



LISBON
SCHOOL OF
ECONOMICS &
MANAGEMENT
UNIVERSIDADE DE LISBOA

MESTRADO

CIÊNCIAS EMPRESARIAIS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO

DISSERTAÇÃO

RELAÇÃO DA PERFORMANCE DO IMOBILIÁRIO COM A
PERFORMANCE EMPRESARIAL NA DISTRIBUIÇÃO
ALIMENTAR EUROPEIA

MIGUEL SARAIVA DE AZAMBUJA FRAZÃO FERREIRA

OUTUBRO – 2019

MESTRADO
CIÊNCIAS EMPRESARIAIS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO
DISSERTAÇÃO

RELAÇÃO DA PERFORMANCE DO IMOBILIÁRIO COM A
PERFORMANCE EMPRESARIAL NA DISTRIBUIÇÃO
ALIMENTAR EUROPEIA

MIGUEL SARAIVA DE AZAMBUJA FRAZÃO FERREIRA

ORIENTAÇÃO

PROF. DR. JOÃO CARVALHO DAS NEVES

OUTUBRO – 2019

RESUMO

Os estudos realizados até ao momento, sobre o impacto do imobiliário na gestão empresarial, têm-se focado nas estratégias da sua gestão e baseado na propriedade do imobiliário corporativo. Tal, não reflete na plenitude a gestão de todo o imobiliário corporativo, nomeadamente no sector da distribuição alimentar, dado ser prática corrente a utilização de leasings operacionais, o que até ao momento, devido a regras contabilísticas, tem levado a que os compromissos com os mesmos não sejam contabilizados em balanço.

Este estudo, procurou através da utilização do capital investido, internar esses compromissos com leasings, e proceder a uma análise de rácios para identificar a relação existente entre a performance da gestão do imobiliário e a gestão empresarial. Para tal, recorreu-se ao conceito de rentabilidade de ativos, procedendo-se à desagregação deste rácio em margem operacional, rotação do capital investido e capital investido por área de vendas e estudando posteriormente as suas relações.

Os resultados sugerem a existência de uma relação entre a qualidade do portfólio imobiliário e a rentabilidade empresarial, operando o sector em termos normais, entre 3.64% e 7.88%. de rentabilidade do capital investido. Para avaliação dessa performance empresarial, recorreu-se ao *Economic Value Added*, que quando analisado em função da rotação do capital investido, indica que existe uma relação positiva, onde resultados supra-normais positivos terão maior probabilidades de serem atingidos com a melhoria da performance da gestão do imobiliário corporativo.

Palavras-Chave: Imobiliário corporativo; EVA; Capital Investido; Rentabilidade de ativos; Margem operacional; Rotação de ativos; Distribuição Alimentar

ABSTRACT

The studies developed till the moment, on the impact of real estate in the corporate management, have focused on the strategies regarding its management and its property. This, doesn't reflect all the range of the corporate real estate management, particularly on the retail (grossery and food) sector, due to the common practice of using operational leasing's, which till the moment , haven't seen its commitments being incorporated on the balance-sheet, due to accounting rules.

This study has tried using Invested Capital to incorporate those leasing commitments and proceed to a ratio analysis, to identify the relationship, between corporate real estate management performance, and corporate performance. To do so, it was used the return on assets ratio, disaggregating it into operating margin, invested capital turnover and invested capital per sales area and studying their relationships.

The results suggest the existence of a relationship between the sales area portfolio and the firm's profitability; with the sector, in normal terms, operating between 3.64% and 7.88% of return on invested capital. For the assessment of that performance, it was used the Economic Value Added indicator, that, when analyzed in conjunction with the invested capital turnover, has point to the existence of a positive relation, where economic profits will have a better chance of being achieved with the enhancement of the corporate real estate management

Keywords: Corporate Real Estate; EVA; Invested Capital; Return on Assets; Operational Margin; Asset Turnover; Retail

ÍNDICE GERAL

1.	INTRODUÇÃO E JUSTIFICAÇÃO DO TEMA PROPOSTO.....	9
2.	REVISÃO DE LITERATURA E QUESTÕES DE INVESTIGAÇÃO.....	10
2.1.	O SECTOR DO DISTRIBUIÇÃO ALIMENTAR.....	12
3.	METODOLOGIA A ADOPTAR E JUSTIFICAÇÃO.....	13
3.1.	PERFORMANCE DA GESTÃO DO IMOBILIÁRIO CORPORATIVO.....	14
3.2.	PERFORMANCE DA EMPRESA.....	15
3.3.	A AMOSTRA	17
4.	RESULTADOS	18
4.1.	CÁLCULO DO EVA.....	18
4.1.1.	CAPITAL INVESTIDO	18
4.1.2.	CUSTO MÉDIO DO CAPITAL INVESTIDO	19
4.1.2.1.	CUSTO DO CAPITAL ALHEIO.....	19
4.1.2.2.	CUSTO DO CAPITAL PRÓPRIO.....	20
4.1.2.3.	CUSTO MÉDIO DO CAPITAL INVESTIDO	24
4.1.3.	RESULTADO OPERACIONAL LÍQUIDO DE IMPOSTOS.....	24
4.1.4.	DETERMINAÇÃO DO EVA	25
4.2.	PERFORMANCE DA GESTÃO DO IMOBILIÁRIO	26
4.2.1.	RENTABILIDADE DO CAPITAL INVESTIDO	26
4.2.2.	PRODUTIVIDADE DA ÁREA DE VENDAS.....	28
4.2.3.	RENTABILIDADE DA ÁREA DE VENDAS	29
4.3.	FACTOR ESCALA DO PORFÓLIO.....	30

4.3.1. RENTABILIDADE DA ÁREA DE VENDAS COM O AUMENTO DE ÁREA	31
4.3.2. RENTABILIDADE DO CAPITAL INVESTIDO COM O AUMENTO DE ÁREA DE VENDAS.....	33
4.4. INFLUÊNCIA DA GESTÃO DO IMOBILIÁRIO CORPORATIVO NA PERFORMANCE DA GESTÃO EMPRESARIAL	34
5. CONCLUSÕES	36
6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS UTILIZADAS.....	38
ANEXOS.....	42

Lista de Gráficos

Gráfico 1 Rentabilidade do Capital Investido	27
Gráfico 2 Boxplot - Rentabilidade do Capital Investido	28
Gráfico 3 Produtividade da Área de Vendas	29
Gráfico 4 Rentabilidade da Área de Vendas	30
Gráfico 5 Rentabilidade da Área de Vendas vs. Área Total de Vendas.....	32
Gráfico 6 Rentabilidade do Capital Investido vs. Área Total de Vendas.....	34
Gráfico 7 Margem Operacional Supra-Normal vs. Rotação do Capital Investido.....	35

Lista de Tabelas

Tabela 1 Relação da Estratégia Imobiliária com as Forças Motrizes.....	10
Tabela 2 Rácios de Propriedade por Indústria.....	12
Tabela 3 Caracterização da Amostra de Empresas.....	18
Tabela 4 Capital Investido no Início do Período	19
Tabela 5 Custo do Capital Alheio	19
Tabela 6 Taxa de Imposto Efetiva.....	20
Tabela 7 Taxa de Juro Sem Risco	21
Tabela 8 Prémio de Risco Mercado.....	21
Tabela 9 Beta Desalavancado.....	22
Tabela 10 Beta Alavancado.....	23
Tabela 11 Custo do Capital Próprio	23
Tabela 12 Custo Médio de Capital	24
Tabela 13 Resultado Operacional Líquido de Impostos.....	24
Tabela 14 Economic Value Added (EVA).....	25

Tabela 15EVA ROS	26
Tabela 16Estística Descritiva RCI.....	27
Tabela 17Estatística da Produtividade da Área de Vendas	29
Tabela 18Estatística da Rentabilidade da Área de Vendas.....	30
Tabela 19Estatística da Relação da Rentabilidade da Área de Vendas e Área de Vendas	33
Tabela 20 Estatística da Relação da Performance da Gestão Empresarial e Performance da Gestão Imobiliária.....	36

1. INTRODUÇÃO E JUSTIFICAÇÃO DO TEMA PROPOSTO

O imobiliário corporativo assume várias e importantes dimensões no interior do universo empresarial.

Constituindo *per si* um recurso com o propósito de alojar e apoiar o desenvolvimento da atividade empresarial, o mesmo assume-se em simultâneo como uma condicionante e como um condicionado da estratégia empresarial, na medida em que compete pela necessidade de capital Krzysko & Marciniak (2001). Ao mesmo tempo, é-lhe exigido uma série de características, que entre outras, acrescentem produtividade, eficiência, flexibilidade e vantagens competitivas à atividade da empresa.

A gestão desse imobiliário, é assim sujeita a diversas forças e estímulos ao longo do tempo, consoante geografias, momento do ciclo empresarial, regulamentação em vigor e o impacto do desenvolvimento tecnológico e cultural que se esteja a viver.

Fruto do sector, o grau de interdependência entre o imobiliário corporativo, (no conceito de usufruto), e o negócio, varia. Nessa perspetiva, pretende-se demonstrar através de uma investigação empírica, o impacto da gestão desse imobiliário, na performance da empresa, em um dos sectores com uma ligação mais forte, o da Distribuição Alimentar.

Dentro do âmbito da gestão empresarial, a gestão desse recurso objetiva uma ótica de maximização de valor para o acionista, e como tal, o capital empregue no mesmo, dá origem a diversas métricas de performance empresarial que são efetuadas sobre si. Esta ligação, da gestão do imobiliário corporativo ao valor da empresa, e por inerência, à sua performance financeira, tem sido largamente estudada nas últimas décadas. Até ao momento, o foco tem sido nas implicações da sua propriedade e nas estratégias de gestão da mesma. Nesta abordagem, pretende-se perceber a correlação da gestão operacional,

transposta em medidas de performance do imobiliário, com medidas de performance da empresa.

2. REVISÃO DE LITERATURA E QUESTÕES DE INVESTIGAÇÃO

O imobiliário corporativo assume várias dimensões dentro do universo empresarial, o que impacta na rentabilidade, e conseqüentemente no valor das empresas, Lindholm & Leväinen. (2006).

Conforme Roulac & Manning (1999) e Roulac S. (2001), o imobiliário corporativo é definido como o espaço funcional, a partir do qual, a empresa opera a conexão dos recursos com os mercados e cujo impacto, vai além de qualquer rentabilidade que possa existir sobre o mesmo.

Quer isso dizer, que o propósito da gestão desse imobiliário, é no seu âmago servir a atividade da empresa Gibson & Barkham (2001), Pfnur & Kampf-Dern (2014); pelo que Roulac & Nourse, (1993) relacionam a estratégia imobiliária com as forças motrizes corporativas. Esse estudo, permite enquadrar a relação entre as duas áreas, acrescentando assim, uma visão da dimensão da influência que cada força tem na estratégia imobiliária.

Estratégias Imobiliárias	Relação entre Estratégia Imobiliária e Força Motriz Corporativa								
	Produtos oferecidos	Necessidades de mercado	Tecnologia	Capacidade construtiva	Método de venda	Método de distribuição	Recursos naturais	Dimensão/ Crescimento	Rendabilidade / Resultados
1 Minização de custos de ocupação	P	T	S	T	P	S	T	T	P
2 Flexibilidade	T	P	P	NA	NA	NA	NA	S	S
3 Promover objectivos de recursos humanos	T	T	P	P	T	S	T	S	T
4 Promover mensagem de marketing	S	S	S	S	S	P	S	P	S
5 Promover vendas e processo de vendas	S	S	S	S	P	P	S	P	S
6 Facilitar a produção, operações e logística	P	S	S	P	S	P	P	S	S
7 Facilitar o processo de gestão e de conhecimento	S	S	P	S	T	T	S	S	S
8 Capturar a criação de valor imobiliário da unidade de negócio	NA	NA	NA	NA	NA	P	P	S	P

P=Principal; S=Secundário; T=Terciário; NA=Não Aplicável

Tabela 1 Relação da Estratégia Imobiliária com as Forças Motrizes

De notar que esta relação e o seu grau de importância é variável ao longo do tempo, como constatado por Gibson & Barkham, (2001), Appel-Meulenbroek & al (2010). Pelo que,

se comprova que à parte da intensidade da relação, o espaço físico corporativo, (imobiliário), é uma componente da gestão das empresas.

Em economia, o processo de transformar recursos em resultados, é referido como a função de produção. Desde (Joroff & al, 1993), o imobiliário corporativo é referenciado como o quinto recurso, e a forma como é encarado dentro das corporações, quer seja como um centro de custo, quer seja como centro de resultados, tem implicações na sua gestão. Hartmann & al (2009) constataram na sua investigação que na sua larga maioria, as empresas encaram o seu imobiliário como um centro de custo, existindo no entanto, variações desta consideração entre regiões, nomeadamente, entre a Europa e os EUA. A essa circunstância, não é alheio, o facto do imobiliário corporativo significar uma das maiores fontes de custos para as empresas, representando entre 10 a 20% do total, Pfnür (2014) e Roth & Mirchandani (2016) e dessa percentagem, cerca de 50% corresponder a custos de propriedade.

A caracterização da utilização de “espaço” nas empresas, deriva do binómio da previsibilidade da necessidade de espaço, com a vida útil consumida desse imobiliário, Krzysko & Marciniak (2001). Nesse sentido, a configuração da estrutura do imobiliário corporativo, quer em termos de estrutura física, quer de propriedade, deve prover adaptabilidade, mas viabilizar nomeadamente estratégias de saída programada.

As empresas acabam assim por utilizar diversos tipos de espaços, em diversas localizações constituindo dessa forma o seu portfólio imobiliário. A definição do portfólio de imobiliário corporativo representa uma componente da atratividade da empresa perante investidores e Ali & al (2008) tentaram caracterizar a influência das estratégias do imobiliário corporativo, [através do quadro de tipologias definidas por (Roulac & Nourse, 1993)], com a performance financeira das empresas. Esta caracterização, feita

sobre uma amostra de empresas, mapeou as suas estratégias de gestão do imobiliário corporativo e a respetiva correlação, quer com o preço das suas ações, quer com a sua margem de lucro, tendo além de identificado estratégias com influência estatística na performance financeira, concluído que a escolha desse indicador tem influência na força dessas relações.

2.1.O SECTOR DO DISTRIBUIÇÃO ALIMENTAR

O mercado da distribuição alimentar é constituído por diversos sub-mercados, determinados por poder de compra, grupo de consumidor e canais de venda presentes, onde se incluem formatos de loja, e são influenciados por mudanças no estilo de vida, demografia e acesso a tecnologia desses consumidores.

O retalho é assim caracterizado, por ser um negócio de inventário, logística e pontos/canais de venda, oferecendo o imobiliário corporativo, localização, espaço e organização no desempenho dessas funções.

Código SIC	Industria	P-Ratio	PPE-Ratio	P/PPE
01-09	Agricultura, Florestal e Aquacultura	-	-	-
10-14	Mineração	10%	69%	14%
15-17	Construção	8%	26%	31%
20-39	Manufatura	15%	27%	56%
40-49	Logística & Infraestruturas Públicas	13%	47%	28%
50-51	Comércio Grossista	9%	16%	56%
52-59	Retalho	30%	38%	79%
60-67	Financeiro, Seguros e Imobiliário	12%	30%	40%
70-89	Serviços	8%	18%	44%
91-99	Administração Pública	-	-	-

Tabela 2 Rácios de Propriedade por Industria

Neste sector, onde o imobiliário tem mais peso, Wurdemann (2012), as estratégias empresariais e imobiliárias interligam-se, Gibson & Barkham (2001), na medida da

intensidade do grau de integração vertical existente, (fabrico, distribuição, retalho e pós-venda), e estão sujeitas a mudança e adaptação constante, tendo inclusivamente por isso, uma percentagem significativa de corporações constituído uma unidade de negócio para esse imobiliário. Nesse sentido, por exemplo, assistiu-se a uma tendência em canais de maior formato, de passar de formatos *standalone*, para a incorporação em shoppings, por forma a aumentar o poder de atração da localização e desta forma criar valor para a empresa Gibson & Barkham (2001). Outra vertente destes posicionamentos e reposicionamentos, passa por criar barreiras ao número de competidores que podem operar rentavelmente esse mercado, De Waal (2017). Torna-se assim relevante a mensuração da performance em retalho.

Perrigot & Barros (2008), defendem a importância, que medidas de input e output, além de relevantes para os objetivos de estudos de performance, também devam ser adequadamente mensuráveis. Nesse sentido, Griffith & Harmgart (2005) exploram as questões dos inputs e outputs na medição de performance no retalho, das quais relacionadas com o imobiliário corporativo, podemos enumerar, a regulação na abertura de pontos de venda, formatos de loja e localização.

Nesse sentido, procurou-se verificar, se existe uma ligação entre a gestão do imobiliário corporativo e a gestão da empresa, e como essa varia com a dimensão do portfólio.

3. METODOLOGIA A ADOPTAR E JUSTIFICAÇÃO

Reynolds & al (2005) abordam a problemática da metodologia de avaliação da produtividade para o mercado de retalho do Reino Unido. Uma das constatações, é que a indústria do retalho usa, numa forma corrente, indicadores chave de performance, pois traduzem de uma maneira perceptível, controlável e comparável aquela medida. Existem, no entanto, diversas referências, desde as baseadas em trabalho, em instalações e em

capital, não sendo uniforme entre os diversos mercados, (além do Reino Unido), assim como entre as empresas nesses mercados, mas em menor grau de variação, uma preferência uniforme de um indicador específico. Certos mercados, preferem indicadores com foco na performance sobre o uso de capital, outros, no aspecto operacional.

3.1.PERFORMANCE DA GESTÃO DO IMOBILIÁRIO

CORPORATIVO

Uma vez que se está no âmbito do imobiliário corporativo, a avaliação dessa produtividade, tem sentido focar-se nos indicadores sobre instalações. Prática corrente dentro do ramo, esses indicadores recaem na rentabilidade por m² de área de vendas ou nas receitas por m² de área de vendas De Waal (2017). Não obstante a sua valia, não deixam de acarretar algumas questões, fruto da imperfeição dos mercados, tal como constatado por Griffith & Harmgart (2005). Estes, referem-se do lado dos outputs, à composição do preço como um reflexo correto do seu custo e qualidade, e do lado dos inputs, à uniformidade qualitativa das unidades físicas, onde o m² de espaço apresenta uma singularidade de características por localização, o que pode introduzir enviesamentos na formação de indicadores baseados nessa métrica. Para minorar essa questão, em conceito, deveria ser considerado o custo de cada m², pois este traduziria as qualidades intrínsecas de cada ponto de venda. Numa ótica mais abrangente e enquadrada numa avaliação de utilização produtiva de espaço pela empresa, esse valor deveria ser referente a todo o espaço usado pela mesma, refletindo-se assim numa medida de performance da gestão do imobiliário corporativo, seja este detido ou não pela empresa. Porém, hoje tal não é possível com os dados disponíveis, e somente a norma contabilística IFRS 16 irá trazer essa possibilidade a partir de 2019, dado que exige o reconhecimento em balanço

dos compromissos de arrendamento. Numa outra vertente do mesmo problema, pela heterogeneidade que existe dentro do retalho Gibson & Barkham (2001), por forma a manter-se o mesmo conceito de negócio, isto é, um operador físico que possa ou não ter um canal virtual de comercialização, foram excluídos da bolsa de empresas analisadas, “operadores virtuais” tipo Amazon, dada a limitação a acesso de dados dos m2 de espaço totais ocupados pelas empresas e o espaço físico de vendas ser muito secundário ou inexistente.

3.2.PERFORMANCE DA EMPRESA

Partindo dessa referência, a relação entre imobiliário corporativo e a performance corporativa das empresas tem sido abordada em diversos estudos, (Ali & al , 2006), (Ali & al, 2008), (Brounen & al 2005), (Brounen & Eichholtz, 2005), (Reynolds & al , 2005), recaindo a escolha de indicadores de performance corporativa em: Ganhos por ação (EPS) , Rendibilidade do capital próprio (ROE), Margem de lucro, Rendibilidade do Capital Investido (RCI) e EVA (*Economic Value-Added*).

Desses indicadores, optou-se pelo uso do EVA, até pelo consenso junto da comunidade científica, já que é capaz de traduzir a performance económica de uma empresa, eliminada de distorções especulativas de mercado e de resultantes de regras de contabilidade. Este indicador, surgiu pela mão da Stern Steward & Co em 1990 e traduz-se numa média de desempenho do capital investido na empresa, “tradicionalmente conhecido por resultado supranormal ou resultado residual, e é determinado pela diferença entre os resultados operacionais após impostos previstos para a empresa e o montante de resultados exigidos pelos acionistas e pelos credores” Neves (2002). Se positivo, a empresa está a gerar valor a partir do capital investido, se negativo está a perder valor.

$$\text{EVA} = \text{RODI} - C * \text{WACC}$$

- $\text{RODI} = \text{Resultado operacional} - \text{impostos} \triangleleft \text{Resultado operacional} * (1 - \text{taxa de imposto})$
- $C = \text{Capital Investido} = \text{Capital Próprio} + \text{Capital Alheio (oneroso)} = \text{total das fontes de financiamento} - \text{Passivo não Oneroso}$
- $\text{WACC} = \text{Custo médio ponderado do capital}$

Sendo:

$$\text{WACC} = \frac{\text{CP}}{\text{D} + \text{CP}} * \text{RCP} + \frac{\text{D}}{\text{D} + \text{CP}} * \text{RD} * (1 - t)$$

- CP – Capital Próprio
- D – Capital Alheio
- RCP – Rendibilidade do capital próprio
- RD – Rendibilidade do capital alheio
- t- Taxa de imposto

(Stewart, 1991) defende a necessidade de ajustamentos às peças contabilísticas, devendo para tal satisfazer quatro critérios: i) ser de valor significativo; ii) fazer uma diferença material; iii) existir informação disponível e iv) ser de fácil entendimento; no entanto (Chen & Dodd, 1997), (Young, 1999) e Neves (2002) referem que apesar de contribuírem incrementalmente para o EVA, os ajustes não são relevantes para o uso deste indicador. Um outro fator, no entanto, não o é. Uma vez que o resultado do EVA são valores absolutos de unidades monetárias, no âmbito desta análise, o fator da dimensão das empresas analisadas pode levar a distorções na sua comparabilidade interempresas para efeitos de performance. Empresas de maior dimensão têm uma precondição para poderem atingir maiores valores de EVA, sem que a tal tenha de corresponder uma melhor performance de desempenho. Markovič & al (2016), exploram esta questão, fazendo um

levantamento de metodologias existentes para a construção rácios relativos de EVA, (Value Spread, Relative EVA relativo de acordo com a London Business School, EVA ROS, EVA Momentum e EVA ZERO).

Considerando as características de cada um dos indicadores relativos para o EVA, e estando-se dentro de uma análise sectorial Sofrankova & al (2017), considerou-se que o uso do EVA ROS será ajustado. Este indicador representa a margem operacional, relativizando o valor acrescentado criado.

$$\text{EVA ROS} = \text{EVA} / \text{Vendas}$$

3.3.A AMOSTRA

A metodologia proposta foi aplicada numa amostra de empresas cotadas e não cotadas dentro do sector selecionado, e onde o retalho alimentar representa a principal área de negócio. A seleção de empresas, para além do sector, teve como critério a disponibilidade de informação financeira e de área de vendas disponível na base de dados da Bloomberg e complementada pelos respetivos relatórios de contas, assim como possuir uma matriz europeia ou ter este como o seu principal mercado, que, não obstante ser considerado um mercado único, é composto por diferentes mercados com significativas diferenças de poder de compra (Moreno, 2010). Isto leva a que o sector acabe por ser bastante heterogéneo e como tal, com diferentes estratégias de imobiliário corporativo Gibson & Barkham (2001).

Empresa (Título)	Sede	Ano Fiscal	Quota Mercado Europeu 2018	Quota Sector Retailo / Distribuição 2018	Quota e-commerce 2018 (-SIRET)	Tipo de Empresa	Ranking Europeu Delloite 2018
Koninklijke Ahold Delhaize NV (AD NA)	Holanda	31-Dez	40,3%	98,4%	4,5%	Cotada	5
Auchan Holding SADIR (211642Z FP)	França	31-Dez	73,0%	98,6%	-	Não Cotada	7
Carrefour SA (CA FP)	França	31-Dez	74,6%	100,0%	-	Cotada	3
Casino Guichard Perrachon SA (CO FP)	França	31-Dez	52,0%	100,0%	5,0%	Cotada	10
Coop-Gruppe Genossenschaft (1056Z SW)	Suiça	31-Dez	100,0%	68,5%	7,6%	Não Cotada	19
Distribuidora Internacional de Alimentacion SA (DIA SM)	Espanha	31-Dez	67,4%	100,0%	1,0%	Cotada	34
ICA Gruppen AB (ICA SS)	Suécia	31-Dez	100,0%	97,0%	2,0%	Cotada	30
Jeronimo Martins SGPS SA (JMT PL)	Portugal	31-Dez	96,5%	100,0%	-	Cotada	23
METRO AG (B4B GY)	Alemanha	30-Set	88,2%	100,0%	0,4%	Não Cotada	6
Wm Morrison Supermarkets PLC (MRW LN)	Reino Unido	31-Jan	100,0%	76,7%	-	Cotada	
REWE Group (0603916D GR)	Alemanha	31-Dez	100,0%	89,6%	-	Não Cotada	9
J Sainsbury PLC (SBRY LN)	Reino Unido	15-Mar	100,0%	98,2%	-	Cotada	13
Tesco PLC (TSCO LN)	Reino Unido	2-Fev	91,2%	88,7%	-	Cotada	4

Tabela 3 Caracterização da Amostra de Empresas

O período de análise considerado foi de 5 anos, composto de 2014 a 2018, devido a se ter um período comum de informação às empresas da amostra, e diminuir efeitos de eventuais enviesamentos decorrentes de situações de carácter extraordinário.

4. RESULTADOS

4.1. CÁLCULO DO EVA

4.1.1. CAPITAL INVESTIDO

Para a amostra selecionada, foi efetuado o cálculo anual do capital investido, utilizando a ótica de financiamento. Para tal, elaborou-se um balanço funcional, o que facilita o esse cálculo, tendo-se considerado como equivalentes de Capital Próprio, os passivos de longo prazo não remunerados. Da elaboração desse balanço, é possível extrair o capital investido no final de cada ano, repartido entre capital próprio e capital alheio. Este último, foi ajustado com o valor presente dos compromissos com leasings operacionais, onde os compromissos além dos 5 anos foram estendidos pelo prazo resultante de um compromisso anual igual ao do ano inicial.

CAPITAL INVESTIDO NO INÍCIO DO PERÍODO (milhões €)	2015	2016	2017	2018
Koninklijke Ahold Delhaize NV (AD NA)	14,209.8	15,907.3	34,039.3	31,911.2
Auchan Holding SADIR (211642Z FP)	27,654.9	28,084.1	27,873.6	26,472.3
Carrefour SA (CA FP)	30,516.3	29,995.5	32,118.7	31,898.3
Casino Guichard Perrachon SA (CO FP)	34,626.8	29,666.6	29,373.2	26,087.9
Coop-Gruppe Genossenschaft (1056Z SW)	16,996.0	18,967.0	19,934.5	18,556.2
Distribuidora Internacional de Alimentacion SA (DIA SM)	1,405.7	1,883.6	1,908.1	2,069.7
ICA Gruppen AB (ICA SS)	6,506.3	6,627.1	6,275.7	6,173.0
Jeronimo Martins SGPS SA (JMT PL)	4,866.3	5,088.8	3,904.3	5,068.1
METRO AG (B4B GY)	14,068.0	15,927.5	13,125.7	13,511.8
Wm Morrison Supermarkets PLC (MRW LN)	11,270.2	10,829.9	10,705.3	9,200.1
REWE Group (0603916D GR)	14,517.8	14,745.8	15,520.5	17,089.5
J Sainsbury PLC (SBRY LN)	18,012.7	20,419.1	19,786.2	19,881.7
Tesco PLC (TSCO LN)	50,884.1	50,899.8	48,762.1	45,147.6

Tabela 4 Capital Investido no Início do Período

4.1.2. CUSTO MÉDIO DO CAPITAL INVESTIDO

Para o período de referência 2014-2018, o custo médio anual do capital investido, foi determinado através da média ponderada entre o custo de capital alheio e o custo de capital próprio, empregues em cada ano desse período e formalmente designado como (WACC – *Weighted Average Cost of Capital*).

4.1.2.1. CUSTO DO CAPITAL ALHEIO

Quanto ao custo do capital alheio, o mesmo pode ser apurado pelo rácio formado pelo custo com juros despendidos com capital alheio de financiamento, e a média do valor em dívida entre o início e o final de ano em cada exercício fiscal Neves (2002).

CUSTO DO CAPITAL ALHEIO	2015	2016	2017	2018
Koninklijke Ahold Delhaize NV (AD NA)	5.38%	3.97%	3.31%	3.77%
Auchan Holding SADIR (211642Z FP)	1.98%	1.84%	1.91%	3.07%
Carrefour SA (CA FP)	2.47%	2.71%	2.29%	1.43%
Casino Guichard Perrachon SA (CO FP)	2.61%	3.58%	4.35%	3.78%
Coop-Gruppe Genossenschaft (1056Z SW)	1.99%	1.45%	1.29%	1.16%
Distribuidora Internacional de Alimentacion SA (DIA SM)	2.15%	2.65%	2.75%	2.81%
ICA Gruppen AB (ICA SS)	3.34%	3.25%	3.67%	2.72%
Jeronimo Martins SGPS SA (JMT PL)	3.21%	2.33%	3.27%	3.68%
METRO AG (B4B GY)	3.45%	3.59%	2.89%	2.76%
Wm Morrison Supermarkets PLC (MRW LN)	3.43%	3.97%	3.90%	3.65%
REWE Group (0603916D GR)	3.58%	3.39%	1.88%	2.15%
J Sainsbury PLC (SBRY LN)	3.73%	3.90%	4.08%	3.23%
Tesco PLC (TSCO LN)	3.07%	2.73%	2.72%	2.36%

Tabela 5 Custo do Capital Alheio

Esse custo, é no cálculo do custo médio de capital, afetado por um fator de (1- taxa de imposto), para ter em consideração a dedução de encargos com juros suportados no cálculo de impostos. Para os devidos efeitos, a taxa de imposto efetiva considerada em cada ano fiscal, resulta do rácio entre os impostos suportados e os resultados tributáveis antes de impostos nesse ano fiscal.

Taxa de Imposto Efetiva	2014	2015	2016	2017	2018
Koninklijke Ahold Delhaize NV (AD NA)	24.43%	21.27%	23.68%	7.57%	17.31%
Auchan Holding SADIR (211642Z FP)	28.19%	28.01%	16.19%	35.12%	0.00%
Carrefour SA (CA FP)	35.27%	34.77%	34.59%	115.95%	108.87%
Casino Guichard Perrachon SA (CO FP)	29.27%	19.40%	68.00%	16.78%	55.28%
Coop-Gruppe Genossenschaft (1056Z SW)	24.83%	23.49%	19.57%	19.16%	18.94%
Distribuidora Internacional de Alimentacion SA (DIA SM)	26.33%	0.00%	26.69%	31.59%	0.00%
ICA Gruppen AB (ICA SS)	16.69%	11.93%	18.22%	14.59%	13.53%
Jeronimo Martins SGPS SA (JMT PL)	24.19%	24.56%	17.46%	26.95%	23.48%
METRO AG (B4B GY)	88.06%	43.13%	41.95%	43.77%	33.91%
Wm Morrison Supermarkets PLC (MRW LN)	0.00%	0.00%	0.00%	6.15%	18.16%
REWE Group (0603916D GR)	25.20%	24.83%	44.59%	28.01%	26.34%
J Sainsbury PLC (SBRY LN)	20.27%	0.00%	14.05%	25.05%	24.45%
Tesco PLC (TSCO LN)	15.36%	0.00%	0.00%	60.00%	23.54%

Tabela 6 Taxa de Imposto Efetiva

4.1.2.2. CUSTO DO CAPITAL PRÓPRIO

Quanto ao custo de capital próprio, recorreu-se à aplicação do modelo de CAPM, (*Capital Asset Pricing Model*) com os dados históricos, no caso de empresas cotadas, e nos restantes casos, através da referência de risco de empresas comparáveis (Professor Aswath Damodaran).

$$r_e = r_f + \beta_L \times (r_m - r_f)$$

- r_e – Custo dos capitais próprios
- r_f - Taxa de juro sem risco
- β_L – Beta alavancado
- $(r_m - r_f)$ – Prémio de risco do mercado - Damodaran

Como taxa de juro sem risco, em cada ano do período em análise, foi considerada a média ponderada, pela composição dos mercados em que cada empresa atua, da taxa média das

obrigações do tesouro de cada mercado a um ano, tentando desta forma aproximar esta maturidade à periodicidade mensal para cálculo do beta Neves (2002) e a manter a coerência com os intervalos de avaliação anuais dentro do período Damodaran (2007). Por simplificação, atendendo a uma falta de uniformidade dos anos fiscais na amostra de empresas, nomeadamente empresas com consolidação de contas no Reino Unido, onde o ano fiscal termina no início do ano civil, a taxa de juro sem risco, correspondente ao ano fiscal, assumiu-se como a resultante do ano, onde o exercício fiscal tenha maior duração.

Taxa de Juro Sem Risco (OT a 1 ano) (Fonte: https://uk.investing.com)															
Ano	Holanda	França	Suiça	Espanha	Suécia	Portugal	Alemanha	Reino Unido	Bélgica	Polónia	Eurozona	Restante Europa	EUA	China/Ásia	Brasil/América do Sul
2013								0.35%	0.00%	2.86%		2.86%		3.30%	
2014	0.04%	0.08%	0.06%	0.44%	0.26%	0.53%	0.04%	0.44%	0.09%	2.36%	0.44%	2.36%	0.11%	3.49%	11.52%
2015	-0.25%	-0.18%	-0.82%	0.08%	-0.32%	0.08%	-0.24%	0.45%	-0.20%	1.67%	0.08%	1.67%	0.31%	2.58%	14.26%
2016	-0.60%	-0.52%	-0.71%	-0.14%	-0.64%	0.05%	-0.58%	0.27%	-0.54%	1.49%	-0.14%	1.49%	0.60%	2.29%	13.30%
2017	-0.72%	-0.57%	-0.74%	-0.33%	-0.70%	-0.21%	-0.74%	0.23%	-0.60%	1.54%	-0.33%	1.54%	1.20%	3.32%	8.65%
2018	-0.65%	-0.57%	-0.72%	-0.37%	-0.68%	-0.33%	-0.64%	0.69%	-0.56%	1.31%	-0.37%	1.31%	2.32%	3.06%	7.01%

Tabela 7 Taxa de Juro Sem Risco

Da mesma forma que na taxa de juro sem risco, para efeitos de cálculo do prémio de risco de mercado, foi considerado em cada ano, a média ponderada do prémio pelo peso que cada mercado tem na carteira individual da empresa. Esses prémios, foram obtidos da base disponibilizada pelo professor Aswath Damodaran na Stern School of Business.

Prémio de Risco de Cada Mercado (Fonte: Damodaran)															
Ano	Holanda	França	Suiça	Espanha	Suécia	Portugal	Alemanha	Reino Unido	Bélgica	Polónia	Eurozona	Restante Europa	EUA	China/Ásia	Brasil/América do Sul
2013								5.17%		6.23%				6.31%	
2014	6.46%	7.12%	6.36%	7.97%	6.26%	9.92%	6.40%	6.44%	7.09%	7.48%	6.88%	9.08%	5.75%	7.96%	10.04%
2015	6.38%	6.73%	6.50%	7.90%	6.28%	11.11%	6.31%	6.82%	6.88%	7.65%	7.49%	10.17%	6.25%	7.96%	11.15%
2016	5.85%	6.08%	5.84%	6.76%	5.71%	9.43%	5.76%	5.97%	5.96%	6.66%	6.81%	9.09%	5.69%	7.25%	9.64%
2017	5.08%	5.11%	5.09%	5.77%	5.08%	6.53%	5.08%	5.14%	5.08%	5.65%	6.01%	7.77%	5.08%	5.73%	7.62%
2018	5.96%	6.34%	5.96%	7.07%	5.96%	7.26%	5.96%	6.34%	6.19%	6.93%	7.11%	9.24%	5.96%	6.99%	9.12%

Tabela 8 Prémio de Risco Mercado

Para a estimativa do beta da empresa, recorreu-se no caso de empresas cotadas, à referência retirada do terminal Bloomberg para o período compreendido entre o início do primeiro ano fiscal (2014) e fim do último ano fiscal (2018), com recurso a dados mensais de rendibilidades. Na prática, traduz-se em 60 observações, o que vai de encontro ao aconselhado para a diminuição do ruído em comparação com a utilização de observações

diárias Neves (2002). No caso de empresas não cotadas ou privadas, a impossibilidade de cálculo do seu beta, pode ser colmatada com recurso a uma estimativa do mesmo. Para tal, conforme Damodaran, cuja base metodológica de “bottom up” se utilizou para obter o beta dessas empresas, é necessário recorrer-se a uma ou a um conjunto de empresas comparáveis. No entanto, esse processo com base na amostra de empresas do estudo, originou alguma incongruência de resultados, pelo que optou-se por adotar a média de cada sector para o beta desalavancado, onde cada empresa se situa, conforme base disponibilizada por Damodaran. Posteriormente aplicou-se a metodologia para estimativa do beta a toda a amostra em estudo, cotadas e não cotadas, evitando assim possíveis enviesamentos por efeito de abordagem metodológicas diferentes. Desta forma, é isolado o risco do negócio e podem ser efetuados os ajustes necessários para refletir a estrutura de capital de cada empresa em que se pretende estimar o beta.

Assim, é inicialmente estimado para cada empresa, o beta desalavancado em cada ano do período em análise, conforme o sector onde se situa.

β _u do Período (fonte: Damodaran)										
Empresa (Título)	Sede	Ano Fiscal	Sector (fonte: Damodaran)	Tipo de Empresa	2014	2015	2016	2017	2018	
Koninklijke Ahold Delhaize NV (AD NA)	Holanda	31-Dec	Retail (Grocery and Food)	Cotada	0.621	0.693	0.650	0.658	0.509	
Auchan Holding SADR (211642Z FP)	França	31-Dec	Retail (Grocery and Food)	Privada	0.621	0.693	0.650	0.658	0.509	
Carrefour SA (CA FP)	França	31-Dec	Retail (General)	Cotada	0.685	0.739	0.618	0.482	0.319	
Casino Guichard Perrachon SA (CO FP)	França	31-Dec	Retail (Grocery and Food)	Cotada	0.621	0.693	0.650	0.658	0.509	
Coop-Gruppe Genossenschaft (1056Z SW)	Suíça	31-Dec	Retail (General)	Privada	0.685	0.739	0.618	0.482	0.319	
Distribuidora Internacional de Alimentacion SA (DIA SM)	Espanha	31-Dec	Retail (General)	Cotada	0.685	0.739	0.618	0.482	0.319	
ICA Gruppen AB (ICA SS)	Suécia	31-Dec	Retail (Grocery and Food)	Cotada	0.621	0.693	0.650	0.658	0.509	
Jeronimo Martins SGPS SA (JMT PL)	Portugal	31-Dec	Retail (Grocery and Food)	Cotada	0.621	0.693	0.650	0.658	0.509	
METRO AG (B4B GY)	Alemanha	30-Sep	Retail (General)	Privada	0.685	0.739	0.618	0.482	0.319	
Wm Morrison Supermarkets PLC (MRW LN)	Reino Unido	31-Jan	Retail (Grocery and Food)	Cotada	0.621	0.693	0.650	0.658	0.509	
REWE Group (0603916D GR)	Alemanha	31-Dec	Retail (General)	Privada	0.685	0.739	0.618	0.482	0.319	
J Sainsbury PLC (SBRY LN)	Reino Unido	15-Mar	Retail (Grocery and Food)	Cotada	0.621	0.693	0.650	0.658	0.509	
Tesco PLC (TSCO LN)	Reino Unido	25-Feb	Retail (Grocery and Food)	Cotada	0.621	0.693	0.650	0.658	0.509	

Tabela 9 Beta Desalavancado

Posteriormente é incorporada anualmente a estrutura de capital existente em cada empresa e a taxa de imposto efetiva, com recurso à fórmula abaixo, obtendo-se assim a estimativa do beta alavancado.

$$\beta_L = \beta_u (1 + (1-t) (D/E))$$

- β_L – Beta alavancado
- β_u – Beta desalavancado
- t – Taxa de imposto efetiva
- D/E – Estrutura de Capital

β_L do Período					
Empresa (Título)	2014	2015	2016	2017	2018
Koninklijke Ahold Delhaize NV (AD NA)	1.348	1.470	1.048	1.176	0.901
Auchan Holding SADIR (211642Z FP)	1.062	1.136	1.103	1.012	1.061
Carrefour SA (CA FP)	1.352	1.420	1.152	0.384	0.277
Casino Guichard Perrachon SA (CO FP)	1.052	1.300	0.823	1.117	0.728
Coop-Gruppe Genossenschaft (1056Z SW)	1.319	1.401	1.184	0.907	0.602
Distribuidora Internacional de Alimentacion SA (DIA SM)	2.045	4.402	2.369	2.786	-3.828
ICA Gruppen AB (ICA SS)	1.010	1.140	0.990	0.966	0.803
Jeronimo Martins SGPS SA (JMT PL)	1.466	1.742	1.105	1.308	1.078
METRO AG (B4B GY)	1.293	2.231	1.472	1.127	0.793
Wm Morrison Supermarkets PLC (MRW LN)	1.119	1.391	1.267	1.115	0.753
REWE Group (0603916D GR)	1.436	1.503	1.071	0.959	0.644
J Sainsbury PLC (SBRY LN)	1.196	1.560	1.312	1.237	1.008
Tesco PLC (TSCO LN)	1.288	2.111	2.092	1.162	1.120

Tabela 10 Beta Alavancado

Estando estabelecidos os valores das variáveis procede-se ao cálculo do custo de capital próprio, para cada ano do período.

Custo de Capital Próprio (Re)					
Empresa (Título)	2014	2015	2016	2017	2018
Koninklijke Ahold Delhaize NV (AD NA)	8.85%	10.13%	6.69%	6.93%	6.99%
Auchan Holding SADIR (211642Z FP)	9.65%	9.89%	8.53%	6.95%	8.46%
Carrefour SA (CA FP)	12.84%	13.83%	10.38%	3.70%	3.10%
Casino Guichard Perrachon SA (CO FP)	13.81%	17.24%	11.68%	10.31%	8.18%
Coop-Gruppe Genossenschaft (1056Z SW)	10.19%	10.55%	7.99%	5.26%	4.05%
Distribuidora Internacional de Alimentacion SA (DIA SM)	22.09%	45.37%	23.05%	20.55%	-27.64%
ICA Gruppen AB (ICA SS)	6.69%	7.08%	5.22%	4.38%	4.27%
Jeronimo Martins SGPS SA (JMT PL)	14.26%	16.89%	9.82%	9.10%	8.70%
METRO AG (B4B GY)	10.81%	18.27%	10.94%	7.39%	6.18%
Wm Morrison Supermarkets PLC (MRW LN)	6.13%	9.40%	9.10%	6.92%	4.09%
REWE Group (0603916D GR)	11.06%	11.58%	7.30%	5.60%	4.42%
J Sainsbury PLC (SBRY LN)	6.53%	10.48%	9.40%	7.65%	5.41%
Tesco PLC (TSCO LN)	6.91%	15.46%	16.07%	8.07%	6.81%

Tabela 11 Custo do Capital Próprio

4.1.2.3. CUSTO MÉDIO DO CAPITAL INVESTIDO

Tal como referido, o custo médio do capital investido resulta da média ponderada do custo da estrutura de capital, sendo o custo de capital alheio deduzido de impostos, o que para o período em análise resulta:

CUSTO MÉDIO DE CAPITAL (wacc)					
Empresa (Título)	2014	2015	2016	2017	2018
Koninklijke Ahold Delhaize NV (AD NA)	3.47%	6.67%	5.06%	5.15%	5.12%
Auchan Holding SADIR (211642Z FP)	4.85%	5.91%	5.35%	4.36%	5.66%
Carrefour SA (CA FP)	5.12%	6.68%	5.48%	1.42%	1.18%
Casino Guichard Perrachon SA (CO FP)	6.97%	9.36%	6.90%	7.25%	4.99%
Coop-Gruppe Genossenschaft (1056Z SW)	4.57%	5.69%	4.35%	3.06%	2.43%
Distribuidora Internacional de Alimentacion SA (DIA SM)	5.98%	9.41%	6.28%	4.22%	5.35%
ICA Gruppen AB (ICA SS)	3.82%	5.33%	4.22%	3.94%	3.50%
Jeronimo Martins SGPS SA (JMT PL)	5.10%	7.23%	6.20%	5.24%	5.21%
METRO AG (B4B GY)	1.28%	5.55%	4.70%	3.34%	3.17%
Wm Morrison Supermarkets PLC (MRW LN)	3.40%	6.40%	6.60%	5.53%	3.69%
REWE Group (0603916D GR)	4.48%	6.44%	4.21%	3.15%	2.78%
J Sainsbury PLC (SBRY LN)	3.02%	6.73%	6.12%	5.17%	3.73%
Tesco PLC (TSCO LN)	3.05%	7.14%	6.87%	3.48%	3.75%

Tabela 12Custo Médio de Capital

4.1.3. RESULTADO OPERACIONAL LÍQUIDO DE IMPOSTOS

O EVA mede os resultados supranormais, o que se traduz na necessidade de apurar o resultado operacional líquido de impostos. Porém tal como defende Neves (2011), estes resultados podem ser uma aproximação simplista, pelo que os resultados operacionais foram adicionados de resultados extraordinários e proveitos financeiros de aplicações de capital. Estes foram posteriormente deduzidos do imposto à taxa média efetiva desse ano.

Resultado Operacional Líquido de Impostos (milhões €)					
Empresa (Título)	2014	2015	2016	2017	2018
Koninklijke Ahold Delhaize NV (AD NA)	927.2	1,014.0	1,004.3	2,053.7	2,033.3
Auchan Holding SADIR (211642Z FP)	963.0	864.6	957.9	569.6	-681.0
Carrefour SA (CA FP)	1,581.9	1,367.2	1,198.2	-139.5	-63.6
Casino Guichard Perrachon SA (CO FP)	1,345.9	350.6	155.2	611.6	327.8
Coop-Gruppe Genossenschaft (1056Z SW)	547.4	560.6	603.2	602.1	563.4
Distribuidora Internacional de Alimentacion SA (DIA SM)	235.0	241.6	215.6	139.3	-63.6
ICA Gruppen AB (ICA SS)	378.6	435.3	391.9	460.2	365.9
Jeronimo Martins SGPS SA (JMT PL)	349.3	376.9	624.8	423.7	446.5
METRO AG (B4B GY)	98.7	422.0	656.0	462.2	543.9
Wm Morrison Supermarkets PLC (MRW LN)	-91.9	-856.8	440.1	470.5	414.8
REWE Group (0603916D GR)	372.8	412.6	492.3	341.8	429.8
J Sainsbury PLC (SBRY LN)	987.2	74.7	801.4	577.9	458.7
Tesco PLC (TSCO LN)	2,706.4	-7,479.9	809.9	279.5	1,423.0

Tabela 13Resultado Operacional Líquido de Impostos

4.1.4. DETERMINAÇÃO DO EVA

$$\text{EVA} = \text{ROLI} - \text{C} * \text{WACC}$$

Para determinação do EVA anual, ao resultado operacional do ano, líquido de impostos, é deduzido o Capital Investido, que conforme Damodaran defende, para efeitos de avaliação em cada ano fiscal, é o referente ao saldo existente no início do ano, e que corresponde ao saldo do final do ano anterior, o que resulta no seguinte resultado supranormal:

EVA (milhões €)				
Empresa (Título)	2015	2016	2017	2018
Koninklijke Ahold Delhaize NV (AD NA)	-20.1	209.2	-747.6	420.2
Auchan Holding SADIR (211642Z FP)	-670.9	-639.3	-256.7	-928.1
Carrefour SA (CA FP)	-456.8	-275.7	741.0	-514.6
Casino Guichard Perrachon SA (CO FP)	-1,895.0	-1,697.0	-1,975.5	-691.4
Coop-Gruppe Genossenschaft (1056Z SW)	-419.3	-265.1	-7.1	151.8
Distribuidora Internacional de Alimentacion SA (DIA SM)	102.7	123.3	135.1	28.5
ICA Gruppen AB (ICA SS)	31.9	155.6	144.8	243.9
Jeronimo Martins SGPS SA (JMT PL)	-2.6	61.5	420.4	159.8
METRO AG (B4B GY)	-681.9	-326.7	218.2	34.3
Wm Morrison Supermarkets PLC (MRW LN)	-813.6	-1,571.4	-152.0	131.5
REWE Group (0603916D GR)	-561.8	-208.9	4.2	-132.8
J Sainsbury PLC (SBRY LN)	-225.5	-1,175.1	-221.6	-164.1
Tesco PLC (TSCO LN)	-925.3	-10,978.9	-888.6	-1,413.3

Tabela 14 Economic Value Added (EVA)

Dos resultados obtidos, por forma a estabelecer uma base comparativa, é necessário relativizar os mesmos, tendo-se a cada valor do EVA, efetuado o rácio com as vendas do respectivo ano, que tal como referido anteriormente, se traduz na margem operacional.

EVA/Receitas				
Empresa (Título)	2015	2016	2017	2018
Koninklijke Ahold Delhaize NV (AD NA)	-0.05%	0.42%	-1.19%	0.67%
Auchan Holding SADIR (211642Z FP)	-1.25%	-1.21%	-0.48%	-1.82%
Carrefour SA (CA FP)	-0.58%	-0.35%	0.95%	-0.68%
Casino Guichard Perrachon SA (CO FP)	-5.37%	-4.71%	-5.27%	-1.89%
Coop-Gruppe Genossenschaft (1056Z SW)	-1.73%	-1.06%	-0.03%	0.59%
Distribuidora Internacional de Alimentacion SA (DIA SM)	1.15%	1.42%	1.64%	0.39%
ICA Gruppen AB (ICA SS)	0.29%	1.42%	1.28%	2.17%
Jeronimo Martins SGPS SA (JMT PL)	-0.02%	0.42%	2.58%	0.92%
METRO AG (B4B GY)	-1.82%	-0.89%	0.73%	0.12%
Wm Morrison Supermarkets PLC (MRW LN)	-3.87%	-7.06%	-0.77%	0.67%
REWE Group (0603916D GR)	-1.29%	-0.46%	0.01%	-0.25%
J Sainsbury PLC (SBRY LN)	-0.75%	-3.65%	-0.71%	-0.51%
Tesco PLC (TSCO LN)	-1.29%	-14.81%	-1.32%	-2.16%

Tabela 15EVA ROS

4.2.PERFORMANCE DA GESTÃO DO IMOBILIÁRIO

Para o propósito em análise, tendo por base o conceito de rendibilidade de ativos , e que se traduz no produto da margem operacional pela rotação do ativo, indicador este, que através da sua desagregação oferece uma visão sobre a estratégia e performance atingida pela empresa, (Fairfield & Yohn, 2001); efectuou-se uma modificação ao mesmo, de modo a se obter uma relação onde se introduz uma métrica associada à gestão do espaço de vendas. Esse conceito modificado, passa-se a traduzir na seguinte relação:

$$\frac{\text{Resultado Operacional}}{\text{Receita}} \times \frac{\text{Receita}}{\text{Capital Investido}} \times \frac{\text{Capit Investido}}{\text{Área de Vendas}} = \frac{\text{Resultado Operacional}}{\text{Área de Vendas}}$$

Ou

$$\frac{RO}{V} \times \frac{V}{CI} \times \frac{CI}{A} = \frac{RO}{A}$$

Importa assim perceber as diversas relações existentes entre os diferentes rácios, pelo que se efectuaram as seguintes análises:

4.2.1. RENTABILIDADE DO CAPITAL INVESTIDO

$$\frac{RO}{V} \times \frac{V}{CI} = \frac{RO}{CI}$$

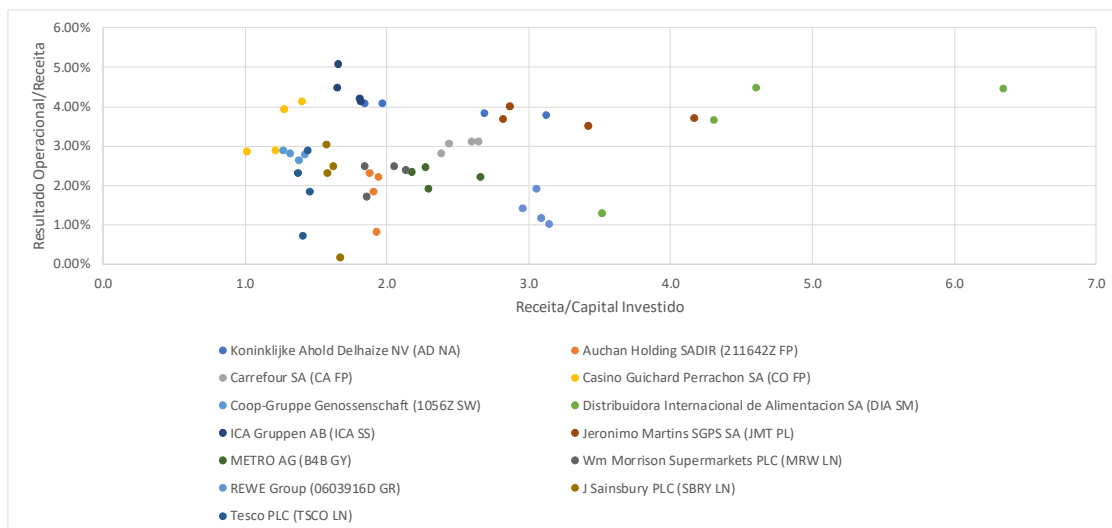


Gráfico 1 Rentabilidade do Capital Investido

Das observações realizadas, é possível verificar uma grande amplitude de performance, (RO/CI), sendo as performances superiores alcançadas devido a uma maior influência da rotação de capital investido. É no entanto constatável, uma região, que se pode considerar de performance normal, e que se caracteriza por uma Rentabilidade do Capital Investido de 3.64% a 7.88%, correspondente ao 2º e 3º Quartis.

<i>Estatística Descritiva</i>	
Mean	0.065545
Standard Error	0.006815
Median	0.05019
Standard Deviation	0.04914
Sample Variance	0.002415
Kurtosis	7.287605
Skewness	2.354772
Range	0.279485
Minimum	0.002321
Maximum	0.281806
Sum	3.408352
Count	52

Tabela 16 Estatística Descritiva RCI

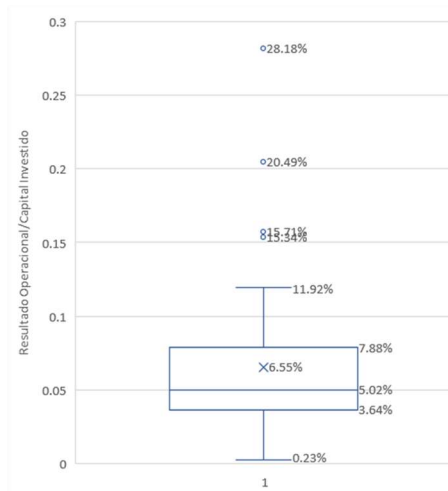


Gráfico 2 Boxplot - Rentabilidade do Capital Investido

4.2.2. PRODUTIVIDADE DA ÁREA DE VENDAS

$$\frac{V}{CI} \times \frac{CI}{A} = \frac{V}{A}$$

A produtividade da área de vendas, (V/A) , é outra relação interessante de se observar, pois esta evidencia uma correlação, (0.6516) , entre a rotação do capital investido e o capital investido pela área de vendas. De notar, que a primeira vai se reduzindo à medida que o valor investido pela área de vendas aumenta, mas, mesmo em áreas “mais caras”, é possível obter melhores produtividades, ou seja, receita por área de vendas. Isso vai de acordo com o esperado, pois é consensual que melhores pontos de venda têm um valor de investimento superior.

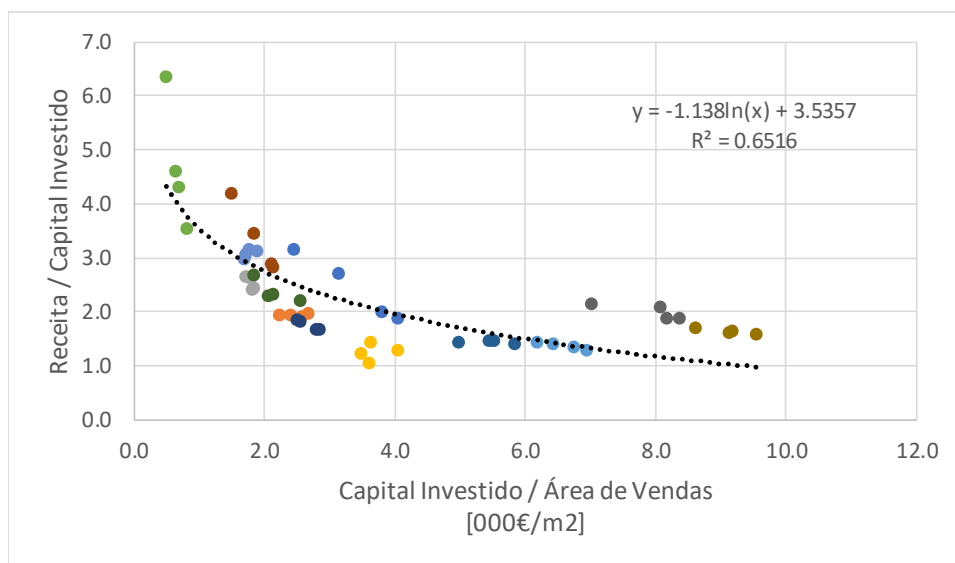


Gráfico 3 Produtividade da Área de Vendas

SUMMARY OUTPUT

Regression Statistics	
Multiple R	0.807186835
R Square	0.651550586
Adjusted R Square	0.644581598
Standard Error	0.602360282
Observations	52

ANOVA					
	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	1	33.92275074	33.92275074	93.49285151	4.9254E-13
Residual	50	18.14189545	0.362837909		
Total	51	52.06464619			

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95.0%	Upper 95.0%
Intercept	3.535714677	0.15466548	22.86039953	3.95673E-28	3.225059917	3.846369437	3.225059917	3.846369437
X Variable 1	-1.138123501	0.11770643	-9.669170156	4.9254E-13	-1.374543823	-0.901703178	-1.374543823	-0.901703178

Tabela 17 Estatística da Produtividade da Área de Vendas

4.2.3. RENTABILIDADE DA ÁREA DE VENDAS

$$\frac{RO}{CI} \times \frac{CI}{A} = \frac{RO}{A}$$

Por fim, a rentabilidade da área de vendas, (RO/A), também evidencia uma correlação, (0.4343), entre a rentabilidade do capital investido, com o capital investido por área de vendas. Esta, traduz-se numa diminuição da rentabilidade do capital investido, à medida que aumenta o capital investido por área de vendas, e que vai de encontro ao esperado. Observa-se no entanto, que tal conduz a um resultado operacional por área de vendas, em

geral superior, e que se traduz em as áreas de vendas de maior valor, serem inerentemente mais produtivas.

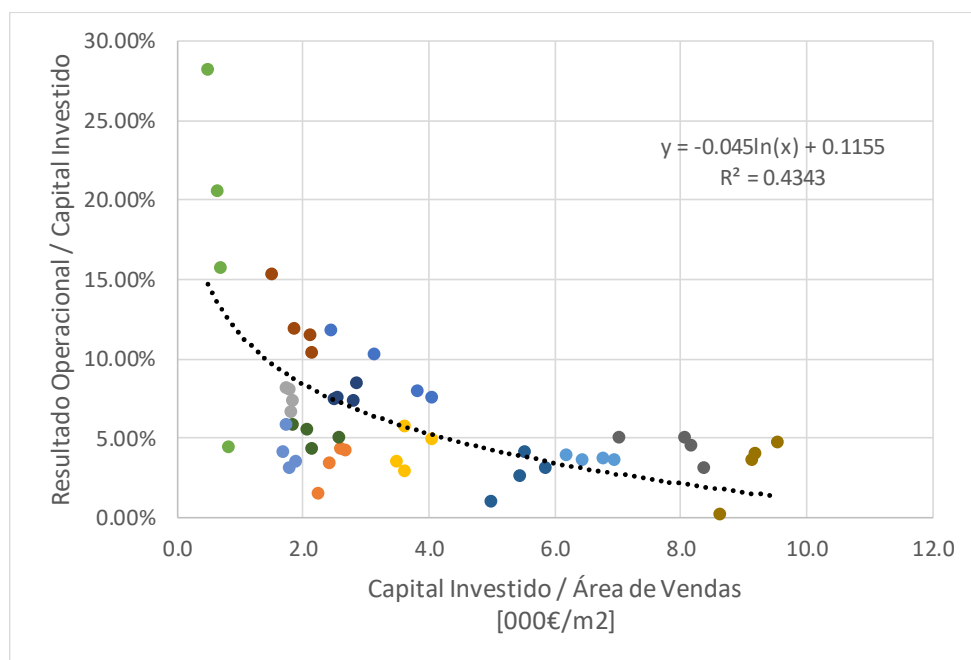


Gráfico 4 Rentabilidade da Área de Vendas

SUMMARY OUTPUT

Regression Statistics	
Multiple R	0.659005654
R Square	0.434288452
Adjusted R Square	0.422974221
Standard Error	0.037321393
Observations	52

ANOVA					
	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	1	0.053464922	0.053464922	38.38426609	1.08637E-07
Residual	50	0.06964432	0.001392886		
Total	51	0.123109242			

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95.0%	Upper 95.0%
Intercept	0.115537178	0.009582855	12.05665523	2.06464E-16	0.096289448	0.134784909	0.096289448	0.134784909
X Variable 1	-0.04518334	0.007292924	-6.1955037	1.08637E-07	-0.059831609	-0.03053507	-0.059831609	-0.03053507

Tabela 18 Estatística da Rentabilidade da Área de Vendas

4.3. FACTOR ESCALA DO PORFÓLIO

Outra vertente que importa explorar na relação entre a gestão do imobiliário e a performance da gestão empresarial, é a influência da escala do portfólio. Esta objectivamente, tem uma relação positiva com o volume de negócios, e devido a tal, dita

a teoria económica, que economias de escala poderão ser obtidas através do aumento do poder de mercado junto a fornecedores, a eficiências de gestão resultantes de sinergias logísticas e da estrutura administrativa de suporte. No entanto, diversos aspetos podem impactar a dimensão dessa economia, nomeadamente, formatos de loja, assim como mercados onde se procedeu ao aumento de área, quer por via de poder de compra e competição existente, quer por via regulatória Forfás (2011).

4.3.1. RENTABILIDADE DA ÁREA DE VENDAS COM O AUMENTO DE ÁREA

O aumento da dimensão do portfólio, numa primeira observação, pode levar a inferir que o mesmo não se traduz numa melhoria da rentabilidade da área de vendas, podendo tendencialmente conduzir, em termos médios de sector, a uma diminuição desse rácio. No entanto, tal pode e deve ser enquadrado com casos específicos, tendo em consideração o grau de “qualidade” intrínseco de cada m². Partindo das observações referentes aos extremos do gráfico, grupo Carrefour, (o de maior dimensão), e grupo Wm Morrison, (o de menor dimensão), é passível verificar-se a diferença existente entre a gama de valores deste rácio, em que ambos os grupos estão a operar; o Carrefour com uma média de 135€/m²; e o Wm Morrison com uma média de 350€/m². Tal, *ceteris paribus*, é explicado por o primeiro operar, em termos médios, em mercados com menor poder de compra, sendo o mercado mais relevante França, com um peso em torno de 46% no total do grupo, enquanto o segundo opera exclusivamente no Reino Unido, um mercado com um dos mais elevados poderes de compra.

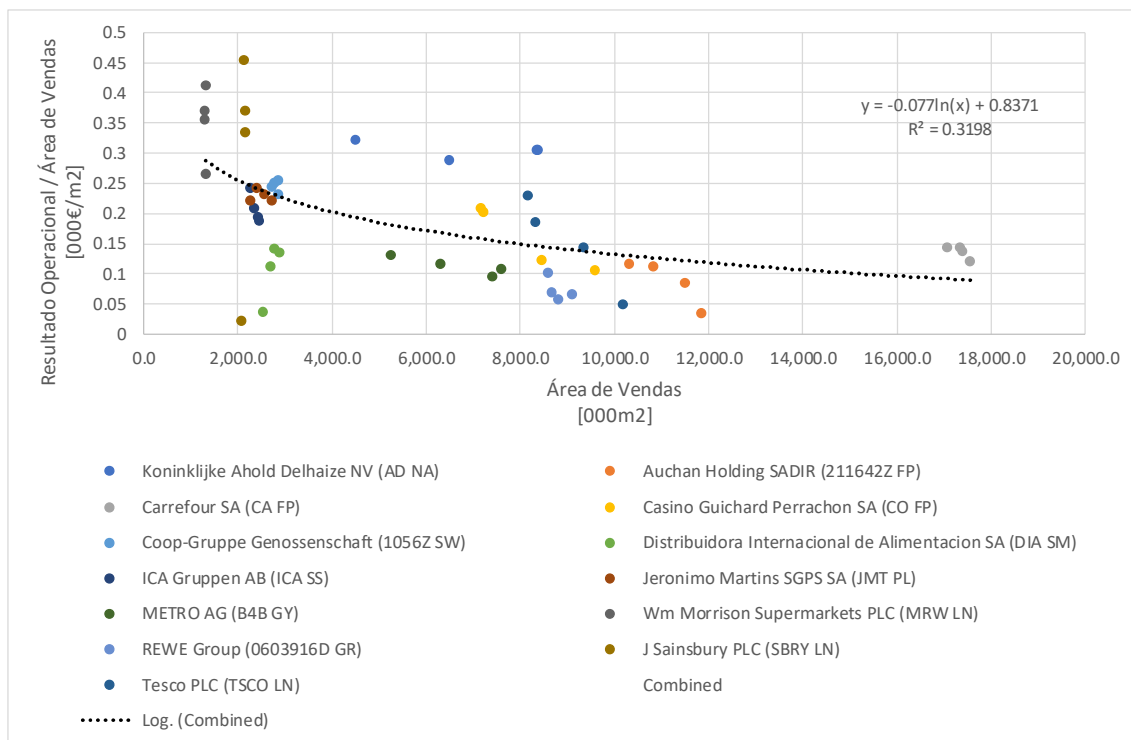


Gráfico 5 Rentabilidade da Área de Vendas vs. Área Total de Vendas

Por outro lado, quando analisado numa ótica incremental, a forma em como o aumento de área é efetuado, também é um vetor de explicação. Neste caso, tomando as observações do grupo Koninklijke Ahold Delhaize, grupo que resulta de uma fusão entre os grupos Ahold e Delhaize, verifica-se, *ceteris paribus*, uma manutenção da rentabilidade da área de vendas, pois os mercados, onde cada um dos grupos operava, eram complementares e de poder de compra equivalente. Decorre dessa observação, que o período de estudo [2014-2018], poderá não oferece tempo suficiente para que os possíveis ganhos de escala obtidos, sejam vertidos na rentabilidade da área de vendas.

SUMMARY OUTPUT

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0.565464563
R Square	0.319750172
Adjusted R Square	0.306145175
Standard Error	0.086690718
Observations	52

ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0.176627186	0.176627186	23.50240736	1.254E-05
Residual	50	0.375764029	0.007515281		
Total	51	0.552391215			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>	<i>Lower 95.0%</i>	<i>Upper 95.0%</i>
Intercept	0.837132876	0.134325676	6.232113615	9.52581E-08	0.567331815	1.106933936	0.567331815	1.106933936
X Variable 1	-0.076518697	0.015783794	-4.847928152	1.254E-05	-0.10822138	-0.044816015	-0.10822138	-0.044816015

Tabela 19 Estatística da Relação da Rentabilidade da Área de Vendas e Área de Vendas

4.3.2. RENTABILIDADE DO CAPITAL INVESTIDO COM O AUMENTO DE ÁREA DE VENDAS

Se a rentabilidade da área de vendas não é capaz de oferecer o input da “qualidade” dessa área, a rentabilidade do capital investido já traduz algo nesse sentido. Para o período em análise, dois movimentos são observáveis ao nível dos grupos da amostra: um primeiro, que privilegia uma variação da rentabilidade do capital investido sem que exista uma modificação correspondente da área de vendas e um segundo, que privilegia uma variação da área de vendas sem que exista uma variação correspondente da rentabilidade do capital investido. Decorre da leitura destes dois movimentos, que “outros” fatores, que não a área de vendas, têm uma maior influência na variação da rentabilidade do capital investido. Não pode, no entanto, tal conclusão ser interpretada sem algum enquadramento, pois *ceteris paribus*, e aí destaca-se o modelo de negócio seguido, a decisão de variação da área de vendas por um grupo, só é racional, por forma a manter ou melhorar o desempenho deste indicador. Adicionalmente poderá indicar que existe uma fronteira, a partir da qual, os ganhos de escala não são impactantes neste indicador. Na leitura desses movimentos, à que ter atenção a possíveis *outliers* e enquadrar os mesmos na realidade do momento.

Neste caso, o grupo DIA, (a verde claro), destaca-se pela rentabilidade do capital investido. Este grupo esteve à beira da falência, o que se reflete na diminuição do capital investido e origina essa performance.

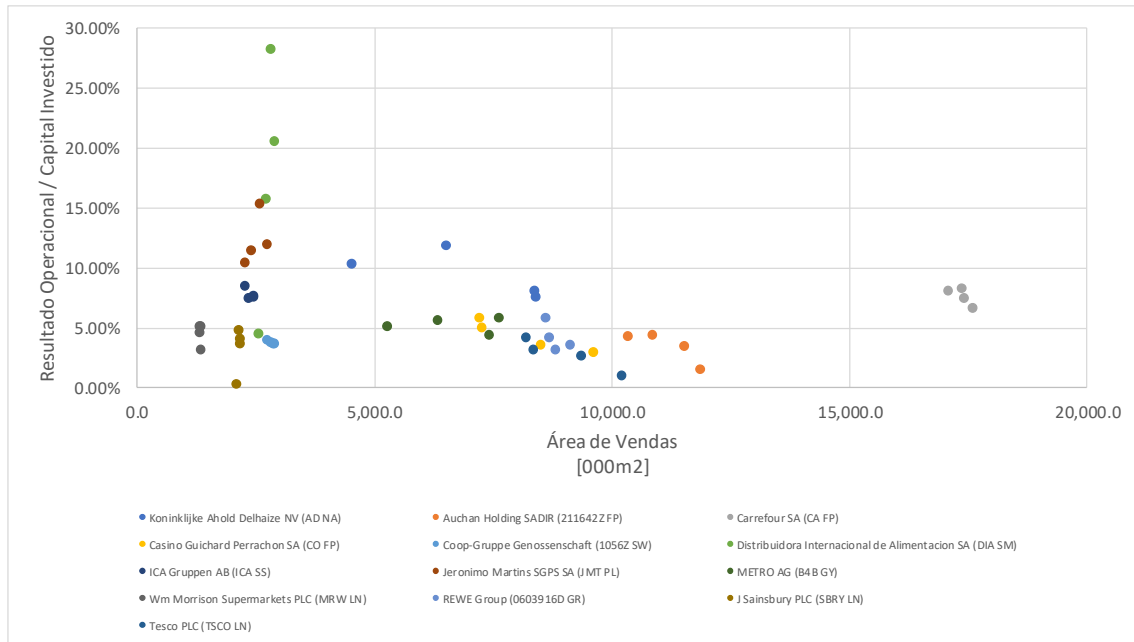


Gráfico 6 Rentabilidade do Capital Investido vs. Área Total de Vendas

Outro aspeto que podemos observar, é que o nível da rentabilidade atingido, ou seja, onde cada empresa opera, não é limitado em alguma forma pela dimensão da área de vendas, variando em termos normais, conforme determinado anteriormente, gráfico 2, entre 3.64% e 7.88%.

4.4. INFLUÊNCIA DA GESTÃO DO IMOBILIÁRIO CORPORATIVO NA PERFORMANCE DA GESTÃO EMPRESARIAL

Determinados os âmbitos da gestão do imobiliário corporativo, e a forma em como a dimensão do portfólio os influencia, importa avaliar a influência da mesma na performance da gestão empresarial.

Para avaliar essa relação, recorreu-se à rotação do capital investido para a determinar a performance da gestão do imobiliário. Esse rácio, acaba por traduzir a “qualidade” da área de vendas, podendo ser assim visualizado como um proxy da gestão do imobiliário corporativo. Do lado da gestão empresarial, com todas as suas valências, conforme referido anteriormente, recorreu-se ao indicador EVA ROS, (rácio EVA por receitas), para a avaliação da performance empresarial, e que acaba por traduzir a margem operacional supra-normal.

Das observações realizadas, é possível visualizar uma relação positiva entre a rotação do capital investido e a margem operacional supra-normal. A variação incremental da rotação de capital investido, indica que existe um aumento da probabilidade, de performance positiva da gestão empresarial.

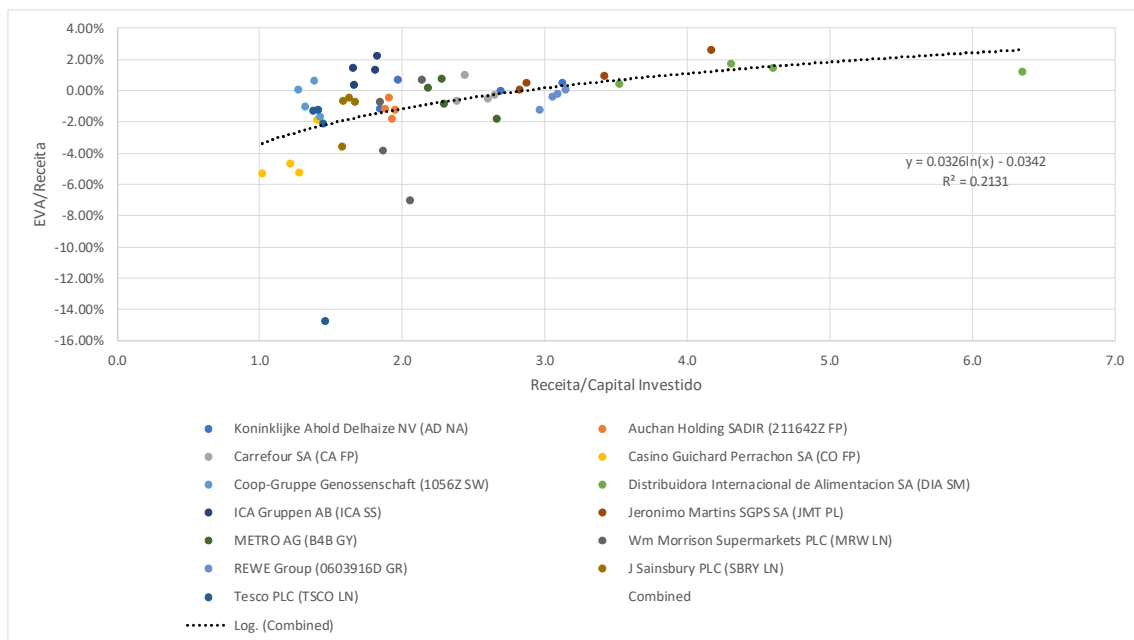


Gráfico 7 Margem Operacional Supra-Normal vs. Rotação do Capital Investido

SUMMARY OUTPUT

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0.461627416
R Square	0.213099871
Adjusted R Square	0.197361869
Standard Error	0.024554424
Observations	52

ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0.008163814	0.008164	13.54046	0.000571722
Residual	50	0.030145988	0.000603		
Total	51	0.038309802			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>	<i>Lower 95.0%</i>	<i>Upper 95.0%</i>
Intercept	-0.034154209	0.007420849	-4.60247	2.89E-05	-0.049059422	-0.019248995	-0.049059422	-0.019248995
X Variable 1	0.032618361	0.008864318	3.679737	0.000572	0.014813854	0.050422869	0.014813854	0.050422869

Tabela 20 Estatística da Relação da Performance da Gestão Empresarial e Performance da Gestão Imobiliária

5. CONCLUSÕES

Os resultados obtidos, demonstram a existência de uma relação entre a gestão do imobiliário corporativo no sector da distribuição alimentar europeu e a performance supra-normal da gestão empresarial do mesmo. A esse facto, não é alheio este ser um dos sectores empresariais onde o imobiliário corporativo tem mais peso, não só do ponto de vista de ativos, Wurdemann (2012), como do ponto de vista da receita, dado este ser o principal canal de vendas deste sector e tendo em consideração que o online, ainda representa menos de 10% das mesmas.

Através da desagregação do rácio da rentabilidade de ativos, foi possível determinar a forma do impacto da gestão do imobiliário na rentabilidade empresarial. Deste estudo resultou que as melhores produtividades são obtidas nos portfólios com maior valor investido em áreas de vendas. No entanto, o mesmo sugere, que o fator com maior influência na determinação da dimensão da rentabilidade do capital investido, é a rotação desse capital. Daqui pode-se deprender, que conforme é reconhecido no sector, a gestão do imobiliário passa pela maximização da atratividade das localizações do portfólio de pontos de venda, minimizando, no entanto, o valor neles investido.

Outro ponto, que se tenta responder, no estudo do impacto da gestão do imobiliário na rentabilidade empresarial, passa, pela influência da dimensão do portfólio da área de vendas. O mesmo sugere que o aumento da dimensão do portfólio, *per si*, não é determinante na rentabilidade da empresa, existindo outros fatores com maior influência. Tal, pode parecer ir contra o conceito de economias de escala, mas, deve ser no entanto, interpretado em conjugação com a informação das características do mercado onde essa expansão se dá. Podendo-se exemplificar, não sendo permitido o monopólio de um mercado, a partir de certo ponto, naturalmente a expansão ira-se dar em mercados com menor poder de compra, o que deverá contrabalançar essas economias. Nesse sentido, concluiu-se, que o sector opera com rentabilidades do capital investido, em termos normais, entre 3.64% e 7.88%. Decorre assim, a resposta à evidência de uma relação entre a performance da gestão do imobiliário corporativo e a performance da gestão empresarial, sugerindo as conclusões que margens operacionais supra-normais positivas terão maior probabilidade de serem atingidas, com a melhoria da rotação do capital investido.

Nesse sentido, um estudo mais aprofundado deverá ser realizado que permita uma melhor estimação dos parâmetros dessa relação, podendo integrar nomeadamente a estratégia de formatos dos pontos de venda.

6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS UTILIZADAS

- Ali, Z., McGreal, S., Adair, A., & Webb, J. (2006). Corporate real estate strategy in the UK and Malaysia. *Journal of Corporate Real Estate*, 8(4), 168-177.
- Ali, Z., McGreal, S., Adair, A., Webb, J., & Roulac, S. (2008). Corporate Real Estate Strategies and Financial Performance of Companies. *Journal of Property Research*, 25(3), 241-267.
- Appel-Meulenbroek, R., Brown, M., & Ramakers, Y. (2010). Strategic alignment of Corporate Real Estate. *17th Annual European Real Estate Society Conference*, (pp. 1-14). Milan.
- Brounen, D., & Eichholtz, P. (2005). Corporate Real Estate Ownership Implications. *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 30(4), 429-445.
- Brounen, D., Colliander, G., & Eichholtz, P. (2005). Corporate real estate and stock performance in the international retail sector. *Journal of Corporate Real Estate*, 7(4), 287-299.
- Chen, S., & Dodd, J. (1997). Economic Value Added: An Empirical Examination Of A New Corporate Performance Measure. *Journal of Managerial Issues*, 9(3), 318-333.
- Damodaran, A. (2007). *Return on Capital (ROC), Return on Invested Capital (ROIC) and Return on Equity (ROE): Measurement and Implications [Em linha]*. Obtido em 21 de 04 de 2019, de <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/returnmeasures.pdf>

- De Waal, A. (2017). Analysing supermarket performance with the high-performance organisation framework. *International Journal of Retail & Distribution*, 45(1), 57-70.
- Fairfield, P., & Yohn, T. (2001). Using Asset Turnover and Profit Margin to Forecast Changes in Profitability. *Review of Accounting Studies*, 6(4), 371–385.
- Forfás. (2011). *Review of the Economic Impact of the Retail Cap [Em linha]*. Obtido em 10 de 10 de 2019, de <https://www.ccpc.ie/business/wp-content/uploads/sites/3/2017/02/FileDownload28539en.pdf>
- Gibson, V., & Barkham, R. (2001). Investigation of Current Strategy and Structure. *Journal of Real Estate Research*, 1/2(22), 107-128.
- Griffith, R., & Harmgart, H. (2005). Retail Productivity. *Retail, Distribution and Consumer Research*, 15(3), 281-290.
- Hartmann, S., Linneman, P., Pfnur, A., & Siperstein, B. (2009). Realizing the Value of Corporate Real Estate Management. *Wharton Real Estate Review*, 13(1), 21-33.
- Joroff, M., Lourgand, M., & Lambert, S. (1993). *Strategic management of the fifth resource: corporate real estate* (49 ed.). Atlanta: Industrial Development Research Foundation.
- Krzysko, G., & Marciniak, C. (2001). Optimising real estate financing. *Journal of Corporate Real Estate*, 3(3), pp. 286 - 297.
- Lindholm, A., & I. Leväinen., K. (2006). A framework for identifying and measuring value added by corporate real estate. *Journal of Corporate Real Estate*, 8(1), 38-46.

- Lindholm, A.-L., Gibler, K., & Levainen, K. (2006). Modeling the Value - Adding Attributes of Real Estate to the Wealth Maximization of the Firm. *Journal of Real Estate Research*, 28(4).
- Markovič, P., Šrenkel, L., & Smorada, M. (2016). Utilization of EVA in Inter-Company Comparison Process [Em linha]. Obtido em 27 de 04 de 2019, de <http://www.hippocampus.si/ISBN/978-961-6984-81-2/95.pdf>
- Moreno, J. (2010). Productivity growth of European retailers: A benchmarking approach. *Journal of Economic Studies*, 37(3), 288-313.
- Neves, J. (2002). *Avaliação de Empresas e Negócios* (1ª ed.). Lisboa: McGraw-Hill de Portugal.
- Neves, J. (2011). *Avaliação e Gestão da Performance Estratégica da Empresa* (2ª ed.). Lisboa: Texto Editora.
- Perrigot, R., & Barros, C. (2008). Technical efficiency of French retailers. *Journal of Retailing and Consumer Services*, 15(4), 296-305.
- Pfnür, A. (2014). *Economic Relevance of Corporate Real Estate in Germany* [Em linha]. Obtido em 21 de 03 de 2017, de <https://eurocres.com/en/wissensportal/economic-relevance-of-corporate-real-estate-in-germany/>
- Pfnür, A., & Kampf-Dern, A. (2014). Best practice, best model, best fit: Strategic configurations for the institutionalization of corporate real estate management in Europe. *Journal of Corporate Real Estate*, 97-125.
- Reynolds, J., Howard, E., Dragun, D., Rosewell, B., & Ormerod, P. (2005). Assessing the Productivity of the UK Retail Sector. *The International Review of Retail Distribution and Consumer Research*, 15(3), 237-280.

- Roth, K., & Mirchandani, N. (2016). The Rise of Co-working: A growing workplace movement. *Corporate Real Estate Journal*, 5(4), 314-328.
- Roulac, S. (2001). Corporate Property Strategy is Integral to Corporate Business Strategy. *Journal of Real Estate Research*, 22(1/2), 129-152.
- Roulac, S., & Manning, C. (1999). Corporate real estate research within the academy. *Journal of Real Estate Research*, 17(3), 265-280.
- Roulac, S., & Nourse, H. (1993). Linking Real Estate Decisions to Corporate Strategy. *The Journal of Real Estate Research*, 4(8), 475-494.
- Shiem-shin, D., Tan, T.-h., Santovito, R., & Jensen, P. (2014). Attributes of Alignment of Real Estate and Facilities Management to Business Needs - an international comparative analysis. *Journal of Corporate Real*, 80-96.
- Sofrankova, B., Horvathova, J., Kiselakova, D., & Matkova, S. (2017). Identification of Key Performance Indicators with the Application of Mathematical and Statistical Methods. *Journal of Financial Studies & Research*, 1-11.
- Stewart, G. (1991). *The quest for value : a guide for senior managers* (1^a ed.). New York: Harper Business.
- Wales, P. (2010). Bringing corporate real estate business models into the 21st century. *Corporate Real Estate Journal*, Volume 1 Number 1.
- Wurdemann, W. (2012). *Corporate Real Estate Performance; The added value measured [Em linha]*. Obtido em 17 de 10 de 2017, de <https://www.tias.edu/docs/default-source/Kennisartikelen/corporate-real-estate-performance-wouter-wurdemann-2012.pdf?sfvrsn=6>
- Young, S. (1999). Some Reflections on Accounting Adjustments and Economic Value-Added. *Journal of Financial Statement Analysis*, 4(2), 7-13.

ANEXOS

Koninklijke Ahold Delhaize NV (AD NA)	2014	2015	2016	2017	2018
CAPITAL INVESTIDO (milhões €)					
Óptica de Financiamento					
Dívida					
Dívidas a médio/longo prazo	3,878.0	4,247.0	6,987.0	6,389.0	6,734.0
Tesouraria passiva	280.0	330.0	2,178.0	2,210.0	1,133.0
Leasings Operacionais (não-canceláveis) (fonte: Bloomberg)	4,479.8	4,771.3	5,992.3	6,086.2	7,661.9
	8,637.8	9,348.3	15,157.3	14,685.2	15,528.9
Capital Próprio & Equivalentes de Capital Próprio					
Capital Próprio	4,844.0	5,621.0	16,276.0	15,170.0	14,816.0
Equivalentes a capital próprio	728.0	938.0	2,606.0	2,056.0	1,839.0
	5,572.0	6,559.0	18,882.0	17,226.0	16,655.0
CAPITAL INVESTIDO NO FIM DO PERÍODO(N)	14,209.8	15,907.3	34,039.3	31,911.2	32,183.9
Auchan Holding SADIR (21 1642Z FP)	2014	2015	2016	2017	2018
CAPITAL INVESTIDO (milhões €)					
Óptica de Financiamento					
Dívida					
Dívidas a médio/longo prazo	7,629.0	6,816.0	6,240.0	5,211.0	5,328.0
Tesouraria passiva	1,856.0	1,880.0	1,954.0	2,531.0	3,583.0
Leasings Operacionais (não-canceláveis) (fonte: Bloomberg)	4,258.9	4,519.1	4,467.6	4,275.3	4,418.6
	13,743.9	13,215.1	12,661.6	12,017.3	13,329.6
Capital Próprio & Equivalentes de Capital Próprio					
Capital Próprio	11,624.0	12,547.0	12,902.0	13,281.0	11,448.0
Equivalentes a capital próprio	2,287.0	2,322.0	2,310.0	1,174.0	836.0
	13,911.0	14,869.0	15,212.0	14,455.0	12,284.0
CAPITAL INVESTIDO NO FIM DO PERÍODO(N)	27,654.9	28,084.1	27,873.6	26,472.3	25,613.6
Carrefour SA (CA FP)	2014	2015	2016	2017	2018
CAPITAL INVESTIDO (milhões €)					
Óptica de Financiamento					
Dívida					
Dívidas a médio/longo prazo	10,559.0	10,338.0	9,920.0	10,836.0	11,294.0
Tesouraria passiva	5,475.0	4,294.0	5,270.0	3,886.0	4,921.0
Leasings Operacionais (não-canceláveis) (fonte: Bloomberg)	2,305.3	2,923.5	3,098.7	3,155.3	3,033.0
	18,339.3	17,555.5	18,288.7	17,877.3	19,248.0
Capital Próprio & Equivalentes de Capital Próprio					
Capital Próprio	10,228.0	10,672.0	12,008.0	12,158.0	11,286.0
Equivalentes a capital próprio	1,949.0	1,768.0	1,822.0	1,863.0	1,756.0
	12,177.0	12,440.0	13,830.0	14,021.0	13,042.0
CAPITAL INVESTIDO NO FIM DO PERÍODO(N)	30,516.3	29,995.5	32,118.7	31,898.3	32,290.0

Casino Guichard Perrachon SA (CO FP)	2014	2015	2016	2017	2018
CAPITAL INVESTIDO (milhões €)					
Óptica de Financiamento					
Dívida					
Dívidas a médio/longo prazo	10,519.0	10,717.0	8,664.0	8,000.0	7,549.0
Tesouraria passiva	4,529.0	2,408.0	2,483.0	1,510.0	2,213.0
Leasings Operacionais (não-canceláveis) (fonte: Bloomberg)	2,104.8	2,325.6	2,181.2	2,397.9	2,853.1
	17,152.8	15,450.6	13,328.2	11,907.9	12,615.1
Capital Próprio & Equivalentes de Capital Próprio					
Capital Próprio	15,608.0	12,419.0	14,440.0	13,023.0	12,019.0
Equivalentes a capital próprio	1,866.0	1,797.0	1,605.0	1,157.0	1,082.0
	17,474.0	14,216.0	16,045.0	14,180.0	13,101.0
CAPITAL INVESTIDO NO FIM DO PERÍODO(N)	34,626.8	29,666.6	29,373.2	26,087.9	25,716.1
Coop-Gruppe Genossenschaft (1056Z SW)	2014	2015	2016	2017	2018
CAPITAL INVESTIDO (milhões €)					
Óptica de Financiamento					
Dívida					
Dívidas a médio/longo prazo	3,086.6	3,390.5	3,836.5	3,553.3	4,135.9
Tesouraria passiva	865.6	936.2	864.1	800.5	1,000.4
Leasings Operacionais (não-canceláveis) (fonte: Bloomberg)	5,428.8	5,894.8	5,920.3	5,320.4	5,379.4
	9,381.0	10,221.5	10,620.9	9,674.2	10,515.8
Capital Próprio & Equivalentes de Capital Próprio					
Capital Próprio	6,726.2	7,733.8	8,321.8	7,978.9	8,666.4
Equivalentes a capital próprio	888.9	1,011.7	991.8	903.1	930.3
	7,615.0	8,745.5	9,313.6	8,882.0	9,596.6
CAPITAL INVESTIDO NO FIM DO PERÍODO(N)	16,996.0	18,967.0	19,934.5	18,556.2	20,112.4
Distribuidora Internacional de Alimentacion SA (DIA SM)	2014	2015	2016	2017	2018
CAPITAL INVESTIDO (milhões €)					
Óptica de Financiamento					
Dívida					
Dívidas a médio/longo prazo	626.2	990.4	1,110.9	1,008.5	967.3
Tesouraria passiva	194.6	369.5	174.9	534.9	926.5
Leasings Operacionais (não-canceláveis) (fonte: Bloomberg)	204.6	207.3	230.2	267.0	264.5
	1,025.4	1,567.2	1,516.1	1,810.3	2,158.2
Capital Próprio & Equivalentes de Capital Próprio					
Capital Próprio	377.6	313.2	392.1	257.2	-166.1
Equivalentes a capital próprio	2.7	3.2	0.0	2.2	0.0
	380.3	316.4	392.1	259.4	-166.1
CAPITAL INVESTIDO NO FIM DO PERÍODO(N)	1,405.7	1,883.6	1,908.1	2,069.7	1,992.2

ICA Gruppen AB (ICA SS)	2014	2015	2016	2017	2018
CAPITAL INVESTIDO (milhões €)					
Óptica de Financiamento					
Dívida					
Dívidas a médio/longo prazo	1,044.8	859.6	789.5	404.7	667.5
Tesouraria passiva	135.3	512.9	319.0	404.2	549.7
Leasings Operacionais (não-canceláveis) (fonte: Bloomberg)	1,613.0	1,431.9	1,342.0	1,379.8	1,234.5
	2,793.1	2,804.4	2,450.5	2,188.8	2,451.7
Capital Próprio & Equivalentes de Capital Próprio					
Capital Próprio	2,957.3	3,055.7	3,097.8	3,256.0	3,256.3
Equivalentes a capital próprio	755.9	767.0	727.5	728.1	413.5
	3,713.2	3,822.7	3,825.3	3,984.1	3,669.8
CAPITAL INVESTIDO NO FIM DO PERÍODO(N)	6,506.3	6,627.1	6,275.7	6,173.0	6,121.5
Jerónimo Martins SGPS SA (JMT PL)	2014	2015	2016	2017	2018
CAPITAL INVESTIDO (milhões €)					
Óptica de Financiamento					
Dívida					
Dívidas a médio/longo prazo	455.7	618.4	136.4	267.1	315.0
Tesouraria passiva	342.6	123.6	224.9	299.7	299.7
Leasings Operacionais (não-canceláveis) (fonte: Bloomberg)	2,327.1	2,655.4	1,430.1	2,349.2	2,538.3
	3,125.4	3,397.3	1,791.4	2,916.0	3,152.9
Capital Próprio & Equivalentes de Capital Próprio					
Capital Próprio	1,638.7	1,593.2	1,990.5	2,013.2	2,016.3
Equivalentes a capital próprio	102.2	98.2	122.4	138.8	141.5
	1,740.9	1,691.5	2,112.9	2,152.0	2,157.7
CAPITAL INVESTIDO NO FIM DO PERÍODO(N)	4,866.3	5,088.8	3,904.3	5,068.1	5,310.6
METRO AG (B4B GY)	2014	2015	2016	2017	2018
CAPITAL INVESTIDO (milhões €)					
Óptica de Financiamento					
Dívida					
Dívidas a médio/longo prazo	4,491.0	5,121.0	4,132.0	3,539.0	2,839.0
Tesouraria passiva	3,426.0	2,961.0	944.0	1,611.0	1,419.0
Leasings Operacionais (não-canceláveis) (fonte: Bloomberg)	4,485.0	4,342.5	4,169.7	4,357.8	4,336.3
	12,402.0	12,424.5	9,245.7	9,507.8	8,594.3
Capital Próprio & Equivalentes de Capital Próprio					
Capital Próprio	826.0	2,651.0	2,924.0	3,207.0	3,130.0
Equivalentes a capital próprio	840.0	852.0	956.0	797.0	692.0
	1,666.0	3,503.0	3,880.0	4,004.0	3,822.0
CAPITAL INVESTIDO NO FIM DO PERÍODO(N)	14,068.0	15,927.5	13,125.7	13,511.8	12,416.3

Wm Morrison Supermarkets PLC (MRW LN)	2014	2015	2016	2017	2018
CAPITAL INVESTIDO (milhões €)					
Óptica de Financiamento					
Dívida					
Dívidas a médio/longo prazo	3,274.7	3,720.4	3,032.7	2,201.7	1,752.9
Tesouraria passiva	686.1	38.6	296.4	3.5	96.5
Leasings Operacionais (não-canceláveis) (fonte: Bloomberg)	1,053.6	1,679.3	1,886.6	1,712.3	1,503.8
	5,014.4	5,438.3	5,215.8	3,917.5	3,353.2
Capital Próprio & Equivalentes de Capital Próprio					
Capital Próprio	5,718.3	4,782.2	4,926.8	4,768.5	5,159.9
Equivalentes a capital próprio	537.5	609.4	562.7	514.1	563.1
	6,255.8	5,391.7	5,489.6	5,282.6	5,723.0
CAPITAL INVESTIDO NO FIM DO PERÍODO(N)	11,270.2	10,829.9	10,705.3	9,200.1	9,076.2
REWE Group (0603916D GR)	2014	2015	2016	2017	2018
CAPITAL INVESTIDO (milhões €)					
Óptica de Financiamento					
Dívida					
Dívidas a médio/longo prazo	1,911.7	1,790.1	1,816.4	2,115.2	2,874.1
Tesouraria passiva	194.0	295.3	423.3	1,188.6	695.3
Leasings Operacionais (não-canceláveis) (fonte: Bloomberg)	6,529.6	6,447.8	6,602.0	6,582.2	6,900.0
	8,635.3	8,533.2	8,841.7	9,886.0	10,469.3
Capital Próprio & Equivalentes de Capital Próprio					
Capital Próprio	4,957.0	5,303.5	5,723.3	6,174.6	6,542.4
Equivalentes a capital próprio	925.5	909.1	955.5	1,028.9	1,030.5
	5,882.5	6,212.6	6,678.8	7,203.5	7,572.9
CAPITAL INVESTIDO NO FIM DO PERÍODO(N)	14,517.8	14,745.8	15,520.5	17,089.5	18,042.2
J Sainsbury PLC (SBRY LN)	2014	2015	2016	2017	2018
CAPITAL INVESTIDO (milhões €)					
Óptica de Financiamento					
Dívida					
Dívidas a médio/longo prazo	3,331.0	4,370.9	4,092.6	3,611.1	4,232.7
Tesouraria passiva	716.4	470.2	343.4	221.3	777.1
Leasings Operacionais (não-canceláveis) (fonte: Bloomberg)	5,630.1	6,507.6	6,299.9	6,915.4	6,540.0
	9,677.5	11,348.8	10,735.9	10,747.8	11,549.8
Capital Próprio & Equivalentes de Capital Próprio					
Capital Próprio	7,182.2	7,774.8	8,217.6	7,838.2	8,333.9
Equivalentes a capital próprio	1,153.0	1,295.6	832.7	1,295.7	560.0
	8,335.2	9,070.3	9,050.3	9,133.9	8,893.9
CAPITAL INVESTIDO NO FIM DO PERÍODO(N)	18,012.7	20,419.1	19,786.2	19,881.7	20,443.7
Tesco PLC (TSCO LN)	2014	2015	2016	2017	2018
CAPITAL INVESTIDO (milhões €)					
Óptica de Financiamento					
Dívida					
Dívidas a médio/longo prazo	11,492.3	15,648.3	16,794.7	15,000.7	12,724.2
Tesouraria passiva	2,433.9	2,892.2	3,668.1	3,091.4	1,758.8
Leasings Operacionais (não-canceláveis) (fonte: Bloomberg)	14,534.2	15,654.7	13,151.9	11,577.1	11,159.9
	28,460.4	34,195.1	33,614.7	29,669.2	25,643.0
Capital Próprio & Equivalentes de Capital Próprio					
Capital Próprio	17,835.8	9,752.2	10,943.3	7,565.2	11,907.3
Equivalentes a capital próprio	4,588.0	6,952.5	4,204.1	7,913.2	4,399.3
	22,423.7	16,704.7	15,147.4	15,478.4	16,306.7
CAPITAL INVESTIDO NO FIM DO PERÍODO(N)	50,884.1	50,899.8	48,762.1	45,147.6	41,949.6