO – 2022

Agradecimentos

Em primeiro lugar, gostaria de agradecer à Professora Doutora Inês Pinto, por ter aceite orientar este trabalho e por toda a disponibilidade, colaboração e conhecimento que me transmitiu ao longo destes meses.

À minha família, especialmente à minha mãe, pelo apoio prestado durante todo o meu percurso académico.

Por fim, mas não menos importante, aos meus amigos e colegas, não só de faculdade, como de trabalho, que sempre me apoiaram na elaboração deste projeto.

Resumo

Este trabalho tem como principal objetivo realizar uma avaliação ao grupo Jerónimo Martins de forma a determinar o valor das suas ações a 31 de dezembro de 2022. Para isso, foi realizada uma análise da empresa e também um estudo ao setor do retalho que responde a necessidades absolutamente essenciais no nosso quotidiano. É de realçar que quaisquer informações públicas disponibilizadas pela Jerónimo Martins ou informações relacionadas com o setor após junho de 2022 não foram consideradas no nosso estudo.

O Grupo Jerónimo Martins é um grupo internacional de retalho alimentar, com sede em Portugal, que conta com mais de 230 anos de existência e uma posição líder no mercado na Polónia. Encontra-se cotada desde 1989 na Euronext Lisbon, sendo uma das quinze empresas que constitui o índice PSI.

Este trabalho inicia-se com um enquadramento do setor, tendo em conta o impacto do COVID-19 e da Guerra Rússia-Ucrânia no mesmo, seguido de uma breve história do grupo e análise aos seus segmentos. Posteriormente, é realizada uma análise ao ambiente macroeconómico nos países onde a empresa opera e, ainda, à posição competitiva da indústria através da Análise SWOT e das 5 forças de Porter.

A avaliação teve como base a aplicação de dois métodos: Discounted Cash Flow, com a abordagem Free Cash Flow to Firm e, de forma a complementar este método mencionado, utilizou-se o Método dos Múltiplos. No final do estudo, os resultados demonstram que há uma subvalorização e que existe um potencial de crescimento de 8,6%, visto que o preço das ações a 03-10-2022 era de 18,86€ (Euronext Lisbon) e o preço alvo calculado no final deste estudo foi de 20,48€ (FCFF). Através da avaliação relativa foi utilizado o múltiplo EV/EBITDA, que resultou num preço de 20,58€, correspondendo a um potencial de crescimento de 6,35%.

Foi também realizada uma análise de sensibilidade, tendo por base variações em duas das variáveis mais críticas da avaliação.

Na conclusão deste trabalho, é fornecida uma recomendação de compra, com um preço alvo de 20,48€ a 31 de dezembro de 2022, representando um potencial de valorização de 8,6% comparativamente ao preço das ações a 3 de outubro de 2022.

Palavras-chave: Equity Research, Jerónimo Martins SGPS SA, Avaliação, Free Cash Flow to Firm, Avaliação Relativa.

Abstract

The main objective of this project is to perform a global valuation of Jerónimo Martins and determine the value of its shares based on its future perspectives on the 31st of December 2022. To achieve this goal, an analysis on the company was carried out, as well as a study on the retail sector that acknowledges our daily and essential needs. It is important to note that any information made publicly available by Jerónimo Martins or any information regarding the sector mentioned after June 2022 were not considered in this study.

Jerónimo Martins is an international retail food group, whose headquarters are located in Portugal, existing for over 230 years and maintaining the lead position in the Polish market. The company is listed on the Euronext Lisbon since 1989, being amongst the companies that make up the PSI index.

This work begins with a framework of the sector, considering the impact of COVID-19 and the Russia-Ukraine War on the same, followed by a brief history of the group and analysis of its segments. Subsequently, an analysis of the macroeconomic environment in the countries where the company operates is carried out, as well as the competitive position of the industry through SWOT Analysis and Porter's 5 forces.

This valuation is performed by applying two methodologies: Discounted Cash Flow with the Free Cash Flow to Firm approach and, complementing, this valuation, Multiples Valuation. The results indicate an undervaluation and the existence of a potential growth of 16.7% seeing as the price of the shares in 29-09-2022 was 19.35€ (Euronext Lisbon) and the target price calculated at the end of the study was 22.59€ (FCFF). Using the relative valuation, the multiple EV/EBITDA was used, resulting in a price of 20,58€ corresponding to a potential growth of 6.35%.

A sensitivity analysis was also carried out, based on variations in two of the most critical variables of the evaluation.

In the conclusion of this report, a buy recommendation is made, with a target price of 20.48€ on December 31, 2022, representing an upside potential of 8.6% compared to the share price on October 3, 2022.

Keywords: Equity Research, Jerónimo Martins SGPS SA, Valuation, Free Cash Flow to Firm, Relative Valuation.

Índice

| | |
|---|----|
| Agradecimentos | 1 |
| Resumo..... | 2 |
| Abstract | 3 |
| Índice de Tabelas | 6 |
| Índice de Figuras..... | 7 |
| Índice de Gráficos..... | 8 |
| Lista de Acrónimos | 9 |
| 1. Introdução..... | 10 |
| 2. Enquadramento | 11 |
| 2.1. O setor do retalho | 11 |
| 2.2. O impacto do COVID-19 no setor..... | 14 |
| 2.3. A Guerra na Ucrânia..... | 15 |
| 3. Apresentação da Empresa..... | 17 |
| 3.1. Distribuição Alimentar | 17 |
| 3.2. Retalho Especializado..... | 19 |
| 3.3. Agro-Alimentar | 19 |
| 4. Governo da Sociedade..... | 22 |
| <u>5.</u> Análise Económica..... | 23 |
| 6. Análise SWOT e Modelo de Porter..... | 25 |
| 6.1. Modelo das 5 forças competitivas de Porter | 27 |
| 6.2. Análise SWOT | 28 |
| 7. Avaliação..... | 28 |
| 7.1. Avaliação por Descontos de Fluxos de Caixa | 29 |
| 7.1.1. Vendas..... | 29 |
| 7.1.2. Custo das Vendas..... | 30 |
| 7.1.3. CAPEX..... | 31 |
| 7.1.4. Depreciações e Amortizações..... | 31 |

EQUITY RESEARCH – JERÓNIMO MARTINS, SGPS, SA
Marta Canena

| | | |
|--------|--|----|
| 7.1.5. | Net Working Capital (NWC)..... | 32 |
| 7.1.6. | WACC..... | 32 |
| 7.1.7. | FCFF | 34 |
| 7.1.8. | Análise de Sensibilidade | 35 |
| 7.2. | Análise Relativa (Market Approach) | 36 |
| 8. | Conclusão | 37 |
| 9. | Referências Bibliográficas..... | 38 |
| 10. | Anexos..... | 40 |

Índice de Tabelas

| | |
|---|----|
| Tabela 1: Crescimento das Vendas | 30 |
| Tabela 2: CAPEX | 31 |
| Tabela 3: Cálculo do Ativo Fixo..... | 31 |
| Tabela 4: Net Working Capital..... | 32 |
| Tabela 5: Prémio de Risco de Mercado | 32 |
| Tabela 6: Cálculo do custo da dívida após impostos (método histórico) | 33 |
| Tabela 7: Cálculo do custo da dívida após impostos (<i>Synthetic Rating Method</i>) | 33 |
| Tabela 8: Custo do capital próprio, capital alheio e WACC | 34 |
| Tabela 9: FCFF previsionais de 2022 a 2026 (milhões de euros)..... | 34 |
| Tabela 10: Previsão da evolução do preço por ação | 35 |
| Tabela 11: Análise de sensibilidade (k_e vs k_d)..... | 35 |
| Tabela 12: Avaliação Relativa..... | 36 |

Índice de Figuras

Figura 1: Estrutura de Capital.....23

Índice de Gráficos

| | |
|--|----|
| Gráfico 1: Evolução das Vendas da Jerónimo Martins | 20 |
| Gráfico 2: Vendas por insígnia | 20 |
| Gráfico 3: Peso de cada segmento no total das vendas | 20 |
| Gráfico 4: Evolução da Atividade Operacional de Jerónimo Martins | 21 |
| Gráfico 5: Evolução do Preço da Ação | 21 |
| Gráfico 6: Margem EBITDA..... | 22 |
| Gráfico 7: Crescimento real do PIB..... | 24 |
| Gráfico 8: Taxa de Desemprego por país..... | 25 |
| Gráfico 9: Taxa de inflação por país..... | 25 |
| Gráfico 10: Vendas | 30 |

Lista de Acrónimos

CAPEX – Capital Expenditure

CAPM – Capital Asset Pricing Model

CRP – Country Risk Premium

D – Dívida

D & A – Depreciações e Amortizações

DCF – Discounted Cash Flow

EBIT – Earnings Before Interest & Taxes

EBITDA – Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation & Amortization

FCFF – Free Cash Flow to the Firm

g – Taxa de Crescimento na perpetuidade

JM – Jerónimo Martins

Kd – Custo da Dívida

Ke – Custo do Capital Próprio

LFL – Like-for-Like

MRP – Market Risk Premium

NWC – Net Working Capital

Rf – Risk Free Rate

SWOT – Strengths, Weaknesses, Opportunities and Threats

WACC – Weighted Average Cost of Capital

1. Introdução

O setor do retalho presta um serviço essencial às pessoas, sendo um dos setores mais antigas do mundo. Consiste na transação de bens alimentares entre um vendedor e um comprador, satisfazendo as necessidades do cliente final. Este setor encontra-se em constante evolução e as empresas devem acompanhar as últimas tendências para se manter à frente da concorrência.

Este trabalho de projeto “*Equity Research*” sobre a Jerónimo Martins SGPS, SA foi realizado no âmbito do mestrado de Contabilidade, Fiscalidade e Finanças Empresariais do Instituto Superior de Economia e Gestão (ISEG) e tem como objetivo determinar o valor das ações da Jerónimo Martins de forma a comparar o valor obtido com o valor pela qual as ações estão cotadas no mercado, para que seja feita uma recomendação de venda ou compra.

A escolha recaiu sobre a Jerónimo Martins, uma vez que é uma empresa inserida num setor fundamental da nossa sociedade, com uma posição estável no mercado e que pertence ao PSI.

A Jerónimo Martins é um grupo líder internacional cujo negócio se concentra na distribuição alimentar e retalho especializado em três países diferentes – Polónia, Portugal e Colômbia. O grupo tem aumentado continuamente o seu valor, em termos de desempenho, ao longo dos últimos anos.

O presente estudo divide-se em três partes: na primeira parte foi efetuada uma revisão da literatura, onde é abordado o setor do retalho, bem como o impacto do COVID-19 e da guerra da Ucrânia no mesmo; na segunda parte é realizada a apresentação da empresa, seguida de uma análise da atividade e da estratégia da mesma no mercado e, ainda, uma análise do ambiente macroeconómico onde a empresa se insere; por fim, é feita a avaliação da empresa, que é realizada através de dois métodos diferentes – *Cash Flow to Firm (Discounted Cash Flow)* e o Método dos Múltiplos (Avaliação Relativa) e apresentada na conclusão uma recomendação de compra ou venda.

A nossa recomendação para Jerónimo Martins é de compra, com um preço alvo de 20,48€ a 31 de dezembro de 2022, representando um potencial de valorização de 8,6% comparativamente ao preço das ações a 3 de outubro de 2022.

2. Enquadramento

2.1. O setor do retalho

O setor do retalho é um setor altamente competitivo, que molda tanto a nossa economia como o nosso quotidiano, sendo um motor de crescimento e de emprego. Este setor responde a necessidades absolutamente essenciais das pessoas – caso da alimentação, da higiene, do vestuário, entre tantas outras – e assenta no pressuposto de uma relação direta com o consumidor final. Os modelos de negócios de retalhistas variam muito, refletindo a grande variedade de necessidades do consumidor e do cliente. Nenhum retalhista único pode satisfazer todos os requisitos dos consumidores e clientes para produtos, localizações, preços, ofertas, serviços, horário de funcionamento e assim por diante. Deste modo, existe uma variedade de formas para retalhistas se estabelecerem e comercializarem. (EUROCOMMERCE, 2020).

A indústria de Retalho e Distribuição Alimentar presta um serviço essencial às pessoas, sendo uma das maiores e mais antigas indústrias do mundo. Esta indústria consiste no total das receitas geradas por meio de supermercados, hipermercados, cooperativas, lojas de descontos, lojas de conveniência, mercearias independentes, padarias e todos os outros retalhistas de alimentos e bebidas.¹ As escolhas alimentares do consumidor são influenciadas pelos preços dos produtos, pela qualidade dos mesmos e pelos níveis de rendimento. Desta forma, é possível afirmar que hábitos de compra do consumidor, níveis de rendimento e estilos de vida influenciam como o setor do retalho alimentar está configurado em diferentes países. Os mercados de alimentos estão a responder cada vez mais às preferências dos consumidores a nível local e a atender a procuras específicas de cada mercado (Regmi & Geglhar, 2005).

As variações de preços estão, geralmente, relacionadas com a procura estrutural de longo prazo ou fatores de oferta, como o crescimento da população global, rendimentos mais elevados nas economias emergentes, aumento dos custos de energia e produção, bem como relacionados com os impactos de curto prazo, como condições climáticas e volatilidade cambial. A necessidade constante de adaptar-se às condições de mercado é essencial para que esses negócios sobrevivam. O alto índice de ‘nascimentos’ e ‘óbitos’ de empresas retalhistas reflete o dinamismo e a natureza competitiva desses mercados, bem como a pressão para adaptar-se às condições sociais, económicas e políticas em constante mudança. As capacidades competitivas de um retalhista derivam da sua capacidade de adquirir a variedade de bens que os consumidores desejam comprar e oferecê-los da maneira certa, no local certo e pelo preço certo. Os retalhistas de alimentos também devem competir com o setor de serviços de alimentação. Restaurantes, serviços de

¹ Disponível em: <https://smallbusiness.chron.com/meaning-retail-food-17255.html> [Acesso em 20/04/2022].

entrega de refeições e *food-to-go*, estão a capturar uma parcela cada vez maior das carteiras dos consumidores. Como resultado, os retalhistas alimentares estão a voltar-se para refeições preparadas para aumentar a relevância e itens de *food-to-go* para melhorar as margens num ambiente difícil. Alguns estão até a abrir restaurantes nas lojas. (EUROCOMMERCE, 2020).

A procura geral por alimentos não flutua muito – embora os alimentos que os consumidores compram possam variar significativamente sob diferentes condições económicas. O emprego, os salários, os preços/inflação, as taxas de juros e a confiança do consumidor são os fatores com o maior impacto na procura por bens de consumo.² Assim, podemos afirmar que os consumidores escolhem os retalhistas com base em variáveis socioeconómicas e na disponibilidade de retalhistas nas suas áreas geográficas. Consumidores e empresas compram produtos e serviços todos os dias de acordo com as suas necessidades e preferências. O progresso tecnológico e o comportamento do consumidor estão no centro de uma profunda transformação no retalho e o crescimento do comércio online está a mudar a forma como as empresas operam e os consumidores interagem, criando desafios e oportunidades (EUROCOMMERCE, 2020). Canais digitais, entrega ao domicílio, maior procura por produtos frescos e saudáveis e valorização da sustentabilidade são alguns dos desafios que os retalhistas enfrentam. Diante destas mudanças, no entanto, há uma regra que permanece – a satisfação do cliente é a chave para o sucesso do negócio e os retalhistas devem estar preparados para responder ao que os consumidores querem e quando querem. Dada a crescente urbanização e o número crescente de retalhistas, a seleção de uma fonte de retalho para compras regulares está a tornar-se mais complexa. Entender os fatores significativos da escolha do consumidor e analisar a sua evolução ao longo do tempo torna-se fundamental para projetar operações de retalho. As marcas próprias podem ser vistas como um dos instrumentos mais eficazes para garantir a fidelidade do cliente.³

As novas tecnologias estão a transformar como, quando e onde os consumidores compram. Os retalhistas capazes de melhorar a experiência do cliente e fornecer vários canais de compra podem estar bem posicionados para o sucesso. O comércio digital tem sido uma tendência na indústria ao longo dos anos e com a pandemia COVID-19 cresceu a um ritmo muito superior ao dos anos anteriores (McKinsey & Company, 2022). Contudo, a economia digital tem dois tipos de impacto. Por um lado, traz oportunidades e desafios para uma maior eficiência e estimula novos

² Disponível em: <https://www.investopedia.com/ask/answers/042815/which-economic-factors-most-affect-demand-consumer-goods.asp> [Acesso em 19/04/2022]

³ Disponível em: <http://www.inegi.pt/en/news/food-retail-logistics-as-a-differentiating-and-competitiveness-factor/> [Acesso em 16/04/2022]

modelos de negócios e formatos de negociação. Por outro, consumidores e clientes, estão a ver ainda mais concorrência de preços, uma maior conveniência e novas oportunidades de compras internacionais. Ademais, pode existir um impacto negativo na rentabilidade dos retalhistas à medida que o comércio digital cresce, uma vez que se verifica um aumento dos custos, que poderá ter como consequência uma diminuição das margens operacionais, uma vez que o custo operacional não se repercute no preço apresentado aos consumidores. Embora as lojas continuem a ser o principal canal para a maioria dos supermercados, o digital cresceu drasticamente durante a pandemia, com muitos retalhistas ajustando rapidamente as suas ofertas e operações para atender à procura do consumidor. À medida que as vendas continuam a mudar das lojas para o digital, será importante que os retalhistas reavaliem os seus requisitos de espaço e localização.⁴

Segundo o relatório, do presente ano, “*Navigating the Market Headwinds – The State of Grocery Retail*”, as vendas do setor alimentar europeu, em 2021, diminuiram 0,6% em comparação com o ano anterior. O aumento da inflação e consequente aumento de preços está a preocupar os líderes das empresas do setor alimentar e também os consumidores. A crise na Ucrânia aumenta ainda mais esta pressão inflacionista. Os preços, afetados pela taxa de inflação, naturalmente impactam significativamente os gastos do consumidor com bens. A inflação geral reduz o rendimento disponível do consumidor no curto prazo (e a sua confiança para o futuro) e pressiona as margens. Os retalhistas esperam margens menores como resultado da inflação, mas esta também coloca o poder de compra do consumidor sob forte pressão – o que significa que os retalhistas não conseguem implementar os grandes aumentos de preços que desejam/precisam. As famílias estão a procurar alternativas mais baratas (marcas próprias) e promoções. Uma economia que apresenta um bom crescimento global e perspectivas contínuas de crescimento estável é geralmente acompanhada por um crescimento correspondente na procura por bens e serviços. (retaildetail.eu, 2022)

É de realçar que a indústria de alimentos está a evoluir rapidamente. Os consumidores concentram-se na qualidade, sustentabilidade, origem e processamento dos alimentos. A maior tendência que impulsiona a mudança na indústria de alimentos e bebidas no momento é a transparência. Os consumidores procuram marcas que compartilhem transparência com os seus produtos, bem como reflitam os seus próprios valores pessoais. A saúde e o bem-estar são também uma tendência que tem sido o motor fundamentalmente da mudança em alimentos e bebidas em todo o mundo. Nos últimos cinco anos, vimos essa tendência manifestar-se em rótulos mais limpos e claros e o crescimento de oferta de produtos orgânicos de grandes retalhistas. As

⁴ Disponível em: <https://www.distribuicaoohoje.com/consumo/e-commerce-e-retalho-alimentar-serao-estes-parceiros-impossiveis-de-conciliar/> [Acesso em 22/04/2022].

preocupações ambientais dos consumidores estão a crescer e eles esperam que as empresas também desenvolvam práticas sustentáveis. Os retalhistas que não tomam medidas para reduzir o desperdício e as emissões colocam as suas reputações em risco. É uma exigência de qualquer retalhista ser socialmente responsável em termos de construir a confiança do consumidor na marca.⁵

2.2. O impacto do COVID-19 no setor

A indústria de retalho alimentar desempenha um papel crítico em tempos de incerteza. Este setor enfrenta diferentes conjuntos de desafios em comparação com outros setores que não são críticos para a vida quotidiana (como o turismo e a aviação, por exemplo), durante uma pandemia. Sendo o retalho um setor crítico para o quotidiano, o retalho vai sofrer menos que o turismo ou que a aviação (Aday & Aday, 2020). A pandemia global de COVID-19 causou mudanças drásticas na estrutura das rotinas diárias das pessoas em muitos países ao redor do mundo, incluindo a forma como os alimentos são comprados. Algumas das mudanças instituídas temporariamente como resultado do COVID-19 provavelmente irão tornar-se permanentes.

Quando se examina a questão de como a pandemia COVID-19 afeta a procura de alimentos dos consumidores, percebe-se que a procura varia em função do preço dos alimentos, do nível de rendimento dos consumidores, da situação sociodemográfica, do consumo e preferências de compras e restrições de tempo (Aday & Aday, 2020). A implementação das restrições, que teve como consequência a suspensão de muitas atividades, afetou naturalmente o comércio local em primeiro lugar. Todas as lojas não essenciais foram fechadas. Os restaurantes e grande parte do setor de *food service* sofreram durante a pandemia, mas, grandes segmentos da indústria de retalho de alimentos, foram beneficiados em termos de vendas – à medida que as pessoas passaram a consumir em casa, as vendas de alimentos ao consumidor subiram a novos patamares. É certo que os retalhistas de alimentos e fornecedores gostariam de manter esse fluxo de receita, no entanto, a pandemia desencadeou novas forças na preferência do consumidor que parecem estar em oposição às metas de receita e custo do setor.⁶

À medida que os consumidores ficaram em quarentena durante a pandemia, as suas preferências mudaram, acelerando a procura pelo comércio digital. A mudança foi brusca e imediata. Embora as soluções de entrega novas e inovadoras atendessem aos requisitos do consumidor para transações mais seguras durante o confinamento, elas também eram soluções

⁵ Disponível em: <https://foodindustryexecutive.com/2019/10/the-food-retail-pulse-the-good-the-bad-and-the-blurry/> [Acesso em 27/04/2022]

⁶ Disponível em: <https://www2.deloitte.com/global/en/insights/industry/retail-distribution/future-of-food-retail-workforce.html> [Acesso em 28/04/2022]

consideravelmente mais complexas e caras para os participantes do setor. O valor de manter uma presença omnicanal foi amplamente capturado por consumidores, o que significa que esses investimentos ajudaram principalmente os retalhistas de alimentos a manter a participação de mercado enquanto aumentavam os custos. De acordo com o estudo divulgado pela COSEC, de Euler Hermes, só em 2020 “o crescimento anual das vendas das empresas retalhistas através de canais digitais foi de 5,3% - quase o dobro do crescimento médio registado nos últimos 10 anos, impulsionado por um maior número de receitas feitas em casa e pelo aumento da procura por produtos de higiene pessoal e de uso doméstico”.

Contudo, a tendência de aumento acentuado de comida caseira em 2020 e 2021, que impulsionou a alta procura por alimentos no setor do retalho está a diminuir. Enquanto alguns consumidores continuam a preparar mais refeições em casa do que preparavam antes da pandemia de COVID-19, muitos outros estão a retomar às suas atividades normais fora de casa e a transferir mais do seu consumo de alimentos de volta para restaurantes. Desta forma, em 2022, as vendas deste setor, serão desafiadas por mudanças no comportamento do consumidor à luz do aumento dos preços, tendências contínuas de produtos esgotados e aumento de refeições fora de casa (McKinsey & Company, 2022).

Segundo David Rawlinson, CEO da *NielsenIQ*, “O impacto do COVID-19 será sentido por países, consumidores e empresas em todo o mundo nos próximos anos”. “À medida que os países abrandam as restrições num esforço para reiniciar as suas economias, a evidência de mudanças significativas na economia, emprego, mudanças estruturais e ajustes de políticas vão manifestar-me num comportamento permanente e alterado do consumidor. Produtores e retalhistas terão de considerar as implicações de longo prazo para reconfigurar as suas estratégias para o futuro”.

2.3. A Guerra na Ucrânia

Mesmo antes da invasão, as cadeias de supermercados já esperavam que as vendas não crescessem ao ritmo dos anos anteriores. A 24 de fevereiro de 2022, o exército russo iniciou a invasão contra a Ucrânia. A reação nos mercados foi imediata. Nessa altura, o preço dos alimentos atingiu o recorde, a nível global, derivado dos problemas da pandemia e da cadeia de suprimentos. A guerra no leste europeu veio intensificar ainda mais este problema. Em fevereiro, os preços globais dos alimentos atingiram máximos, subindo 24% face ao período homólogo, após um aumento mensal de 4%. Estes aumentos acentuados derivaram de vários fatores, entre eles da energia e do transporte. O custo destes recursos mencionados sofreu um grande aumento em 2021. Para além disso, foi possível verificar um excesso de procura, numa altura em que as economias tentavam regressar à normalidade após a pandemia COVID-19. Duas semanas após o início do

conflito, a capital da Ucrânia proibiu as exportações de alimentos básicos, priorizando a alimentação da população à medida que a crise humanitária se instalava. A Rússia seguiu este exemplo, e impediu que fosse exportado trigo para alguns municípios vizinhos até o final do primeiro semestre do ano.⁷ Desta forma, a invasão suspendeu a produção de trigo, o abastecimento de fertilizantes e quase todas as commodities agrícolas em todo o mundo. A duração do impacto dependerá não só da duração da guerra, como do estado das infraestruturas quando tudo acalmar. Para além disto, é de realçar que os preços dos alimentos são estabelecidos internacionalmente e, com estes dois países a proibir as exportações por agora, o impacto continuará a fazer-se sentir.

Os preços dos alimentos vão aumentar mais ainda e, afetar, de forma negativa, os consumidores em todo o mundo, ameaçando aumentos semelhantes aos observados em 2008, consequentes da crise financeira global. Tudo isto é ainda intensificado pelos custos de transporte que irão aumentar ao mesmo tempo que os preços dos combustíveis atingem níveis históricos.

A pressão sobre os preços aumentará, a concorrência irá tornar-se mais persistente e o mercado online amadurecerá. A guerra na Ucrânia apenas exacerbará esses desafios e provavelmente aumentará a sensibilidade ao preço do consumidor. (McKinsey & Company, 2022).

A OCDE estimou que a crise na Ucrânia pode cortar mais de um ponto percentual do crescimento global este ano e acrescentar 2,5 pontos à inflação. A guerra pode ainda provocar uma crise alimentar mundial, de acordo com o *International Monetary Fund*. Jerónimo Martins afirma também que o conflito militar na Ucrânia vai agravar a inflação alimentar. O Grupo admite nas suas perspetivas para 2022 que “o rápido aumento da inflação dos produtos alimentares, da energia e dos transportes é intensificado pelo conflito militar e por crescentes limitações sentidas nas cadeias abastecimento internacionais”. O BCE alertou que a inflação alimentar “se manterá elevada ao longo de 2022, devido aos elevados preços das matérias-primas e aos aumentos extraordinários nos preços do gás e eletricidade, que representam cerca de 90% dos custos totais de energia da indústria alimentar processada e que são um fator importante para a produção de fertilizantes”. Além disso, verifica-se uma visível depreciação das moedas da Europa de Leste, nomeadamente do zloty.

⁷ Disponível em: <https://pt.euronews.com/my-europe/2022/03/21/guerra-na-ucrania-que-impacto-sobre-os-produtos-alimentares> [Acesso em 02/05/2022].

3. Apresentação da Empresa

A história de Jerónimo Martins começou em 1972, quando um jovem empresário galego decidiu abrir uma pequena loja chamada “Jerónimo Martins & Filhos” no centro de Lisboa – Chiado. A loja cresceu ao longo dos anos, tornando-se um verdadeiro sucesso. Em 1920, os cinco sócios proprietários dos “Grandes Armazéns Reunidos do Porto” decidiram adquirir o estabelecimento. Contudo, a situação da firma começou a deteriorar-se, tendo quase falido durante a recessão da Primeira Guerra Mundial. Em 1921, Francisco Manuel dos Santos comprou o estabelecimento e em 1978, o seu neto, Alexandre Soares dos Santos, foi responsável pela entrada da empresa no negócio de distribuição alimentar moderna através da criação dos supermercados Pingo Doce. A internacionalização começou na Polónia, em 1994, uma vez que, para Alexandre Soares dos Santos, era um país de oportunidades, quer pelo potencial dos seus 40 milhões de habitantes, quer pelo seu sistema económico – já em plena transformação para uma economia de mercado, decorrente da sua abertura ao ocidente. Em 2011, o Grupo Jerónimo Martins anuncia ao mercado o seu novo destino internacional de investimento: a Colômbia – país com cerca de 45 milhões de habitantes, sendo a terceira maior economia da América Latina.

Jerónimo Martins, SPGS, S.A é um grupo internacional com sede em Portugal, que opera em três áreas de negócio distintas – Distribuição Alimentar, Retalho Especializado e Agro-Alimentar. Jerónimo Martins, atualmente com 230 anos de experiência no ramo alimentar, encontra-se presente em 3 países – Polónia, Portugal e Colômbia – empregando 123.458 colaboradores.

3.1. Distribuição Alimentar

A Distribuição Alimentar é a principal área de negócio do grupo. Neste segmento, o grupo opera sob 4 insígnias diferentes em 3 países diferentes. O compromisso da Jerónimo Martins nestes 3 países foca-se em ter um grande número de lojas, próximas entre elas, desenvolver produtos e soluções alimentares convenientes de elevada qualidade, a preços competitivos impulsionados por descontos frequentes em produtos.

Polónia

Jerónimo Martins encontra-se presente na Polónia há mais de 20 anos. É líder destacado no retalho alimentar com 3.250 lojas dispersas por todo o país, servindo diariamente 4 milhões de consumidores, sob a marca *Biedronka*. A *Biedronka* aposta na proximidade das lojas e em vender produtos de qualidade a preços baixos, aliados a grandes descontos. É considerada a marca

polaca mais valiosa segundo o *Ranking Brand Finance 500*, sendo a principal impulsionadora de receitas do Grupo. Em 2021, foram abertas 164 novas lojas. Verificou-se um *like-for-like* de 8,3% (face aos 7,1% em 2020) e um aumento de 1,6% na quota de mercado. As vendas da *Biedronka* totalizaram 14,5 mil milhões de euros (+8% face aos 13,465 mil milhões de euros em 2020).

Portugal

Embora o retalho alimentar em Portugal seja extremamente competitivo, os consumidores permanecem fiéis à empresa. Jerónimo Martins é líder na Distribuição Alimentar, operando atualmente sob duas marcas: Pingo Doce e Recheio. O Pingo Doce, atualmente com 465 lojas, é a principal cadeia de supermercados no nosso país, que proporciona produtos alimentares de qualidade a preços competitivos. Tem reforçado a sua posição no mercado como resultado dos pilares de inovação contínua e diferenciação estratégica. O Pingo Doce conta com 42 anos de atividade e em 2021 as suas vendas totalizaram um marco histórico de 4 mil milhões de euros (face aos 3,9 mil milhões de euros em 2020). Para além disso, abriu a sua primeira loja nos Açores e mais 13 em Portugal Continental. Esta expansão contínua demonstra que o Pingo Doce está a crescer no país. A estratégia de crescimento consistente reflete-se também num crescimento LFL de 2,9% (vs. -3,4% em 2020). Foi alcançado um EBITDA de 244 milhões de euros, com margem de 6%.

Para além do Pingo Doce, Jerónimo Martins é líder de *Cash & Carry* em Portugal, através da marca Recheio. Recheio é uma cadeia de 42 lojas em todo o país e 3 plataformas de foodservice, sendo há mais de 50 anos o principal aliado dos empresários da restauração, hotelaria e retalho tradicional. Aposta na oferta de soluções alimentares com as suas marcas próprias – Masterchef, Gourmês e Amanhecer – tendo lançado 105 novos produtos, em 2021. O peso das vendas do Recheio com Marca Própria atingiu 26%. Ainda que a limitada atividade turística e as restrições impostas ao longo de 2021 tenham continuado a limitar subidas das vendas, estas totalizaram 906 milhões de euros (vs. 847 milhões de euros em 2020). O EBITDA do Recheio atingiu 43 milhões de euros com margem de 4,7%.

Colômbia

O último país em que o Grupo decidiu apostar foi a Colômbia. A *Ara* é o negócio mais recente da Jerónimo Martins, que tem crescido continuamente desde 2013, tendo alcançado, pela primeira vez, um EBITDA positivo no ano passado. Ara abriu 157 novas lojas, totalizando assim um total de 819, principalmente presentes na capital Bogotá que representa cerca de 40% do PIB

do país. As vendas totalizaram 1.102 mil milhões de euros (vs. 854 milhões de euros em 2020) e o crescimento LFL foi de 24,4% (vs. 10,2% em 2020).

3.2. Retalho Especializado

No segmento do Retalho Especializado, Jerónimo Martins possui 3 empresas – *Hebe*, *Jeronymo* e *Hussel*. Embora estas empresas pertençam ao mesmo segmento, a atividade principal de cada uma é consideravelmente diferente. É de realçar também que este segmento tem uma contribuição marginal para as vendas totais do grupo.

Polónia

A *Hebe*, uma rede de lojas especializadas em Saúde e Beleza, é a maior empresa de retalho especializado de Jerónimo Martins, contando atualmente com 291 lojas. Em 2021 faturou 278 milhões de euros em vendas (face aos 245 milhões de euros em 2020) e verificou-se um crescimento LFL de 17,5% (face aos -10,3% em 2020). O canal online ganhou dinamismo, representando 13% das vendas totais. O negócio das farmácias foi encerrado em julho de 2020.

Portugal

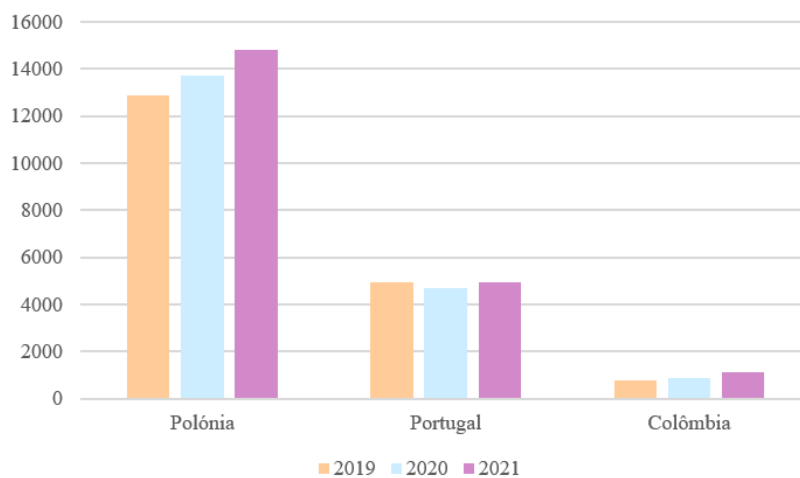
Jeronymo é uma rede de cafetarias, criada em 2002. No final de 2021, contava com 20 pontos de vendas. *Hussel*, atualmente com 21 lojas, é especializada em chocolates e confeitaria. Este conceito resultou de uma *joint venture*, da qual o Grupo detém 51% do capital, com a *Douglas AG*, uma empresa alemã.

3.3. Agro-Alimentar

O segmento Agro-Alimentar de Jerónimo Martins iniciou-se em 2014, com o intuito de apoiar a operação de Distribuição Alimentar em Portugal, garantindo o acesso direto a fontes de abastecimento de produtos estratégicos. O grupo possui, por exemplo, uma fábrica de laticínios – *Terra Alegre* – que produz leite, natas e manteigas, que são vendidas exclusivamente na rede de supermercados do Grupo (é nesta fábrica que é produzido o único leite fresco de Marca Própria em Portugal para o *Pingo Doce*).

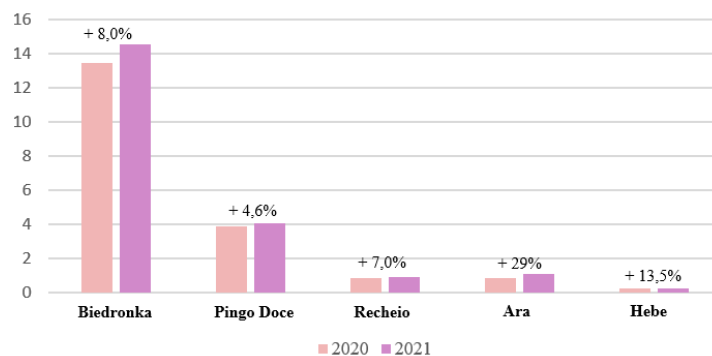
Nos gráficos seguintes podemos observar a evolução das vendas da empresa nos últimos 3 anos (por país), as vendas por insígnia em 2020 e 2021 e, por fim, o peso de cada segmento no total das vendas.

Gráfico 1: Evolução das Vendas da Jerónimo Martins



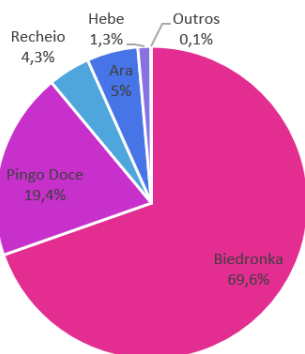
Fonte: Dados da Empresa, Elaboração Própria

Gráfico 2: Vendas por insígnia

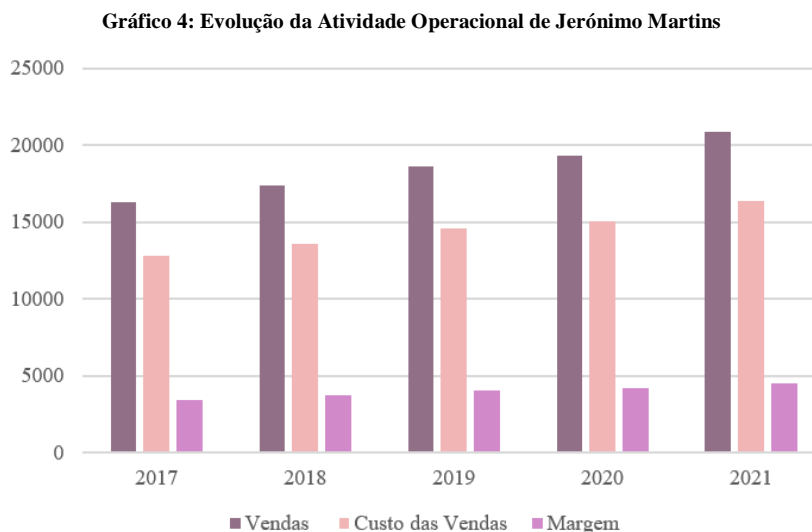


Fonte: Dados da Empresa, Elaboração Própria

Gráfico 3: Peso de cada segmento no total das vendas



Fonte: Dados da Empresa, Elaboração Própria



Fonte: Dados da Empresa, Elaboração Própria

O principal objetivo do grupo é satisfazer as necessidades diárias de milhares de clientes, facultando serviços de qualidade com base numa estratégia de preços competitivos, enquanto contribui para o desenvolvimento sustentável das regiões onde atua. As competências base – marcas fortes, modelos de negócios, foco na eficiência e capacidade de gestão – são fundamentais para criar mais valor e determinantes para o sucesso do Grupo, permitindo que este mantenha a sua posição no mercado. Para além disso, o Grupo está empenhado no crescimento constante do negócio com aberturas contínuas de lojas, sendo que 31% do investimento em 2021 era alocado a expansões. A perspetiva da empresa para o futuro é expandir e aumentar ainda mais o número de lojas nos 3 países onde se encontra presente.

De momento, encontra-se cotada na *Euronext Lisbon* desde 2002 e incluída no PSI, o índice de referência das empresas que são negociadas na *Euronext Lisbon*. A 31 de dezembro de 2021, a Jerónimo Martins apresentava um preço por ação de 20,10€, o que representa uma valorização de 45% face ao período homólogo (final de 2020).

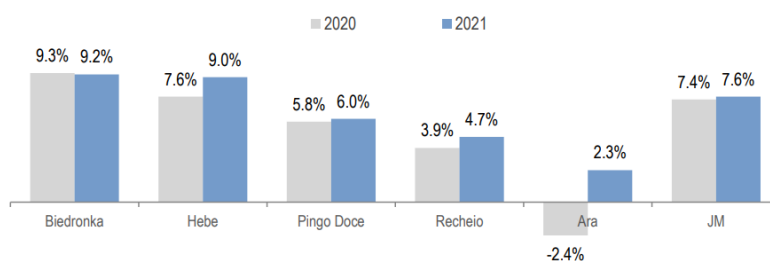
Gráfico 5: Evolução do Preço da Ação



Fonte: Site Jerónimo Martins

Em 2021, Jerónimo Martins apresentou um recorde ao nível de volume de negócios, com um valor de 20.889 milhões de euros (um incremento de 8,3% face ao período homólogo) e um lucro líquido de 463 milhões de euros. A distribuição alimentar foi responsável por cerca de 98,6% destas vendas. A maior parte das receitas da empresa resulta dos supermercados Biedronka, que representam cerca de 69,6% das vendas consolidadas de Jerónimo Martins. Em Portugal, o Pingo Doce e o Recheio são os principais negócios, representando 23,7% das vendas totais da empresa e 10,7% do EBITDA.

Gráfico 6: Margem EBITDA



Fonte: Apresentação de Resultados, 2021

Atualmente, é o 49º maior retalhista do mundo, o 32º maior retalhista alimentar do mundo e o 18º maior retalhista alimentar a nível europeu, segundo a edição de 2022 do “*Global Powers of Retailing*” divulgado pela Deloitte.

4. Governo da Sociedade

Jerónimo Martins segue o modelo de governo “anglo-saxónico”, desde 2007, que é composto pelo Conselho de Administração, pela Assembleia Geral, pela Comissão de Auditoria, pelo Revisor Oficial de Contas e pelo Secretário da Sociedade.

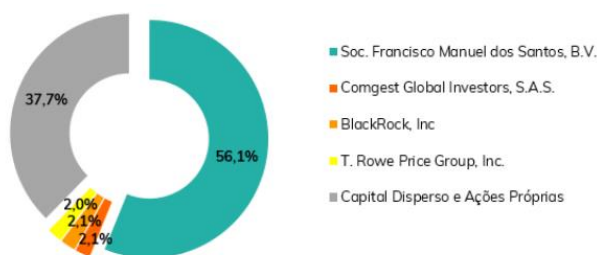
Sendo um grupo com uma dimensão considerável e com muitas decisões importantes a serem tomadas, necessita de uma estrutura traçada para enfrentar grandes desafios, um rápido crescimento e planos ambiciosos de curto, médio e longo prazo. Desta forma, um dos papéis do Conselho de Administração é a gestão de todos os negócios sociais e cumprimento de todas as operações relativas ao objeto social. Atualmente, este órgão conta com 10 membros, tendo reunido 7 vezes ao longo de 2021 e, sendo presidido por Pedro Soares dos Santos. Pedro Soares dos Santos é o CEO de Jerónimo Martins, desde 2010. Ingressou no Grupo em 1983 e é membro do Conselho de Administração desde março de 1995, tendo sido eleito presidente em 18 de dezembro de 2013.

Em relação ao capital social da Jerónimo Martins, esta é representada atualmente por 629.293.220 ações, de valor nominal de 1€/ação. A Jerónimo Martins detém 859.000 ações próprias, adquiridas em 1999. O capital social não sofreu alterações desde 2007.

Jerónimo Martins mantém, desde o seu início, uma forte componente familiar. Desde o início que a estrutura familiar acompanha a evolução da empresa, sendo uma parte fundamental da cultura e do sucesso da mesma.

A 16 de dezembro de 2021, a sociedade *Asteck*, o segundo maior acionista da Jerónimo Martins, vendeu a totalidade da posição de 5% que controlava. Assim, a 31 de dezembro de 2021, o acionista maioritário continuava a ser a Sociedade Francisco Manuel dos Santos, B.V, com 56,1% do capital da empresa, seguido da *Comgest Global Investors, S.A.S* (2,1%), da *BlackRock, Inc* (2,1%) e da *T. Rowe Price Group, Inc.* (2%). O resto das ações corresponde a capital diverso e ações próprias.

Figura 1: Estrutura de Capital



Fonte: Relatório e Contas, 2021

5. Análise Económica

A 1 de janeiro de 2021, o imposto sobre vendas a retalho entrou em vigor na Polónia – as empresas com um maior volume de vendas devem pagar impostos adicionais. Assim, ao desafio da pandemia, juntou-se a pressão proveniente da implementação do mesmo. Contudo, foi possível verificar que durante o ano, o ambiente de consumo manteve-se positivo, como consequência de um maior controlo da situação pandémica e o resultante suavizar das restrições. Verificou-se um acréscimo do PIB de 5,7%. A recuperação económica foi impulsionada, em grande medida, pelo consumo privado. Verificou-se uma estabilização da taxa de desemprego, um forte aumento dos salários médios e um aumento da inflação dos alimentos. Foi possível registar um crescimento consistente no consumo alimentar, que reflete o aumento da inflação, bem como o aumento no nível dos volumes transacionados.

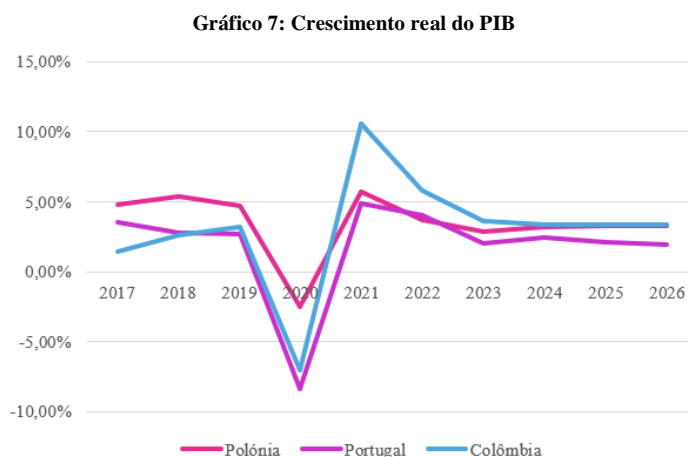
As várias medidas implementadas pelo Governo para proteger os consumidores da pressão crescente sobre os rendimentos disponíveis, combinadas com o aumento da base de consumidores

em resultado do fluxo de refugiados ucranianos para a Polónia, terão contribuído certamente para esta tendência.

Em Portugal, a população está cada vez mais envelhecida, a economia encontra-se débil e pressionada por uma enorme carga fiscal. Para além disso, verifica-se escassez de investimento produtivo e falta de oportunidades para os jovens. A indústria é muito importante na economia portuguesa. Em 2021, a recuperação do consumo foi abalada pela estagnação da atividade turística que continuou a afetar a economia ao longo do ano. O PIB português cresceu, embora abaixo do crescimento do PIB da UE, 4,9% (face aos -8,4% em 2020). O consumo privado cresceu 5,6%, a taxa de desemprego foi de 6,6% e a inflação alimentar foi de 0,7% (face aos 2,1% em 2020). (Jerónimo Martins, 2021). O aumento generalizado dos preços pressionou o consumo. Consequentemente, foi originado um *'trading down'* no setor alimentar, verificando-se um aumento do peso das marcas próprias nas vendas totais.

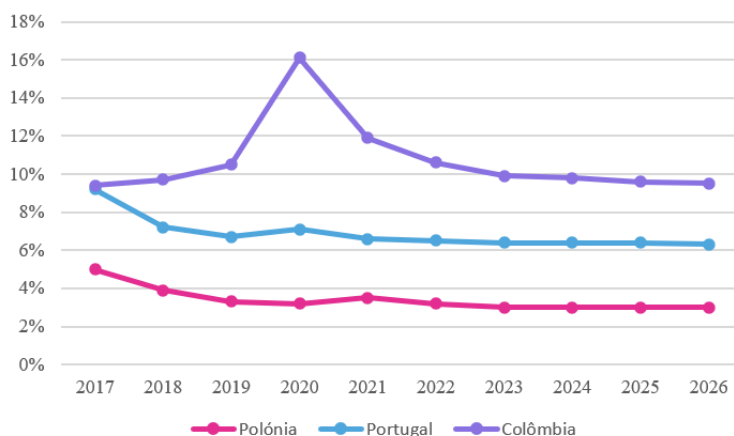
A economia da Colômbia é baseada principalmente na agricultura e na pecuária. Os efeitos do confinamento de 2020 condicionaram o ritmo de recuperação económica do país. Em 2021, o aumento dos preços dos alimentos surgiu a partir de maio com a contribuição das greves e da discórdia social, que levaram a quebras na cadeia nacional de abastecimento. Verificou-se o maior aumento do PIB desde que há registos, um aumento de 10,6% (face aos -7% em 2020). A taxa de desemprego desceu para 13,1% (vs. 16,1% em 2020) e a inflação alimentar aumentou para 9,7% (face aos 5,6% em 2020). A subida acentuada dos preços dos bens alimentares, com a respetiva inflação a 23,3% (23,8% no 2T), continuou a impactar o comportamento dos consumidores e a originar trading down no cabaz alimentar (Jerónimo Martins, 2021).

Para este ano, prevê-se um período de recessão da economia, visto que as previsões do *International Monetary Fund* apontam para uma redução do PIB, comparativamente ao ano anterior, em qualquer um dos três países onde Jerónimo Martins atua.



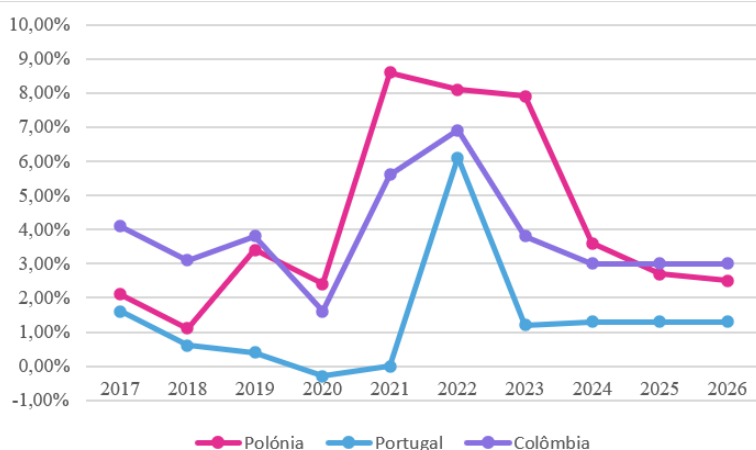
Fonte: IMF 2022, Elaboração Própria

Gráfico 8: Taxa de Desemprego por país



Fonte: IMF 2022, Elaboração Própria

Gráfico 9: Taxa de inflação por país



Fonte: IMF 2022, Elaboração Própria

6. Análise SWOT e Modelo de Porter

A estratégia da empresa baseia-se na criação de valor ao mesmo tempo que procura o desenvolvimento sustentável por meio de diretrizes e objetivos estratégicos com as competências essenciais presentes. Assim, existem três pilares alinhados com a estratégia do Grupo: Responsabilidade Corporativa, Criação de Valor e Desenvolvimento Sustentável. A estratégia de Responsabilidade Corporativa do Grupo procura implementar processos que possam ter um impacto significativo no meio ambiente e nas pessoas das áreas geográficas em que a empresa está presente. Além disso, ao focar na Criação de Valor, o Grupo visa alcançar uma posição competitiva em todas as áreas em que está presente, implementando estratégias para beneficiar

economias de escala e sinergias. Para atingir os objetivos de curto e médio/longo prazo relacionado ao crescimento contínuo das unidades de negócios e das margens de vendas, a empresa conta com as atualizações tecnológicas. Ademais, a perspetiva da empresa para o futuro é expandir e aumentar o número de lojas, especialmente internacionalmente. No que se refere ao Desenvolvimento Sustentável, a empresa está envolvida em ações sociais e preocupações ambientais na cadeia de valor, promovendo sempre uma alimentação saudável e de qualidade, apoiando a comunidade onde o Grupo atua. No primeiro semestre do ano corrente, as insígnias do Grupo foram eficazes na implementação de medidas para limitar o impacto adverso da inflação nos seus consumidores.

Prevalece uma envolvente de significativa incerteza associada aos desenvolvimentos da guerra na Ucrânia e aos impactos da pandemia de Covid-19 nas cadeias de abastecimento globais. Desde o início da guerra, que se tem verificado um aumento nas pressões inflacionistas nos produtos alimentares, na energia e nos transportes. É expectável que este aumento seja ainda mais acentuado na segunda metade do ano.

Desde então, também se observa o aumento da volatilidade das moedas da Europa de Leste e da América Latina. Em face dos efeitos do aumento da inflação e das taxas de juro no rendimento disponível das famílias e na confiança dos consumidores, a competitividade de preço e a criação de oportunidades de poupança adicional tornam-se ainda mais preponderantes na agenda comercial e de marketing de todas as Companhias do Grupo.

Para a análise estratégica da empresa, serão utilizados o modelo de Porter e a análise SWOT (*Strengths, Weaknesses, Opportunities e Threats*).

O modelo de Porter tem em conta os aspetos principais que ajudam uma empresa a estabelecer a sua posição no mercado. O modelo possibilita analisar o grau de atratividade de um setor da economia, identificando um conjunto de cinco forças (ameaça de entrada de novos concorrentes, rivalidade entre empresas concorrentes, poder negocial dos fornecedores, poder negocial dos clientes e ameaça de novos produtos ou serviços substitutos) que afetam a competitividade.

A Análise SWOT, por sua vez, ajuda a identificar pontos fortes e pontos fracos que uma empresa apresenta face aos seus concorrentes e também a identificar oportunidades e ameaças.

6.1. Modelo das 5 forças competitivas de Porter

Rivalidade entre os Concorrentes

É bastante elevada devido aos baixos custos de mudança existentes para os consumidores. A indústria é conhecida pela similaridade nos produtos básicos o que contribui para a competição de preços. Os consumidores escolhem a melhor opção qualidade-preço, fazendo com que os retalhistas adaptem as suas estratégias de preços para aumentar as receitas. A forma como as empresas competem é através de promoções e lançamento de marcas próprias para alcançar uma posição de liderança no mercado.

Poder de Negociação dos Clientes

É considerado moderado/alto, uma vez que estes podem mudar facilmente de empresa. A concentração de retalhistas no mercado influencia o poder do comprador, que escolhem com base na melhor opção qualidade-preço. Com o aumento de compras online, tornou-se também mais fácil para os consumidores comparar preços, o que aumenta o poder de negociação dos mesmos.

Poder de Negociação dos Fornecedores

É considerado moderado, uma vez que existe um grande número de fornecedores. Os grandes retalhistas são geralmente abastecidos com grandes encomendas que têm um volume considerável na receita dos fornecedores, pelo que, estes temem perder os seus contratos comerciais. Em alguns casos, os retalhistas começaram a vender produtos de marca própria para diversificar.

Ameaça de Entrada de Novos Concorrentes

É considerada média, uma vez que novas empresas de retalho podem entrar facilmente no mercado como resultado de um custo de capital moderado. Sendo um setor onde existe uma elevada concorrência, a indústria alimentar é frequentemente caracterizada por ter margens baixas, quando comparada com outras indústrias, o que pode torná-la pouco atrativa. Para além disso, existem certos obstáculos, como a dificuldade de acesso a fornecedores e a fidelização do cliente com a marca.

Ameaça de Produtos Substitutos

É considerada baixa. As formas de substitutos mais conhecidas na indústria são as pequenas lojas, retalhistas online e serviços de entrega de supermercado. Contudo, uma vez que a maioria dos produtos oferecidos neste setor consistem em elementos essenciais e básicos do dia-a-dia dos consumidores, a ameaça de substituição é baixa.

6.2. Análise SWOT

| FORÇAS | OPORTUNIDADES |
|---|---|
| Forte reputação no mercado Líder na Polónia e em Portugal Preços atrativos para os clientes e elevada fidelização dos mesmos Grande número de lojas e variedade de produtos Constante inovação Expansão de lojas Marcas Próprias Conhecimento sobre as necessidades dos consumidores | Online Tendências de hábitos de consumo Expandir os seus produtos de marca própria Aumento do número de lojas |
| FRAQUEZAS | AMEAÇAS |
| Elevada dependência da Biedronka Restrições geográficas Exposição ao risco cambial Margens reduzidas (tendo em conta que o custo das vendas neste setor é elevado) | Guerra Rússia-Ucrânia Mudanças de política no setor de retalho bem como no sistema tributário Saturação do mercado Aumentos dos custos de operação e combustível |

7. Avaliação

Na elaboração deste projeto de avaliação, os métodos tidos em conta foram o *Free Cash Flow Firm* (FCFF) e o Método dos Múltiplos.

O Método FCFF permite avaliar empresas que mantenham as suas estruturas de capital constantes/semelhantes ao longo do horizonte temporal (Damodaran, 2012). Prevê-se que, no caso da Jerónimo Martins isto venha a ocorrer futuramente. A taxa de desconto utilizada para atualizar os cash flows é o WACC, uma vez que Jerónimo Martins é uma empresa já em fase de

maturidade. Utilizar o método APV seria indicado se fosse uma empresa em fase de crescimento (com constantes mudanças a nível da estrutura de capital).

O Método dos Múltiplos é usado de forma a complementar os resultados alcançados no Método FCFF, de forma a comparar os resultados. Este método permite realizar a avaliação da empresa tendo por base o valor de empresas comparáveis existentes no mercado, ou seja, podem ser consideradas empresas do mesmo setor.

Para elaborar esta avaliação foram retirados os dados dos Relatórios e Contas Anuais da Jerónimo Martins relativos aos anos 2017 a 2021. Será considerado um período de previsão de 5 anos, de 2022 a 2026.

7.1. Avaliação por Descontos de Fluxos de Caixa

7.1.1. Vendas

Uma vez que as receitas são divulgadas por segmento, foi possível prever as receitas dos 5 segmentos e ter uma visão detalhada do desempenho das unidades de negócio da Jerónimo Martins. A composição dos segmentos é baseada na distribuição geográfica, onde o Retalho em Polónia corresponde à Biedronka e Hebe, o Retalho em Portugal corresponde ao Pingo Doce e ao Recheio e o Retalho na Colômbia corresponde à Ara. O segmento ‘Outros’ inclui as restantes unidades de negócios.

Este ano, apesar de prevalecer uma envolvente de significativa incerteza associada aos desenvolvimentos da guerra na Ucrânia e à evolução da pandemia de COVID-19, o mercado de Retalho Alimentar deverá apresentar uma conjuntura favorável.

Neste primeiro trimestre de 2022, foi possível verificar que as vendas consolidadas da empresa registaram um aumento de 15,2% (para 5,5 mil milhões de euros), quando comparadas com o período homólogo. Deste modo, é expectável que o valor das vendas do Grupo aumente, tal como tem aumentando consistentemente o longo dos últimos anos.

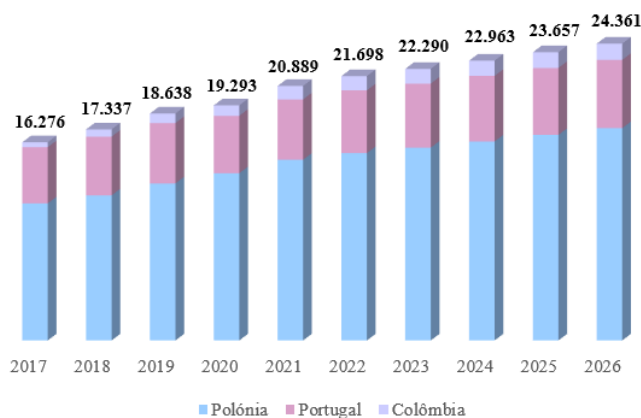
Uma vez que Jerónimo Martins tem diferentes operações em diferentes países, é importante separar as vendas da empresa em diferentes segmentos. Supõe-se que as receitas da empresa seguem o PIB esperado de cada país, para o período previsto. Foram utilizadas as previsões do Fundo Monetário Internacional (dados retirados em abril de 2022).

Para o segmento “Outros e Ajustes de Consolidação” é assumido um valor igual ao de 2020 e 2021, pois possuiu um pequeno peso nas vendas totais.

Tabela 1: Crescimento das Vendas

| Taxa de Crescimento | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 |
|---------------------|------|------|------|------|------|
| Polónia | 3,7% | 2,9% | 3,2% | 3,3% | 3,3% |
| Portugal | 4,0% | 2,0% | 2,4% | 2,1% | 1,9% |
| Colômbia | 5,8% | 3,6% | 3,4% | 3,4% | 3,4% |

Gráfico 10: Vendas



Fonte: Elaboração Própria

7.1.2. Custo das Vendas

O custo das vendas tem um enorme impacto nas demonstrações financeiras, uma vez que representa cerca de 78% das vendas totais. De 2017 a 2021, o custo das vendas representa uma média de 78,4% da receita total.

De 2018 a 2021 verificou-se um aumento constante da Margem Bruta, que em média, corresponde a 21,75% das vendas. Devido à inflação ao nível dos custos, é expectável que a margem diminua. Vamos assumir, desta forma, que o custo das vendas irá aumentar nos próximos anos. Isto terá como consequência um aumento da pressão sobre a margem, fazendo com que a mesma diminua, passando a ter um valor de 20,5% das vendas durante o período estimado.

As rubricas ‘custos de distribuição’ e ‘custos administrativos’ foram previstos tendo em conta a média, dos pesos de cada uma sobre o valor das vendas totais, uma vez que estas também se encontram relacionadas com a evolução das receitas.

7.1.3. CAPEX

É a diferença de ativos fixos brutos de um ano para o outro, ou seja, são os investimentos e reinvestimentos realizados num ano. O CAPEX representa todo o investimento necessário para manter o negócio a funcionar, sendo um papel vital no quadro de avaliação.

A Jerónimo Martins tem o CAPEX como o centro das prioridades de alocação de capital e tem investido ativamente na expansão de novas lojas e em remodelações. Para 2022, estão previstas aberturas de 130 novas lojas Biedronka, 10 novas lojas Pingo Doce e mais de 150 novas lojas Ara. Para o período de previsão é assumido que o grupo irá aumentar o seu CAPEX, pois as expansões de novas lojas estão nas perspetivas futuras do grupo. O CAPEX foi então estimado como a % média histórica das vendas de 2017 a 2021. De acordo com os relatórios anuais da empresa, o CAPEX representou, em média, 3,5% da faturação total, de 2017 a 2021. O CAPEX estimado irá respeitar a evolução histórica dos últimos 5 anos. Vamos supor que os investimentos previstos representarão 4% (3,5%+0,5%) da faturação da empresa, devido aos planos de expansão do Grupo.

Tabela 2: CAPEX

| CAPEX (em milhões de euros) | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | Média (17-21) |
|-----------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|---------------|
| CAPEX | 724 | 658 | 679 | 479 | 690 | 868 | 892 | 919 | 946 | 974 | 3,5% |
| CAPEX como % de vendas | 4,4% | 3,8% | 3,6% | 2,5% | 3,3% | 4,0% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | |

7.1.4. Depreciações e Amortizações

Com a aplicação da IFRS16, em 2019, as locações passaram a ser reconhecidas como ativos. Deste modo, é normal que o valor das depreciações e amortizações seja superior nos anos seguintes a 2019. Deste modo, as depreciações foram calculadas com base na taxa média histórica de depreciação entre 2019 e 2021. A taxa de depreciação obtida foi de 10,54%. Para prever os valores de depreciação, esta taxa foi multiplicada pelos Ativos Fixos do início do período correspondente.

$$Ativo_t = Ativo_{t-1} + CAPEX_t - Depreciação$$

Dado que os pesos históricos para cada uma das 3 classes de ativos fixos (Ativos Fixos Tangíveis, Ativos Intangíveis e Direitos de Uso) foram aproximadamente constantes nos últimos 3 anos, para prever os valores dos próximos anos, multiplicámos a média dos pesos históricos entre 2019 e 2021 pelo total de Ativos Fixos.

Tabela 3: Cálculo do Ativo Fixo

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | Média Peso 19-21 |
|------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------------|
| Ativos Fixos Tangíveis | 3475 | 3687 | 3970 | 3817 | 3993 | 4028 | 4107 | 4193 | 4286 | 4384 | 56,5% |
| Ativos Intangíveis | 811 | 793 | 794 | 757 | 757 | 791 | 807 | 824 | 842 | 861 | 11,1% |
| Direitos de Uso | 0 | 0 | 2335 | 2167 | 2248 | 2310 | 2355 | 2404 | 2458 | 2514 | 32,4% |
| Ativos Fixos | 4286 | 4480 | 7099 | 6741 | 6998 | 7128 | 7269 | 7421 | 7585 | 7760 | |

| Ativos Fixos | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 |
|---------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Ativos Fixos Início | 6998 | 7128 | 7269 | 7421 | 7585 |
| CAPEX | 868 | 892 | 919 | 946 | 974 |
| Depreciações | 738 | 751 | 766 | 782 | 799 |
| Ativos Fixos Final | 7128 | 7269 | 7421 | 7585 | 7760 |

7.1.5. Net Working Capital (NWC)

O cálculo no NWC está detalhado na tabela que se segue. Como esperado, o NWC de Jerónimo Martins é negativo, cenário típico no setor do retalho, uma vez que o prazo médio de recebimento tende a ser consideravelmente menor do que o prazo médio de pagamento, tendo como consequência um valor dos credores muito superior ao valor dos devedores.

O NWC previsto foi calculado com base na média da % das vendas da empresa nos últimos cinco anos.

Tabela 4: Net Working Capital

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 |
|---------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Ativos Correntes | | | | | | | | | | |
| Inventário | 842 | 970 | 1039 | 974 | 1108 | 1150 | 1181 | 1217 | 1254 | 1291 |
| Contas a receber | 388 | 436 | 425 | 393 | 479 | 499 | 513 | 528 | 544 | 560 |
| Total | 1230 | 1406 | 1464 | 1367 | 1587 | 1649 | 1694 | 1745 | 1798 | 1851 |
| Passivos Correntes | | | | | | | | | | |
| Contas a pagar | 3662 | 3794 | 4182 | 4154 | 4771 | 4817 | 4948 | 5098 | 5252 | 5408 |
| Total | 3662 | 3794 | 4182 | 4154 | 4771 | 4817 | 4948 | 5098 | 5252 | 5408 |
| Working Capital | -2432 | -2388 | -2718 | -2787 | -3184 | -3168 | -3254 | -3353 | -3454 | -3557 |
| Δ Working Capital | - | 44 | -330 | -69 | -397 | 16 | -86 | -98 | -101 | -103 |

7.1.6. WACC

Para o cálculo do custo do capital próprio, foi utilizado o modelo do *Capital Asset Pricing Model* (CAPM).

$$WACC = k_e \times \left[\frac{E}{E + D} \right] + kd \times \left[\frac{D}{E + D} \right] \times (1 - t)$$

A taxa de juro sem risco, tal como o nome indica, deve representar um investimento com risco zero. De acordo com Damodaran, deve utilizar-se a taxa do título alemão com maturidade de 10 anos como taxa de juro sem risco para os países da União Europeia. Assim, como estimativa da taxa de juro sem risco, r_f , foi considerado o título do governo da Alemanha com maturidade de 10 anos, de 1,703%, à data de 16/05/2022, extraída do Investing. Foi assumido que esta taxa é transversal aos três países.

Para o prémio de risco de mercado, foram utilizados os cálculos de Aswath Damodaran (atualizados a 5 de janeiro de 2022). O Prémio de Risco de Mercado corresponde à média ponderada dos três Prémios de Risco de Mercado nos países onde a empresa opera (5,77%).

Tabela 5: Prémio de Risco de Mercado

| | CRP | MRP |
|-----------|-------------|-------------|
| Polónia | 0,84% | 5,08% |
| Portugal | 1,88% | 6,12% |
| Colômbia | 1,88% | 6,12% |
| JM | 1,5% | 5,8% |

Relativamente ao cálculo do beta, um dos métodos utilizados foi a realização de uma regressão linear entre o valor histórico do preço diários das ações da empresa nos últimos 5 anos, desde agosto de 2017 até agosto de 2022, e a rendibilidade do mercado (PSI20) no mesmo período. Assim, é obtida a sensibilidade da ação da Jerónimo Martins face às variações do mercado (risco sistemático). Os valores foram retirados do site *Euronext Lisbon*, onde de seguida foram extraídos para o Excel e foi efetuado o processo referido. Através da observação dos resultados (anexos), podemos extrair um beta de 0,72.

O outro método utilizado para o cálculo do beta foi o *bottom-up* beta. O *bottom-up* beta foi calculado a partir dos dados de 8 empresas escolhidas como comparáveis. De forma a obter o risco do mercado mais próximo da realidade, cada um dos betas foi desalavancado, extraindo-se os efeitos financeiros do uso de dívida. Seguidamente, a média dos betas não alavancados foi obtida, chegando-se assim ao risco sistemático da indústria, que foi alavancado tendo em conta a estrutura financeira da Jerónimo Martins, obtendo-se assim um beta alavancado de 0,61.

O beta considerado para o custo do capital próprio é igual a 0,67, que corresponde à média dos dois resultados obtidos anteriormente.

De acordo com a teoria do CAPM, o custo do capital próprio corresponde a 7,10%.

O custo da dívida histórico antes de impostos corresponde à percentagem média dos últimos três anos do valor dos juros pagos em função da dívida financeira total de cada ano.

Tabela 6: Cálculo do custo da dívida após impostos (método histórico)

| | 2019 | 2020 | 2021 | Média |
|--|-------|-------|--------------|-------|
| Dívida Financeira Total | 3117 | 2797 | 2847 | |
| Custos de Financiamento | 166 | 155 | 132 | |
| Custo da Dívida (antes de impostos) | 5,33% | 5,54% | 4,64% | 5,17% |
| Taxa de Imposto | | | 25,86% | |
| Custo da Dívida (após impostos) | | | 3,83% | |

O capital alheio obtido pela Jerónimo Martins (k_d) foi calculado através do método *Synthetic Rating* de Damodaran. O rácio de cobertura de juros é igual a 5,3, que corresponde ao rating A- da *Moodys*. Assim, o valor do spread acrescido corresponde a 2,00%. Acrescendo a este valor, a taxa r_f de 1,703%, o custo da dívida antes de impostos foi de 3,703%.

Tabela 7: Cálculo do custo da dívida após impostos (*Synthetic Rating Method*)

| | |
|--|--------------|
| Custo da dívida | |
| EBIT (2021) | 806 |
| Custos de financiamento (2021) | 152 |
| Rácio de cobertura de juros | 5,303 |
| Rating Moodys | A- |
| Spread | 2,00% |
| Taxa Obrigações do Tesouro | 1,703% |
| Custo da dívida (após impostos) | 2,75% |

Considera-se um custo médio entre os dois resultados, portanto, o custo da dívida a ser utilizado na avaliação corresponde a 3,77%.

De acordo com a legislação portuguesa, a taxa de imposto resulta de uma taxa marginal de 21%, acrescida de uma derrama estadual e de uma derrama municipal. No entanto, é necessário ter em consideração as mudanças nas políticas fiscais na Polónia e na Colômbia. Assim, a taxa de imposto utilizada foi a taxa de imposto média obtida através das demonstrações de resultados dos últimos cinco anos.

Os valores necessários para o cálculo do WACC, nomeadamente a estrutura de capital que se prevê que se mantenha semelhante no futuro, encontram-se na tabela seguinte, sendo que o custo médio ponderado de capital que a Jerónimo Martins suportou foi de 6,25%.

Tabela 8: Custo do capital próprio, capital alheio e WACC

| | |
|----------------|--------------|
| Cost of Equity | 7,10% |
| Cost of Debt | 3,77% |
| Tax rate | 25,8% |
| D/(D+E) | 0,20 |
| E/(E+D) | 0,80 |
| WACC | 6,25% |

7.1.7. FCFF

Os valores dos FCFF são obtidos para cada ano de previsão, somando ao EBIT (Anexo 4) após impostos, os valores de amortização e depreciação do período e subtraindo a variação de necessidade de fundo de manuseio e despesas de capital. Desta forma, a soma de todos os FCFF atualizados, entre 2022 e 2026, totalizou 1.319 milhões de euros.

Tabela 9: FCFF previsionais de 2022 a 2026 (milhões de euros)

| Pressupostos FCFF | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 |
|---------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| EBIT (1-t) | 466 | 485 | 505 | 526 | 546 |
| (+) Amortizações e depreciações | 738 | 751 | 766 | 782 | 799 |
| (-) Δ NFM | 16 | -86 | -98 | -101 | -103 |
| (-) CAPEX | 868 | 892 | 919 | 946 | 974 |
| FCFF | 323 | 339 | 357 | 374 | 474 |
| FCFF atualizados | | 319 | 316 | 312 | 372 |

O valor terminal é estimado a partir do modelo de crescimento estável de Gordon, uma vez que, assumimos que Jerónimo Martins irá crescer de forma estável por ser uma empresa numa fase madura e com uma posição de mercado definida. Para o cálculo do valor terminal, é necessário aplicar uma taxa de crescimento aos cash-flows futuros, que reflita de uma forma realista a evolução do valor da empresa, que se espera ser igual a 2,98%. Para a estimativa do

cálculo deste valor foram calculadas as previsões do PIB para cada país onde o Grupo atua, ponderadas pela percentagem de vendas de cada região. (Anexo 7)

Assim, a avaliação por descontos de fluxos de caixa resulta num valor de capital próprio de 12.885 milhões de euros face a um total de 629 milhões de ações, resultando num preço por ação de 20,48€. Este valor indica uma valorização potencial do preço da ação equivalente a 8,6% face ao preço atual.

Tabela 10: Previsão da evolução do preço por ação

| | |
|---------------------------------|--------------|
| Valor Terminal | 14917 |
| V.P. do Valor Terminal | 12919 |
| FCFF Atualizados | 1319 |
| V.P. FCFF + V.P. Valor Terminal | 14238 |
| Caixa e equivalentes de caixa | 1494 |
| Dívida | 2847 |
| Capital Próprio | 12885 |
| Número de Ações | 629 |
| Preço por ação | 20,48 |
| Preço Euronext (03/10/2022) | 18,86 |
| Potencial de crescimento | 8,6% |

7.1.8. Análise de Sensibilidade

É efetuada uma análise de sensibilidade, com o intuito de analisar os efeitos no preço da ação, através da variação de valores em componentes centrais da avaliação por descontos de fluxos de caixa (neste caso, taxa de crescimento do valor terminal e taxa de desconto). A tabela seguinte mostra quais seriam os preços por ação em função de uma variação da taxa de crescimento que foi definida em intervalos de 0,1% associada à variação da taxa de desconto, que foi definida em intervalos de 0,2%.

Tabela 11: Análise de sensibilidade (ke vs kd)

| | | Taxa de crescimento do valor terminal | | | | | | |
|------|-------|---------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | 2,68% | 2,78% | 2,88% | 2,98% | 3,08% | 3,18% | 3,28% |
| WACC | 5,65% | 22,53 | 23,34 | 24,20 | 25,14 | 26,14 | 27,23 | 28,40 |
| | 5,85% | 21,11 | 21,82 | 22,57 | 23,38 | 24,25 | 25,18 | 26,19 |
| | 6,05% | 19,85 | 20,48 | 21,15 | 21,86 | 22,62 | 23,43 | 24,30 |
| | 6,25% | 18,74 | 19,30 | 19,89 | 20,48 | 21,19 | 21,90 | 22,66 |
| | 6,45% | 17,74 | 18,25 | 18,78 | 19,34 | 19,93 | 20,56 | 21,23 |
| | 6,65% | 16,85 | 17,30 | 17,78 | 18,28 | 18,81 | 19,37 | 19,97 |
| | 6,85% | 16,04 | 16,45 | 16,88 | 17,34 | 17,81 | 18,32 | 18,85 |

No pior cenário, o preço da ação pode diminuir para 16,04€ (potencial negativo de 21,7%). Por outro lado, no melhor cenário, o preço alvo pode atingir 28,4€ (potencial positivo de 38,7%). Assim, é possível provar que estas variáveis são muito sensíveis e que ambas requerem máxima precisão nas suas estimativas.

7.2. Análise Relativa (Market Approach)

O segundo método utilizado foi o Market Approach, com o objetivo de se poder comparar com o resultado obtido no método FCFF. Este método possui algumas desvantagens, uma vez que, as empresas utilizadas na avaliação podem ser semelhantes, até certo ponto, à empresa avaliada, contudo, nunca serão idênticas. Para além disso, pode ser difícil obter informações confiáveis de algumas empresas. Contudo, também apresenta as suas vantagens, tais como a necessidade de poucas informações e a simplicidade.

Através deste método, que compara empresas semelhantes, é possível obter o valor da Jerónimo Martins. Jerónimo Martins tem uma posição forte no mercado. Para além da indústria da Distribuição Alimentar, o Grupo continua a ser referência, ano após ano, em todas as áreas em que opera. De facto, por país, é notável o crescimento contínuo da empresa e a posição estável em relação aos concorrentes.

Jerónimo Martins encontra-se, em termos de volume, maioritariamente localizado na Europa. Desta forma, apenas empresas sediadas neste continente e cotadas foram consideradas. É importante selecionar também empresas que operem no mesmo setor, de forma a garantir que operam de forma semelhante e com ativos relativamente semelhantes, de forma a obter uma avaliação mais realista do mercado.

As empresas escolhidas como comparáveis foram: *Carrefour, Tesco, Ahold Delhaize, Casino Guichard, Sonae, Dino Polska, Axfood e Kesko*. O rácio calculado nesta avaliação foi o *Enterprise Value/EBITDA*, em detrimento do *Price Earnings Ratio*, pois oferece uma estimativa mais aproximada do valor da empresa (Yoo, 2006). O cálculo deste rácio foi realizado para cada uma das empresas comparáveis. Após este processo e, após obter o valor médio, este foi multiplicado pelo valor da rubrica EBITDA da Jerónimo Martins.

O resultado obtido representou um preço por ação de 20,58€, o que demonstra uma valorização de 9,12% face ao preço de 03/10/2022.

Tabela 12: Avaliação Relativa

| EV/EBITDA | |
|--|--------------|
| EBITDA JM | 1585 |
| Média EV/EBITDA das empresas comparáveis | 9,02 |
| EV JM | 14297 |
| Dívida | 2847 |
| Caixa | 1494 |
| Capital Próprio | 12944 |
| Número de Ações | 629 |
| Preço por ação | 20,58 |

8. Conclusão

O setor estudado está a passar por períodos de grande transformação, derivados da mudança de hábitos e de estilos de vida dos consumidores, bem como das novas tecnologias digitais.

Atualmente, vivemos num contexto de muita incerteza, com elevada inflação alimentar e disrupções ao nível das cadeias de abastecimento internacionais. A pandemia COVID-19 teve efeitos profundos nos retalhistas alimentares, forçando-os a fazer muitas mudanças operacionais em resposta às preocupações de saúde pública e à mudança no comportamento de compra dos clientes. A pandemia continua a estar presente na sociedade em 2022 e a impactar a vida das pessoas e das empresas. Com o início do conflito militar, foi possível observar um aumento de preços generalizado. Estes aumentos têm impacto no comportamento de consumo dos consumidores.

O objetivo deste trabalho foi obter o valor intrínseco das ações da Jerónimo Martins, a fim de fornecer informações importantes aos potenciais investidores.

Após uma análise completa da situação de Jerónimo Martins, análise dos países em que a empresa opera (Portugal, Polónia e Colômbia), das suas diferentes lojas e tipos de negócio, bem como análise do setor, foi possível fazer uma previsão mais realista dos indicadores fulcrais da empresa.

Os dois métodos utilizados levaram à mesma conclusão. As ações da empresa valem mais do que estão cotadas no mercado. Conclui-se assim que a ação está subvalorizada no mercado. A nossa recomendação para Jerónimo Martins é de **COMPRAR**, com um preço alvo de 20,48€ a 31 de dezembro de 2022, representando um potencial de valorização de 8,6% para o preço das ações, comparativamente a 3 de outubro de 2022.

Jerónimo Martins apresenta sinais claros de crescimento em todos os segmentos em que atua, o que aumenta a confiança nos resultados.

9. Referências Bibliográficas

Aday, S., M & Aday, S. (2020). Impact of Covid-19 on the food supply chain. Food Quality and Safety, 4, 167-180

Chron (2020). What Is the Meaning of Retail Food? Disponível em: <https://smallbusiness.chron.com/challenges-food-manufacturing-75101.html> [Acesso em 29/03/2022]

Damodaran (2022). Damodaran data bases. Disponível em: https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html [Acesso em 16/05/2022]

Deloitte (2021). Future of work: The state of the food industry. Disponível em: <https://www2.deloitte.com/global/en/insights/industry/retail-distribution/future-of-food-retail-workforce.html> [Acesso em 20/04/2022]

Distribuição Hoje (2021). E-commerce e retalho alimentar: serão estes parceiros ‘impossíveis’ de conciliar? Disponível em: <https://www.distribuicao hoje.com/consumo/e-commerce-e-retalho-alimentar-serao-estes-parceiros-impossiveis-de-conciliar/> [Acesso em: 20/04/2022]

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> [Acesso em 21/04/2022]

Food Industry Executive (2019). The Food Retail Pulse: The Good, the Bad, and the Blurry. Disponível em: <https://foodindustryexecutive.com/2019/10/the-food-retail-pulse-the-good-the-bad-and-the-blurry/> [Acesso em 17/04/2022]

Inegi (2021). Food Retail: logistics as a differentiating and competitiveness factor. Disponível em: <http://www.inegi.pt/en/news/food-retail-logistics-as-a-differentiating-and-competitiveness-factor/> [Acesso em 16/04/2022]

International Monetary Fund (2022). Colombia Country Data. Disponível em: <https://www.imf.org/en/Countries/COL> [Acesso em 03/05/2022]

International Monetary Fund (2022). Poland Country Data. Disponível em: <https://www.imf.org/en/Countries/POL> [Acesso em 03/05/2022]

International Monetary Fund (2022). Portugal Country Data. Disponível em: <https://www.imf.org/en/Countries/PRT> [Acesso em 03/05/2022]

Into The Minds (2020). 9 concrete impacts of COVID19 on the future of the food retail sector. Disponível em: <https://www.intotheminds.com/blog/en/covid-19-impact-food-retail/> [Acesso em 29/03/2022]

Investopedia (2022). Which Economic Factors Most Affect the Demand for Consumer Goods? Disponível em: <https://www.investopedia.com/ask/answers/042815/which-economic-factors-most-affect-demand-consumer-goods.asp> [Acesso em 19/04/2022]

Jerónimo Martins, SGPS, S.A. (2021). Apresentação Resultados, 2021. Disponível em: <https://www.jeronimomartins.com/pt/investidor/resultados-financeiros/#2021> [Acesso em 01/05/2022]

Jerónimo Martins, SGPS, S.A. (2021). Relatório e Contas Anual, 2021. Disponível em: <https://www.jeronimomartins.com/pt/investidor/resultados-financeiros/#2021> [Acesso em 01/05/2022]

McKinsey & Company (2022). Grocery Europe 2022 [online] Disponível em: <https://www.mckinsey.com/industries/retail/our-insights/state-of-grocery-europe> [Acesso em 29/04/2022]

Público (2022). OCDE prevê corte de quase 1,5 pontos no crescimento da zona euro. Disponível em: <https://www.publico.pt/2022/03/17/economia/noticia/ocde-preve-corte-quase-15-pontos-crescimento-zona-euro-1999101> [Acesso em 30/04/2022]

Regmi, A. & Gehlhar, M. (2005). New Directions in Global Food Markets. Electronic Report from the Economic Research Service, 1-81

10. Anexos

Anexo 1 – Balanço Previsional (valores em milhares de euros)

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Ativo | | | | | | | | | | |
| Ativos fixos tangíveis | 3475 | 3687 | 3970 | 3817 | 3993 | 4028 | 4107 | 4193 | 4286 | 4384 |
| Ativos intangíveis | 811 | 793 | 794 | 757 | 757 | 791 | 807 | 824 | 842 | 861 |
| Propriedades de investimento | 14 | 12 | 9 | 9 | 8 | 8 | 8 | 8 | 8 | 8 |
| Direitos de uso | 0 | 0 | 2335 | 2167 | 2248 | 2310 | 2355 | 2404 | 2458 | 2514 |
| Ativos biológicos | 0 | 3 | 3 | 3 | 5 | 4 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| Partes de capital em joint ventures e associadas | 2 | 3 | 5 | 6 | 13 | 13 | 13 | 13 | 13 | 13 |
| Outros investimentos financeiros | 0 | 1 | 1 | 1 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| Devedores, acréscimos e diferimentos | 111 | 85 | 87 | 70 | 57 | 57 | 57 | 57 | 57 | 57 |
| Impostos diferidos ativos | 106 | 115 | 138 | 163 | 175 | 163 | 167 | 172 | 177 | 183 |
| Total de ativos não correntes | 4520 | 4699 | 7342 | 6994 | 7258 | 7375 | 7520 | 7677 | 7847 | 8027 |
| Existências | 842 | 971 | 1039 | 974 | 1108 | 1150 | 1181 | 1217 | 1254 | 1291 |
| Ativos biológicos | 5 | 4 | 6 | 5 | 7 | 7 | 7 | 7 | 7 | 7 |
| Imposto sobre o rendimento a receber | 5 | 5 | 11 | 17 | 23 | 13 | 13 | 14 | 14 | 15 |
| Devedores, acréscimos e diferimentos | 388 | 436 | 425 | 393 | 479 | 499 | 513 | 528 | 544 | 560 |
| Instrumentos financeiros derivados | 0 | 0 | 0 | 4 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| Caixa e equivalentes de caixa | 681 | 546 | 929 | 1041 | 1494 | 1281 | 1258 | 1257 | 1283 | 1340 |
| Total de ativos correntes | 1922 | 1961 | 2410 | 2434 | 3112 | 2951 | 2973 | 3024 | 3104 | 3214 |
| Total do ativo | 6442 | 6660 | 9752 | 9428 | 10368 | 10326 | 10865 | 11346 | 11854 | 12384 |
| Capital próprio e passivo | | | | | | | | | | |
| Capital | 629 | 629 | 629 | 629 | 629 | 629 | 629 | 629 | 629 | 629 |
| Prémios de emissão | 22 | 22 | 22 | 22 | 22 | 22 | 22 | 22 | 22 | 22 |
| Ações próprias | -6 | -6 | -6 | -6 | -6 | -6 | -6 | -6 | -6 | -6 |
| Outras reservas | -51 | -77 | -67 | -129 | -140 | -145 | -149 | -154 | -159 | -163 |
| Resultados retidos | 1193 | 1209 | 1396 | 1491 | 1773 | 1630 | 1876 | 2138 | 2413 | 2700 |
| Total do capital próprio | 1788 | 1778 | 1975 | 2008 | 2278 | 2130 | 2372 | 2629 | 2899 | 3182 |
| Interesses que não controlam | 225 | 238 | 254 | 249 | 254 | 266 | 296 | 329 | 362 | 398 |
| Total do capital próprio | 2013 | 2016 | 2229 | 2257 | 2532 | 2396 | 2668 | 2957 | 3262 | 3580 |
| Empréstimos obtidos | 238 | 288 | 309 | 364 | 347 | 431 | 443 | 456 | 470 | 484 |
| Responsabilidades com locações | 0 | 0 | 1999 | 1897 | 1993 | 2036 | 2048 | 2067 | 2091 | 2121 |
| Credores, acréscimos e diferimentos | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| Benefícios concedidos a empregados | 66 | 65 | 70 | 70 | 70 | 70 | 70 | 70 | 70 | 70 |
| Provisões para riscos e encargos | 29 | 27 | 28 | 33 | 34 | 35 | 36 | 37 | 38 | 39 |
| Impostos diferidos passivos | 72 | 76 | 71 | 66 | 66 | 66 | 66 | 66 | 66 | 66 |
| Total de passivos não correntes | 406 | 456 | 2477 | 2430 | 2511 | 2638 | 2664 | 2697 | 2736 | 2781 |
| Empréstimos obtidos | 300 | 351 | 424 | 160 | 113 | 117 | 120 | 124 | 128 | 132 |
| Responsabilidades com locações | 0 | 0 | 385 | 377 | 394 | 399 | 402 | 405 | 410 | 416 |
| Credores, acréscimos e diferimentos | 3662 | 3794 | 4182 | 4154 | 4771 | 4817 | 4948 | 5098 | 5252 | 5408 |
| Instrumentos financeiros derivados | 3 | 0 | 3 | 0 | 1 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| Imposto sobre o rendimento a pagar | 58 | 42 | 52 | 50 | 47 | 59 | 60 | 62 | 64 | 66 |
| Total de passivos correntes | 4023 | 4187 | 5046 | 4741 | 5326 | 5394 | 5533 | 5691 | 5856 | 6024 |
| Total do capital próprio e passivo | 6442 | 6660 | 9752 | 9428 | 10368 | 10428 | 10865 | 11346 | 11854 | 12384 |

Anexo 2 – Demonstração de Resultados Previsional (valores em milhares de euros)

| Em milhões € | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Vendas | 16276 | 17337 | 18638 | 19293 | 20889 | 21698 | 22290 | 22963 | 23657 | 24361 |
| Polónia | 11241 | 11898 | 12880 | 13710 | 14820 | 15368 | 15814 | 16320 | 16859 | 17415 |
| Portugal | 4609 | 4815 | 4952 | 4716 | 4952 | 5150 | 5254 | 5380 | 5493 | 5597 |
| Colômbia | 405 | 599 | 784 | 854 | 1102 | 1166 | 1208 | 1249 | 1291 | 1335 |
| Custo das Vendas | -12818 | -13577 | -14563 | -15067 | -16392 | -17250 | -17721 | -18256 | -18807 | -19367 |
| Margem | 3458 | 3760 | 4075 | 4226 | 4497 | 4448 | 4569 | 4707 | 4850 | 4994 |
| Custos de distribuição | -2275 | -2510 | -2316 | -2469 | -2561 | -2712 | -2786 | -2870 | -2957 | -3045 |
| Custos administrativos | -261 | -289 | -322 | -334 | -351 | -369 | -379 | -390 | -402 | -414 |
| EBITDA | 922 | 960 | 1437 | 1423 | 1585 | 1367 | 1405 | 1447 | 1491 | 1535 |
| Depreciações e Amortizações | -331 | -364 | -715 | -734 | -745 | -738 | -751 | -766 | -782 | -799 |
| Outras perdas e ganhos operacionais | -14 | -9 | -16 | -50 | -34 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Resultados operacionais | 577 | 587 | 706 | 639 | 806 | 629 | 654 | 681 | 709 | 736 |
| Custos financeiros líquidos | -12 | -25 | -159 | -180 | -154 | -167 | -169 | -171 | -174 | -177 |
| Ganhos (perdas) em joint ventures e associadas | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Ganhos (perdas) em outros investimentos | 0 | 0 | 2 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Resultados antes de impostos | 565 | 562 | 549 | 459 | 652 | 462 | 485 | 510 | 535 | 559 |
| Imposto sobre o rendimento do exercício | -152 | -132 | -128 | -136 | -168 | -120 | -125 | -132 | -138 | -145 |
| Resultados líquidos (antes de interesses que não controlam) | 413 | 430 | 421 | 323 | 484 | 343 | 359 | 378 | 397 | 415 |
| Interesses que não controlam | 27 | 29 | 31 | 11 | 21 | 19 | 20 | 21 | 23 | 24 |
| Resultados líquidos | 440 | 459 | 452 | 334 | 505 | 362 | 379 | 399 | 420 | 439 |

Os custos de distribuição são aqueles relacionados com a atividade principal de retalho em loja, logística e armazenagem. Os custos administrativos são aqueles relativos às atividades de suporte nos escritórios.

EQUITY RESEARCH – JERÓNIMO MARTINS, SGPS, SA
Marta Canena

As rubricas ‘Outras perdas e ganhos operacionais’, ‘Ganhos (perdas) em joint ventures e associadas e ‘Ganhos (perda) em outros investimentos’ são difíceis de prever, pelo que assumimos um valor nulo.

Para estimar os interesses que não controlam, foi utilizada a % média histórica ($\frac{\text{Interesses que não controlam}}{\text{Resultados Líquidos}}$)

Anexo 3 – Demonstração dos Fluxos de Caixa Previsional (valores em milhares de euros)

| | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 |
|------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Atividades Operacionais | 1183 | 1110 | 1132 | 1163 | 1197 |
| Resultado Operacional | 521 | 541 | 566 | 590 | 613 |
| Depreciações e Amortizações | 738 | 751 | 766 | 782 | 799 |
| Taxa de Imposto | -92 | -96 | -102 | -108 | -113 |
| Variação do NWC | 16 | -86 | -98 | -101 | -103 |
| Atividades de Investimento | -868 | -868 | -868 | -868 | -868 |
| CAPEX | -868 | -892 | -919 | -946 | -974 |
| Atividades de Financiamento | -528 | -265 | -265 | -268 | -273 |
| Juros pagos | -167 | -169 | -171 | -174 | -177 |
| Dividendos | -497 | -126 | -133 | -141 | -149 |
| Variação da Dívida | 136 | 30 | 40 | 47 | 53 |
| Variação da Caixa | -213 | -23 | -1 | 27 | 57 |
| Início | 1494 | 1281 | 1258 | 1257 | 1283 |
| Fim | 1281 | 1258 | 1257 | 1283 | 1340 |

Anexo 4 – Principais Rúbricas do EBIT (valores em milhares de euros)

| Pressupostos EBIT | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Vendas | 21698 | 22290 | 22963 | 23657 | 24361 |
| Custo das Vendas | 17250 | 17721 | 18256 | 18807 | 19367 |
| Custos de Distribuição | 2712 | 2786 | 2870 | 2957 | 3045 |
| Custos Administrativos | 369 | 379 | 390 | 402 | 414 |
| Depreciação e Amortização | 738 | 751 | 766 | 782 | 799 |

Anexo 5– Cálculo da Dívida

| Empréstimos | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | Média |
|-----------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|--------|
| Empréstimos não correntes | 238 | 288 | 309 | 364 | 347 | 431 | 443 | 456 | 470 | 484 | |
| % CAPEX | 32,84% | 43,83% | 45,47% | 75,95% | 50,29% | 49,68% | 49,68% | 49,68% | 49,68% | 49,68% | 49,68% |
| Empréstimos correntes | 300 | 351 | 424 | 160 | 113 | 117 | 120 | 124 | 128 | 132 | |
| % Vendas | 1,84% | 2,02% | 2,27% | 0,83% | 0,54% | 0,54% | 0,54% | 0,54% | 0,54% | 0,54% | |
| Total de Empréstimos | 537 | 639 | 732 | 524 | 460 | 548 | 563 | 580 | 598 | 616 | |

Vamos assumir a taxa do último ano.

| Responsabilidades com locações | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | |
|-------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------------|
| Saldo inicial | 2413 | 2384 | 2273 | 2387 | 2394 | 2408 | 2429 | 2457 | |
| Aumentos (novos contratos) | 239 | 172 | 291 | 327 | 336 | 346 | 357 | 367 | % média |
| Pagamentos | -264 | -274 | -286 | -279 | -280 | -282 | -284 | -287 | % média |
| Transferências | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | Constante |
| Alteração/Cancelamento de contratos | -22 | 116 | 141 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | Difícil de prever |
| Diferenças cambiais | 19 | -124 | -32 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| Saldo final | 2384 | 2273 | 2387 | 2435 | 2450 | 2473 | 2502 | 2537 | |

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 |
|--------------------------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Responsabilidades com locações | 0 | 0 | 2384,273 | 2273,241 | 2387 | 2434,92684 | 2450,0352 | 2472,54604 | 2501,55456 | 2536,89488 |
| Empréstimos obtidos | 537,267 | 639,204 | 732,449 | 523,528 | 460 | 548,351856 | 563,31288 | 580,320936 | 597,859704 | 615,651192 |
| Total da Dívida | 537 | 639 | 3117 | 2797 | 2847 | 2983 | 3013 | 3053 | 3099 | 3153 |
| Variação da Dívida | | | | -320 | 50 | 136 | 30 | 40 | 47 | 53 |

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 |
|-----------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|--------------|
| Custos Financeiros Líquidos | -12 | -25 | -159 | -180 | -154 | -167 | -169 | -171 | -174 | -177 |
| % Total Dívida | | | 5,1% | 6,4% | 5,4% | 5,6% | 5,6% | 5,6% | 5,6% | 5,6% |
| | | | | | | | | | | Média (5,6%) |

Anexo 6 – Cálculo do Beta – Regressão linear

SUMÁRIO DOS RESULTADOS

| <i>Estadística de regressão</i> | | | | | | | | |
|---------------------------------|----------------------|--------------------|---------------|----------------|-------------------------|---------------------|-----------------------|-----------------------|
| R múltiplo | 0,503955798 | | | | | | | |
| Quadrado de R | 0,253971446 | | | | | | | |
| Quadrado de R | 0,253387699 | | | | | | | |
| Erro-padrão | 0,013504749 | | | | | | | |
| Observações | 1280 | | | | | | | |
| ANOVA | | | | | | | | |
| | <i>gl</i> | <i>SQ</i> | <i>MQ</i> | <i>F</i> | <i>de significância</i> | | | |
| Regressão | 1 | 0,079347515 | 0,079347515 | 435,0711592 | 2,1674E-83 | | | |
| Residual | 1278 | 0,233079399 | 0,000182378 | | | | | |
| Total | 1279 | 0,312426915 | | | | | | |
| | <i>Coefficientes</i> | <i>Erro-padrão</i> | <i>Stat t</i> | <i>valor P</i> | <i>95% inferior</i> | <i>95% superior</i> | <i>Inferior 95,0%</i> | <i>Superior 95,0%</i> |
| Interceptar | 0,00021031 | 0,000377519 | 0,557085306 | 0,577566693 | -0,0005303 | 0,000950936 | -0,000530315 | 0,000950936 |
| BETA | 0,723543493 | 0,034688418 | 20,85835946 | 2,1674E-83 | 0,65549099 | 0,791595992 | 0,655490993 | 0,791595992 |

Anexo 7 – Taxa de Crescimento na Perpetuidade

| Taxa de Crescimento | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | Valor Terminal |
|----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------------|
| Polónia | 2,62% | 2,06% | 2,27% | 2,35% | 2,36% | 2,36% |
| Portugal | 0,95% | 0,47% | 0,56% | 0,49% | 0,44% | 0,44% |
| Colômbia | 0,31% | 0,20% | 0,18% | 0,19% | 0,19% | 0,19% |
| g | 3,88% | 2,73% | 3,02% | 3,02% | 2,98% | 2,98% |

Anexo 8 – Método dos Múltiplos

| Comparáveis | EV/EBITDA |
|---------------------------|------------------|
| Carrefour | 5,54 |
| Tesco | 5,95 |
| Ahold Delhaize | 4,27 |
| Casino Guichard-Perrachon | 9,82 |
| Sonae | 4,74 |
| Dino Polska | 23,78 |
| Axfood | 10,87 |
| Kesko | 7,17 |
| Média | 9,02 |