



Universidade de Évora - Escola de Ciências Sociais

Mestrado em Gestão

Área de especialização | Finanças

Trabalho de Projeto

Avaliação Financeira do Grupo Jerónimo Martins

António Ângelo Viegas Fialho Raimundo

Orientador(es) | Jacinto António Setúbal Vidigal da Silva

Évora 2021



Universidade de Évora - Escola de Ciências Sociais

Mestrado em Gestão

Área de especialização | Finanças

Trabalho de Projeto

Avaliação Financeira do Grupo Jerónimo Martins

António Ângelo Viegas Fialho Raimundo

Orientador(es) | Jacinto António Setúbal Vidigal da Silva

Évora 2021





O trabalho de projeto foi objeto de apreciação e discussão pública pelo seguinte júri nomeado pelo Diretor da Escola de Ciências Sociais:

Presidente | Elisabete Gomes Santana Félix (Universidade de Évora)

Vogais | Jacinto António Setúbal Vidigal da Silva (Universidade de Évora) (Orientador)
José Eduardo Correia (Universidade de Évora) (Arguente)

Dedicatória

Aos meus avós. À minha mãe.

Resumo

O objetivo deste trabalho de investigação consiste em determinar o valor da empresa Jerónimo Martins e o preço de cotação das suas ações.

Os métodos de avaliação utilizados foram os seguintes: método dos *cash flows* descontados (fluxo de caixa livre para a empresa, para os acionistas, ótica dos dividendos) e o método de avaliação relativa. Em relação ao método de avaliação relativa, recorreu-se ao PER (*Price to Earnings Ratio*), PBV (*Price to Book Value*) e PS (*Price to Sales*).

Para além disso, foi realizada uma análise de sensibilidade, com o intuito de determinar o efeito das variações das variáveis chave no preço final por ação e avaliar a robustez dos resultados.

Por conseguinte, estimou-se que o valor da Jerónimo Martins é igual a 20.110.445 milhares de euros, através do método do fluxo de caixa livre para a empresa, com um *Price Target* de 31,12€, recomendando-se a compra de ações.

Palavras-chave: Avaliação de empresas; Método dos *cash flows* descontados; Jerónimo Martins; Avaliação relativa; Análise de sensibilidade.

Equity Research of Jerónimo Martins

Abstract

The main goal of this study is to determine the Jerónimo Martins' firm value and, therefore, the value of its shares.

The valuation methods used were the following: discounted cash flow method (free cash flow to the firm, free cash flow to equity, dividend perspective) and the relative valuation (market multiples method). Regarding the relative valuation method, the PER (Price to Earnings Ratio), the PBV (Price to Book Value) and the PS (Price to Sales) were used.

In addition, a sensitivity analysis was made, in order to determine the effect of changes in key variables on the final share price and measure the robustness of the results.

Therefore, it was estimated that Jerónimo Martins' firm value is equal to 20.110.445 thousand euros, using the free cash flow to the firm, with a Price Target of 31,12€, recommending the purchase of JM shares by investors.

Keyword: Firm valuation; Discounted cash flow valuation; Jerónimo Martins; Relative valuation; Sensitivity analysis.

Agradecimentos

Gostaria de agradecer, em primeiro lugar, à minha família, em particular aos meus avós e mãe, pela educação e formação que me transmitiram, e por me incentivarem sempre a adquirir formação académica superior e a ser melhor em cada dia.

Agradeço também ao meu orientador, Professor Jacinto Vidigal, por todo o apoio na elaboração deste trabalho de investigação.

A todos aqueles que me acompanharam ao longo do meu percurso académico, desde professores a colegas, o meu obrigado.

ÍNDICE

Índice de Anexos.....	11
Índice de Figuras.....	12
Índice de Tabelas.....	13
Listagem de Abreviaturas ou Siglas.....	16
1. INTRODUÇÃO.....	17
1.1. Enquadramento do Tema e Justificações da Escolha	17
1.2. Formulação do Problema e dos Objetivos	18
1.3. Metodologia de Elaboração do Projeto	19
1.4. Estrutura do Trabalho	19
2. ENQUADRAMENTO TEÓRICO.....	20
2.1 A Avaliação de Empresas.....	20
2.2. Métodos de Avaliação.....	20
2.2.1. Método dos cash flows descontados.....	21
2.2.1.1. Fluxo de caixa livre para a empresa.....	22
2.2.1.2. Fluxo de caixa livre para os acionistas	23
2.2.1.3. Modelo dos dividendos descontados (dividend discount model)	23
2.2.2. Avaliação relativa	24
3. METODOLOGIA DE ELABORAÇÃO DO TRABALHO DE PROJETO.....	26

3.1.	Método do Fluxo de Caixa Livre para a Empresa	26
3.2.	Método do Fluxo de Caixa Livre para os Acionistas	29
3.3.	Método dos Dividendos Descontados	30
3.4.	Avaliação Relativa	31
4.	DADOS DA EMPRESA E DO SETOR DE ATIVIDADE.....	32
4.1.	Caraterização Geral do Grupo Jerónimo Martins.....	32
4.2.	História do Grupo Jerónimo Martins	33
4.3.	Estratégia do Grupo e Estrutura de Negócios	34
4.4.	Estrutura Acionista	38
4.5.	Estrutura Organizacional	39
4.6.	Desempenho Financeiro	39
4.7.	Análise da Concorrência.....	41
4.8.	Perspetivas de Investimento.....	45
4.9.	Conjuntura Macroeconómica	46
4.10.	Análise do Setor.....	48
4.10.1.	Retalho alimentar	48
4.10.2.	Mercado grossista.....	49
5.	ANÁLISE DA SITUAÇÃO ECONÓMICO-FINANCEIRA.....	50

5.1.	Análise do Funcionamento Corrente (Rácios de Funcionamento).....	50
5.2.	Análise da Estrutura de Capitais	51
5.2.1.	Rácios de solvabilidade e de estrutura de capitais	51
5.3.	Análise da Rentabilidade.....	54
5.3.1.	Análise dos rácios de rentabilidade	54
5.4.	Análise da Estrutura de Gastos	57
5.5.	Determinação da Taxa Efetiva de Imposto	58
5.6.	Análise da Estrutura de Capitais e da Política de Dividendos	59
5.6.1.	Análise da estrutura de capitais.....	59
5.6.1.1.	Estrutura de endividamento do Grupo Jerónimo Martins	60
5.6.1.2.	Custos financeiros líquidos	63
5.6.1.3.	Custo do capital alheio (Ka)	64
5.6.1.3.1.	Custo do capital alheio com base no rating sintético	64
5.6.1.3.2.	Custo médio histórico do capital alheio	67
5.6.2.	Política de distribuição de dividendos	69
5.6.2.1.	Histórico da cotação da ação e distribuição de dividendos	70
5.6.2.2.	Proposta de aplicação de resultados	71
5.6.2.3.	Rentabilidade do investidor – Dividend Yield	71
5.6.2.4.	Distribuição dos resultados – Payout Ratio	73
5.6.2.5.	Rentabilidade das ações com e sem efeito dos dividendos	74
6.	AVALIAÇÃO DA EMPRESA.....	79
6.1.	Pressupostos Previsionais	79

6.1.1.	Estimativa do beta.....	79
6.1.1.1.	Alfa de Jensen – Grau de satisfação dos investidores	79
6.1.1.1.1.	Modelo para calcular o beta da ação da Jerónimo Martins	81
6.1.1.1.1.1.	Converter o beta estimado no beta previsional.....	85
6.1.1.1.1.2.	Determinação do beta unlevered	86
6.1.2.	Cálculo da taxa de juro do ativo sem risco	87
6.1.3.	Cálculo do prémio de risco.....	88
6.1.4.	Cálculo do custo do capital próprio (Kp) pelo modelo CAPM.....	89
6.1.5.	Pressuposto do custo dos capitais alheios (Ka)	90
6.1.6.	Pressuposto da taxa de imposto sobre o rendimento	92
6.1.7.	Cálculo do custo médio ponderado do capital (WACC)	93
6.1.8.	Rendimentos operacionais	94
6.1.8.1.	Pressuposto das vendas consolidadas.....	94
6.1.8.2.	Pressuposto dos resultados operacionais	98
6.1.9.	Pressuposto do investimento em capital fixo (CapEx)	99
6.1.10.	Pressuposto dos gastos não desembolsáveis (depreciações, amortizações, perdas por imparidade e provisões).....	100
6.1.11.	Pressuposto do investimento em capital circulante (ICC).....	102
6.1.12.	Pressuposto da dívida líquida.....	104
6.1.13.	Pressuposto dos dividendos	105
6.2.	Avaliação do Grupo JM.....	106

6.2.1.	Demonstração de resultados previsional.....	106
6.2.2.	Método dos cash flows descontados.....	107
6.2.2.1.	Apuramento do fluxo de caixa livre para a empresa.....	107
6.2.2.2.	Apuramento do fluxo de caixa livre para os acionistas	110
6.2.2.3.	Equity value através do método dos dividendos.....	112
6.2.2.4.	Resumo métodos de cálculo do valor da empresa e do Price Target	114
6.2.3.	Avaliação relativa	115
6.2.3.1.	Múltiplo dos resultados líquidos – PER (Price to Earnings Ratio).....	115
6.2.3.2.	Múltiplo do valor contábilístico – PBV (Price to Book Value)	120
6.2.3.3.	Múltiplo do volume de negócios – PS (Price to Sales)	125
6.2.3.4.	Resumo dos métodos de avaliação relativa–Cotação estimada.....	130
6.2.4.	Análise de sensibilidade.....	131
7.	CONCLUSÕES	135
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	137
	ANEXOS	I

ÍNDICE DE ANEXOS

Anexo 1: Balanço do Grupo Jerónimo Martins (2016 – 2020)	I
Anexo 2: Demonstração de Resultados Grupo Jerónimo Martins (2016 – 2020)	II
Anexo 3: Valor de Dívida de Clientes (2015 – 2020)	II
Anexo 4: Valor de Dívida a Fornecedores (2015 – 2020)	II
Anexo 5: Mapa de Compras Jerónimo Martins (2016 – 2020)	III
Anexo 6: Juros Suportados Grupo JM (2016 - 2020)	III
Anexo 7: Modelo para Calcular o Beta da Ação da Jerónimo Martins.....	IV
Anexo 8: Cálculo da Taxa Média das OT's a 10 anos (desde 2016 a 2020).....	V
Anexo 9: Dívida Líquida.....	VI

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1: Peso de Cada Área no Total de Vendas - Distribuição Alimentar (2020)	35
Figura 2: Gráfico com Vendas por Área Geográfica (2016-2020)	36
Figura 3: Setores de atuação do Grupo Jerónimo Martins	37
Figura 4: Gráfico de Vendas (milhões €), Margem EBITDA e EBIT	40
Figura 5: Gráfico com Autonomia Financeira, Endividamento e Solvabilidade	54
Figura 6: Gráfico Rácios de Rentabilidade.....	56
Figura 7: Análise da Estrutura de Gastos do Grupo JM	57
Figura 8: Gráfico da Estrutura de Capitais do Grupo JM	59
Figura 9: Gráfico com a Evolução da Dívida Líquida	61
Figura 10: Evolução da Estrutura da Dívida Remunerada do Grupo JM	62
Figura 11: Gráfico da Dividend Yield	72
Figura 12: Gráfico do Payout Ratio do Grupo Jerónimo Martins.....	73
Figura 13: Evolução do Dividendo Bruto Grupo JM (2006 – 2020).....	78
Figura 14: Previsão das Vendas Consolidadas para o Grupo Jerónimo Martins	98
Figura 15: PER do Peer Group do Setor do Retalho e Distribuição Alimentar 2020.....	120
Figura 16: PBV Peer Group do Setor do Retalho e Distribuição Alimentar 2020.....	125
Figura 17: PS do Peer Group do Setor do Retalho e Distribuição Alimentar 2020.....	130
Figura 18: Preço de Cotação Médio por Ação com base nos Múltiplos de Mercado.....	131

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1: Caracterização Geral do Grupo Jerónimo Martins	32
Tabela 2: Estrutura Acionista Grupo JM	38
Tabela 3: Vendas (milhões €) por Loja e por Área Geográfica	40
Tabela 4: Resultado Líquido Grupo JM (milhares €)	41
Tabela 5: Quota de Mercado do Pingo Doce e Concorrentes (2020)	42
Tabela 6: Top 10 Retalhistas Mercado Polaco 2017	43
Tabela 7: Análise da Concorrência do Retalho Alimentar Colômbia (2020)	44
Tabela 8: Rácios de Funcionamento Corrente do Grupo JM	50
Tabela 9: Rácios de Solvabilidade e Estrutura de Capitais.....	52
Tabela 10: Rácios de Rentabilidade.....	55
Tabela 11: Determinação da Taxa Efetiva de Imposto	58
Tabela 12: Custos Financeiros Líquidos (2016 - 2020)	63
Tabela 13: Tabela de Rating Sintético (2020).....	66
Tabela 14: Determinação da Cobertura dos Encargos Financeiros	66
Tabela 15: Custo do Capital Alheio (Ka) baseado no Custo Médio Histórico	68
Tabela 16: Resumo do Custo do Capital Alheio baseado nos Diversos Métodos	68
Tabela 17: Política de Distribuição de Dividendos do Grupo Jerónimo Martins	69
Tabela 18: Histórico de Cotação da Ação JM e Distribuição de Dividendos	70
Tabela 19: Rentabilidade Média das Ações JM com e sem efeito dos Dividendos	75
Tabela 20: Cálculo da Remuneração dos Acionistas (2006-2020)	77
Tabela 21: Tabela Resumo dos Métodos de Cálculo de Kp	77
Tabela 22: Alfa de Jensen através da Regressão Linear Simples–Modelo de Mercado... 83	
Tabela 23: Tabela Resumo - Cálculo do Alfa de Jensen.....	84
Tabela 24: Resumo do Beta Levered e Unlevered.....	86
Tabela 25: Cálculo do Prémio de Risco	88
Tabela 26: Cálculo do Prémio de Risco com base no peso de cada área geográfica	89
Tabela 27: Cálculo do Custo do Capital Próprio através do CAPM.....	89
Tabela 28: Cálculo do Custo do Capital Alheio (Ka) - Custo Médio Histórico.....	90
Tabela 29: Cálculo da Taxa de Imposto Média Ponderada por Área Geográfica	92
Tabela 30: Cálculo do Custo Médio Ponderado do Capital Grupo JM.....	94

Tabela 31: Cálculo das Taxas de Crescimento das Vendas Consolidadas	96
Tabela 32: Perpetuidade com base na Taxa de Crescimento Esperada do PIB.....	97
Tabela 33: Previsões Operacionais das Vendas Consolidadas Grupo JM	97
Tabela 34: Cálculo das Margens do EBITDA e do EBIT	99
Tabela 35: Investimento em Capital Fixo (ICF) – Variação do Ativo Fixo Bruto	100
Tabela 36: Previsão do Investimento em Capital Fixo (ICF) – CapEx	100
Tabela 37: Dep., Amort., Perdas por Imparidade em Ativos e Provisões	101
Tabela 38: Dep., Amort., Provisões e Perdas por Imparidade, e variações.....	101
Tabela 39: Investimento em Capital Circulante (ICC) – Variação NFM.....	103
Tabela 40: ICC – Variação da NFM.....	103
Tabela 41: Cálculo do Peso da Dívida Líquida no Total das Vendas	104
Tabela 42: Cálculo Previsional da Dívida Líquida e da respetiva Variação	105
Tabela 43: Demonstração de Resultados e Margens sobre as Vendas (2016 a 2020)	106
Tabela 44: Demonstração de Resultados Previsional.....	107
Tabela 45: Valor da Empresa - Cash Flows Livres para a Empresa Atualizados.....	108
Tabela 46: Pressupostos Resumidos utilizados no Cálculo do Valor da Empresa.....	109
Tabela 47: Cálculo do Price Target do Grupo JM e do Valor da Empresa	109
Tabela 48: Equity Value - Cash Flows Livres para os Acionistas Atualizados.....	111
Tabela 49: Price Target e Equity Value - Fluxo de Caixa Livre para os Acionistas.....	111
Tabela 50: Price Target Estimado e Valor da Empresa na Ótica dos Dividendos	113
Tabela 51: Price Target, Valor da Empresa e Equity Value pelos diferentes métodos ..	114
Tabela 52: Cálculo do Price to Earnings Ratio para o Grupo JM em 2020.....	116
Tabela 53: PER com base numa Empresa comparável: Grupo SONAE SGPS	117
Tabela 54: Valor da JM - PER do Setor do Retalho e Distribuição Alimentar	118
Tabela 55: Valor da JM-PER Peer Group Setor do Retalho e Distribuição Alimentar	119
Tabela 56: Cálculo do PBV do Grupo Jerónimo Martins em 2020	121
Tabela 57: PBV com base numa Empresa Comparável: Grupo SONAE SGPS.....	122
Tabela 58: Valor da JM - PBV do Setor do Retalho e Distribuição Alimentar	123
Tabela 59: Valor da JM-PBV Peer Group setor do retalho e distribuição alimentar	124
Tabela 60: Cálculo do PS do Grupo Jerónimo Martins em 2020	126
Tabela 61: PS com base numa Empresa Comparável: Grupo SONAE SGPS	126
Tabela 62: Valor da JM - PS do Setor do Retalho e Distribuição Alimentar	127
Tabela 63: Valor da JM - PS Peer Group Setor do Retalho e Distribuição Alimentar	128
Tabela 64: Tabela Resumo dos Métodos de Avaliação Relativa.....	130

Tabela 65: Análise de Sensibilidade: WACC e Vendas Consolidadas.....	133
Tabela 66: Análise de Sensibilidade: Margem EBITDA e Tx. Cresc. Perpétuo (g)	134

LISTAGEM DE ABREVIATURAS OU SIGLAS

CA – Capital Alheio

CAPEX – *Capital Expenditures*

CAPM – *Capital Asset Pricing Model*

CMC – Custo Médio Ponderado do Capital

CP – Capital Próprio

CT – Capitais Totais

EBIT – *Earnings Before Interest and Taxes*

EBITDA - *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*

HoReCa – Hotéis, Restaurantes e Cafés

ICC – Investimento em Capital Circulante

ICF – Investimento em Capital Fixo

JM – Grupo Jerónimo Martins

Ka – Custo do Capital Alheio

Kp - Custo do Capital Próprio

NFM – Necessidade em Fundo de Maneio

PBV – *Price to Book Value*

PER – *Price to Earnings Ratio*

PS – *Price to Sales*

RAI – Resultado Antes de Imposto

R_f - Rentabilidade do Ativo Sem Risco

R_m – Rentabilidade de Mercado

ROE – *Return On Equity*

T – Taxa de Imposto sobre os Rendimentos

UE – União Europeia

WACC – *Weighted Average Cost of Capital*

1. INTRODUÇÃO

1.1. Enquadramento do Tema e Justificações da Escolha

Este trabalho de investigação tem como objetivo principal, a análise económico-financeira e avaliação do Grupo Jerónimo Martins (JM), estando a Jerónimo Martins SGPS, S.A. cotada em bolsa.

O Grupo Jerónimo Martins é uma das maiores empresas do setor da distribuição alimentar e retalho especializado a nível nacional, atuando em três países diferentes, e satisfazendo as necessidades dos consumidores através do fornecimento de alimentos de elevada qualidade a preços competitivos.

Desta forma, o autor ao demonstrar interesse pela área de avaliação de empresas (e pelos métodos de avaliação e gestão financeira) e pelo setor onde a empresa atua, aliado ao facto da Jerónimo Martins ser um grupo internacional de grande dimensão, de elevada importância na economia nacional, e estar cotada no PSI-20, foi determinante na escolha deste tema.

Este estudo académico tem como objetivo final, apoiar o processo de tomada de decisão de um investidor, que eventualmente esteja interessado em investir no Grupo Jerónimo Martins, sendo necessário realizar o processo de avaliação da empresa.

A avaliação de empresas e negócios consiste no processo usado para determinar o valor de uma entidade comercial, industrial, de serviços ou de investimento com o intuito de exercer uma atividade económica (Neves, 2002). Contudo, a avaliação das empresas deve ser sempre precedida da sua análise económica e financeira (Bastardo & Gomes, 1996).

A avaliação de empresas permite aferir se o investidor deve ou não realizar o investimento na empresa em questão, recorrendo a técnicas de avaliação para calcular o valor da empresa. Em verdade, as técnicas de avaliação servem apenas para definir os intervalos de negociação considerados razoáveis pelos analistas (Neves, 2002).

Por conseguinte, uma vez que a Jerónimo Martins está cotada no PSI-20, será possível comparar o preço de cotação da ação com os respetivos *Price Target* obtidos, através dos métodos de avaliação realizados neste estudo, aferindo-se se os investidores devem ou não investir nas ações do Grupo, e se é um investimento atrativo.

Existem vários métodos de avaliação de empresas, e irão ser apresentados alguns desses métodos neste trabalho, de forma a chegar ao valor do Grupo Jerónimo Martins. Entre esses métodos, irão ser apresentados: a ótica dos fluxos de caixa descontados (fluxo de caixa livre

para a empresa, fluxo de caixa livre para os acionistas e ótica dos dividendos), e o método de avaliação relativa (método dos múltiplos de mercado).

O processo de avaliação de uma empresa apresenta diversas fases: definição dos objetivos de avaliação, recolha de informação, seleção de modelos de avaliação, estimação das variáveis e fixação dos parâmetros de avaliação, e por último, proceder ao cálculo do valor da empresa. Para além disso, também é importante ter em consideração que existem vários métodos para calcular o valor de uma empresa, nomeadamente: o método do valor contabilístico, o valor patrimonial, valor substancial, e o preço de mercado. Cada método utilizado poderá originar um valor da empresa distinto, contudo, é essencial comparar os valores obtidos e verificar se existe convergência entre os mesmos.

1.2. Formulação do Problema e dos Objetivos

A questão inicial que deve ser colocada é a seguinte: o valor de transação das ações do Grupo Jerónimo Martins corresponde ao valor da empresa? Será que as ações estão cotadas a um preço inferior ao valor da empresa (subavaliadas)? Ou será que o preço de cotação das ações é superior ao valor do Grupo? (sobreavaliadas). Com efeito, torna-se assim essencial aferir o valor das ações do Grupo JM, com o objetivo de apoiar o processo de tomada de decisão dos investidores, isto é, se devem ou não investir nas ações desta empresa.

Desta forma, o objetivo geral consiste em avaliar o Grupo Jerónimo Martins (determinar o valor da empresa), e o preço de cotação das suas ações.

Os objetivos específicos são:

- Estimar os *cash flows* futuros e a sua atualização para o momento atual;
- Utilizar o método dos *cash flows* descontados como modelo de atualização;
- Determinar o custo médio ponderado do capital (WACC – *Weighted Average Cost of Capital*);
- Determinar o custo do capital próprio através do modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*);
- Calcular a taxa de atualização indicada para cada método;
- Determinar o *Price Target* para cada método de avaliação.

1.3. Metodologia de Elaboração do Projeto

Neste trabalho de investigação realizou-se, em primeiro lugar, o diagnóstico da situação económica e financeira do Grupo Jerónimo Martins, e do contexto económico em que a empresa atuou. Numa segunda fase, realizou-se a avaliação do Grupo, através da definição de pressupostos que possibilitaram determinar o seu valor. Nesta segunda etapa, recorreram-se a diferentes métodos de avaliação, nomeadamente: ao método dos fluxos de caixa descontados libertos para a empresa, método dos fluxos de caixa descontados libertos para os acionistas, e ótica dos dividendos. Cada um destes métodos originou um valor diferente para a empresa (e por sua vez, um *Price Target* diferente), tendo-se optado por escolher o modelo mais fidedigno – método dos fluxos de caixa descontados libertos para a empresa.

Para além disso, também se aplicou o método de avaliação relativa (método dos múltiplos de mercado), onde se determinou o valor da empresa através do PER (*Price to Earnings Ratio*), do PBV (*Price to Book Value*) e do PS (*Price to Sales*).

Para realizar esta análise, recorreram-se aos relatórios de contas do Grupo Jerónimo Martins, desde 2015 a 2020. O período de análise utilizado nesta avaliação refere-se desde 2016 a 2020. A análise das demonstrações financeiras, a estimativa dos *cash flows* futuros, e a determinação do valor da empresa, é sempre realizada através de uma metodologia quantitativa.

1.4. Estrutura do Trabalho

Este trabalho de investigação irá ser estruturado em cinco grandes capítulos: 1) Enquadramento teórico, onde irá ser feita a revisão de literatura e onde serão apresentados os diferentes métodos de avaliação de empresas; 2) Metodologia de elaboração do trabalho de projeto; 3) Caracterização geral do Grupo Jerónimo Martins e da estrutura acionista, aprofundando a estratégia do Grupo, as áreas de atuação do mesmo, o modelo de negócio e as perspetivas para o futuro; 4) Diagnóstico da situação económica e financeira do Grupo Jerónimo Martins, desde 2016 a 2020, analisando as respetivas demonstrações financeiras; 5) Estudo da estrutura de capitais e da política de dividendos; 6) Definição dos pressupostos e avaliação do Grupo Jerónimo Martins recorrendo aos diferentes métodos de avaliação.

2. ENQUADRAMENTO TEÓRICO

2.1 A Avaliação de Empresas

A avaliação de empresas e negócios consiste no processo usado para determinar o valor de uma entidade comercial, industrial, de serviços ou de investimento com o intuito de exercer uma atividade económica (Neves, 2002). Contudo, a avaliação das empresas deve ser sempre precedida da sua análise económica e financeira (Bastardo & Gomes, 1996).

Desta forma, para se determinar o valor de uma empresa existem diversos métodos de avaliação. Os métodos de avaliação desempenham um papel fundamental não só na avaliação da empresa em processos de fusão e aquisição, mas também na identificação das fontes de criação de valor económico dentro da empresa (Fernández, 2007).

A avaliação de empresas pode ser utilizada para diversos objetivos: nas operações de compra e venda da empresa, na avaliação de empresas cotadas em bolsa (para comparar o valor obtido com o preço das ações no mercado de capitais), ofertas públicas de aquisição, identificação dos fatores-chave de criação de valor de uma empresa (*value drivers*), planeamento estratégico e tomada de decisões de longo prazo (Fernández, 2007).

O objetivo das finanças empresariais é maximizar o valor da empresa e, portanto, o valor da empresa terá de estar associado a 3 decisões financeiras: investimento, financiamento e distribuição de dividendos (Damodaran, 2010).

Contudo, o processo de avaliação de uma empresa é complexo (Meitner, 2006).

Existem diversos fatores que determinam o valor de uma empresa. Alguns desses fatores são o histórico e natureza do negócio, a evolução económica da indústria, o *book value* e a condição financeira do negócio (Corelli, 2017).

A avaliação de empresas é assim um processo de grande relevância para os analistas financeiros, investidores, consultores, e gestores, uma vez que providencia as bases para a tomada de decisão de compra ou venda de ações de uma empresa, e é essencial para uma gestão sustentada de sucesso (Meitner, 2006).

2.2. Métodos de Avaliação

O valor de um ativo está associado à sua capacidade para gerar *cash flows* (Damodaran, 2012). Contudo, nem sempre é fácil avaliar o valor de um ativo ou empresa. Existem diversos

modelos para avaliar um ativo, apresentando cada um deles pressupostos diferentes. Contudo, no plano geral, todos eles partilham características semelhantes (Damodaran, 2012).

De acordo com Fernández (2007), os métodos de avaliação de empresas podem ser classificados em 6 grupos: método dos *cash flows* descontados, método da criação de valor, método das opções, *Goodwill*, avaliação recorrendo ao balanço, e avaliação recorrendo à demonstração de resultados.

Por outro lado, segundo Damodaran (2012), os métodos de avaliação podem ser classificados em 4 grupos: Método dos *Cash Flows* Descontados, Avaliação Relativa, Valor baseado nos Ativos (*Asset Based Valuation*) e *Contingent Claim Valuation*.

Segundo Steiger (2008), existem duas metodologias de utilização dos *cash flows* descontados. Podem utilizar-se os *cash flows* livres para a empresa (*free cash flow to the firm*), que correspondem aos fluxos de caixa disponíveis para a dívida e detentores do capital próprio; e por outro lado, podem usar-se os *cash flows* livres para o capital próprio (*free cash flow to equity*), que correspondem aos fluxos de caixa disponíveis apenas para os acionistas da empresa. Damodaran também defende a utilização da metodologia do modelo dos fluxos de caixa descontados, através do modelo de avaliação do capital próprio (*Equity valuation model*), e do modelo de avaliação da empresa - *Firm valuation model* (Damodaran, 2006).

2.2.1. Método dos *cash flows* descontados

O método dos *cash flows* descontados permite determinar o valor da empresa através da estimativa dos *cash flows* que a empresa irá gerar no futuro, descontando os mesmos a uma taxa de atualização que reflete o risco desses fluxos de caixa (Damodaran, 2006; Fernández, 2007).

Os *cash flows* descontados são o melhor método para avaliar uma empresa, mas serão tanto mais precisos quanto mais exatas forem as previsões por detrás dos mesmos (Koller et al., 2005).

Segundo Fernández (2007), a expressão para os *cash flows* descontados é dada por:

$$V = \frac{CF_1}{1+K} + \frac{CF_2}{(1+K)^2} + \frac{CF_3}{(1+K)^3} + \dots + \frac{CF_n + VR_n}{(1+K)^n} \quad (1)$$

Onde CF_i corresponde ao *cash flow* gerado pela empresa no período i ; VR_n corresponde ao valor residual no ano n ; e K corresponde à taxa de desconto adequada ao risco dos *cash flows*.

Apesar da fórmula anterior parecer apresentar um período temporal definido para os *cash flows*, verifica-se que o valor residual da empresa no ano n (VR_n) tem um período indefinido. Desta forma, é necessário atualizar os *cash flows* futuros após o período n . Isto pode ser concretizado através de um método que tem em consideração uma duração indefinida dos *cash flows* futuros gerados após o período n , assumindo uma taxa de crescimento constante (g) dos *cash flows* após esse período (Fernández, 2007). Desta forma, o valor residual no ano n é dado por:

$$VR_n = \frac{CF_n(1+g)}{K-g} \quad (2)$$

2.2.1.1. Fluxo de caixa livre para a empresa

O fluxo de caixa livre para a empresa corresponde aos *cash flows* que ficariam disponíveis na empresa após a cobertura do investimento em ativo fixo e necessidades em fundo de manei, assumindo que não existe dívida, e por isso, não existem custos de financiamento (Fernández, 2007).

No modelo de fluxo de caixa livre para a empresa (*free cash flow to the firm*), o valor da empresa é obtido através da atualização dos fluxos de caixa livres, utilizando como taxa de atualização o custo médio ponderado do capital (WACC), sendo esta a taxa de atualização mais adequada para este modelo (Damodaran, 2006; Fernández, 2007). Não obstante, o WACC apenas é adequado para uma estrutura de capitais estática (Damodaran, 2006; Fernández, 2010; Luehrman, 1997). Ou seja, quando o rácio dívida/capital próprio for estável no longo prazo (Sabal, 2008).

O custo médio ponderado do capital é igual ao custo de cada fonte de financiamento ponderado pela percentagem de financiamento fornecida por cada uma das fontes. Na fórmula do WACC (*Weighted Average Cost of Capital*) está presente a poupança fiscal ($1 - t$), que corresponde à poupança/benefício que a empresa obtém por deter dívida remunerada,

uma vez que os juros da dívida remunerada são gastos dedutíveis fiscalmente (Modigliani & Miller, 1963).

2.2.1.2. Fluxo de caixa livre para os acionistas

O fluxo de caixa livre para os acionistas (*free cash flow to equity*) corresponde a um modelo onde são atualizados os potenciais dividendos, em vez dos dividendos atuais (Damodaran, 2006). O *free cash flow to equity* consiste no fluxo de caixa disponível apenas para os acionistas da empresa, pelo que este modelo permite obter o valor do capital próprio – *equity value* (Steiger, 2008).

A taxa de atualização usada no modelo do fluxo de caixa livre para os acionistas (*free cash flow to equity*), corresponde ao custo do capital próprio (K_p) ou taxa de rentabilidade mínima exigida pelos acionistas, sendo esta a taxa de atualização mais adequada para este modelo (Damodaran, 2006; Fernández, 2007). Para se determinar o custo do capital próprio, terá de recorrer-se ao modelo do CAPM - *Capital Asset Pricing Model* (Damodaran, 2006).

2.2.1.3. Modelo dos dividendos descontados (*dividend discount model*)

O primeiro modelo dos dividendos descontados foi proposto por Williams (1938), surgindo depois derivações deste modelo. Este modelo foi também desenvolvido por Gordon e Shapiro (1956) e por Gordon (1962). O modelo de Gordon (Gordon, 1962) é o mais utilizado no método dos dividendos descontados, e assume que os dividendos da empresa crescem a uma taxa de crescimento constante (Fairfield, 1994). No modelo de Gordon, o valor do capital próprio da empresa pode ser representado como uma perpetuidade de crescimento (taxa constante) baseada no dividendo esperado no período seguinte (Foerster & Sapp, 2005). Como este modelo apenas exige a estimativa da taxa de crescimento dos dividendos futuros, em vez da estimativa de todos os pagamentos dos dividendos no futuro, torna-se um modelo mais prático, acessível e flexível (Foerster & Sapp, 2005). Penman e Sougiannis (1997) também defendem que os resultados antecipados (*GAAP earnings*¹) podem ser substituídos pelos dividendos na avaliação do capital próprio (*equity valuation*).

¹ *GAAP earnings: Generally Accepted Accounting Principles Earnings.*

De acordo com Damodaran (2006), o valor das ações da empresa pode ser dado pelo rácio entre o dividendo esperado no período seguinte e a diferença entre o custo do capital próprio e a taxa de crescimento esperada na perpetuidade, isto é:

$$\text{Valor da ação } (P_n) = \frac{D_{t+1}}{Kp - g} \quad (3)$$

Onde se tem que D_{t+1} corresponde ao dividendo esperado no período seguinte, Kp é o custo do capital próprio e g corresponde à taxa de crescimento esperada na perpetuidade.

Por sua vez, de acordo com Damodaran (2006), o valor do capital próprio é dado pelo valor atualizado dos dividendos esperados durante a fase de crescimento não-estável e pelo valor atualizado do preço no final do crescimento perpétuo, o que pode ser obtido pelo modelo de Gordon.

Contudo, este modelo é muito sensível aos *inputs* para a taxa de crescimento (Damodaran, 2002).

2.2.2. Avaliação relativa

Na avaliação relativa, um ativo (empresa) é avaliado através da comparação do preço de mercado de ativos (empresas) similares (Damodaran, 2012; Sharma & Prashar, 2013).

Para realizar este método de avaliação é necessário, em primeiro lugar, encontrar empresas comparáveis cotadas no mercado, nomeadamente do mesmo setor de atividade e com expectativas de crescimento idênticas à empresa alvo de avaliação. De seguida, é necessário converter esses valores de mercado em valores *standardizados*, originando o múltiplo de mercado que é comparável. E por último, é necessário ajustar as diferenças entre os ativos (empresas) ao realizar a comparação dos seus valores *standardizados* (Damodaran, 2006). Estes 3 passos são essenciais para realizar a avaliação relativa.

Cheng e McNamara (2000) e Bhojraj e Lee (2002), defendem que escolher empresas comparáveis através da combinação entre o setor da indústria e variáveis fundamentais como o total de ativos, conduz a avaliações mais precisas do que escolhendo apenas o setor de atividade em que as empresas se inserem.

A avaliação relativa (através dos múltiplos) deverá ser utilizada numa segunda fase do processo de avaliação de uma empresa, após realizar uma avaliação inicial recorrendo a outro método (Fernández, 2001a).

Os múltiplos utilizados para avaliar uma empresa dependem do setor de atividade que está a ser analisado, existindo múltiplos que serão mais adequados em função da indústria na qual a empresa alvo de avaliação se insere (Fernández, 2001a). Damodaran (2002) e Koller et al. (2015), defendem que a seleção de empresas comparáveis deve ter em consideração a rentabilidade, risco, potencial de crescimento e setor de atividade.

Assim, de acordo com Fernández (2001a), os múltiplos podem ser divididos em 3 grupos: múltiplos baseados na capitalização da empresa (*equity value*); múltiplos baseados no valor da empresa (*equity value and debt value*); e múltiplos de crescimento referenciado (*growth-referenced multiples*). Os múltiplos baseados na capitalização da empresa são os seguintes: *Price Earnings Ratio* (PER), *Price to Cash Earnings* (PCE), *Price to Book Value* (PBV) e *Price to Sales* (PS). Os múltiplos baseados no valor da empresa são: *Enterprise Value to EBITDA* (EV/EBITDA) e *Enterprise Value to Sales* (EV/S). Os múltiplos de crescimento referenciado são: *Price Earning to Growth* (PER/g) e *Enterprise Value to EBITDA Growth* (EV/EG).

Contudo, é necessário ter em atenção que o desempenho dos múltiplos, e por sua vez do valor da empresa, varia muito de acordo com a dimensão da empresa, rentabilidade da empresa, e a extensão do seu valor intangível (Lie & Lie, 2002).

Com efeito, não existe uma resposta clara sobre quais os múltiplos a utilizar para avaliar uma empresa (Kim & Ritter, 1999). Não obstante, para realizar esta avaliação relativa, a combinação de vários múltiplos irá permitir resultados mais precisos do que aqueles obtidos individualmente (Cheng & McNamara, 2000; Lie & Lie, 2002).

3. METODOLOGIA DE ELABORAÇÃO DO TRABALHO DE PROJETO

O objetivo deste capítulo consiste em descrever os métodos usados na avaliação do Grupo Jerónimo Martins.

Como é possível verificar no capítulo anterior, existem vários modelos de determinação do valor da empresa, nomeadamente: método dos *cash flows* descontados (fluxo de caixa livre para a empresa, fluxo de caixa livre para os acionistas, ótica dos dividendos) e o método de avaliação relativa (método dos múltiplos de mercado).

Desta forma, é necessário determinar:

- I. Os *cash flows* futuros e a sua atualização para o momento atual;
- II. O Custo Médio Ponderado do Capital (WACC – *Weighted Average Cost of Capital*);
- III. O Custo do Capital Próprio (K_p), através do modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*):
 - A taxa de rentabilidade do ativo sem risco (R_f);
 - O cálculo do Beta ($\beta_{i,m}$);
 - O cálculo da rentabilidade de mercado (R_m) e do prémio de risco ($R_m - R_f$).
- IV. O Custo do Capital Alheio (K_a);
- V. A taxa de crescimento perpétuo (g) e o valor da perpetuidade;
- VI. O valor da empresa e do capital próprio.
- VII. A avaliação relativa (método dos múltiplos de mercado).

3.1. Método do Fluxo de Caixa Livre para a Empresa

Em primeiro lugar, é necessário a obtenção das demonstrações financeiras previsionais para se determinarem os *cash flows* libertos para a empresa (FCFF). Por conseguinte, de acordo com Damodaran (2006) e Fernández (2007), a fórmula do fluxo de caixa livre para a empresa (*free cash flow to the firm - FCFF*) é dada por:

$$FCFF = EBIT \cdot (1 - t) + \text{Depreciações/Amortizações} - \text{ICF} - \Delta NFM \quad (4)$$

Onde se tem que:

EBIT: *Earnings Before Interest and Taxes*, que corresponde ao Resultado Operacional;

t: Taxa de Imposto sobre os Rendimentos;

ICF: corresponde ao Investimento em Capital Fixo (ICF) ou *Capital Expenditures* (CapEx);

Δ NFM: Variação da Necessidade em Fundo de Maneio.

Por sua vez, o valor da empresa é dado através da atualização dos respetivos *cash flows* para o momento atual. Assim, se a empresa atingir um crescimento estável após n anos, e começar a crescer a uma taxa de crescimento constante após esse período g_n , então o valor da empresa é dado pela fórmula seguinte (Damodaran, 2006):

$$\text{Valor da Empresa} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{(FCFF_{n+1}/(WACC-g_n))}{(1+WACC)^n} \quad (5)$$

A taxa de atualização mais adequada para o modelo do fluxo de caixa livre para a empresa (*free cash flow to the firm*) corresponde ao custo médio ponderado do capital - WACC (Damodaran, 2006; Fernández, 2007). Por sua vez, o WACC é determinado através da seguinte fórmula:

$$WACC = \frac{\text{Capitais próprios}}{\text{Capitais totais}} \cdot Kp + \frac{\text{Dívida Remunerada}}{\text{Capitais totais}} \cdot Ka \cdot (1 - t) \quad (6)$$

Onde se tem que Kp corresponde ao custo dos capitais próprios, Ka ao custo dos capitais alheios, e t corresponde à taxa de imposto sobre os rendimentos.

Contudo, para calcular o WACC é necessário obter o valor do custo dos capitais próprios (Kp), através do modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*). De acordo com Fernández (2007), a sua fórmula é dada por:

$$Kp = E[R_p] = R_f + \beta_{i,m} \times [R_m - R_f] \quad (7)$$

Onde se tem que R_f é a taxa de juro do ativo sem risco, $R_m - R_f$ corresponde ao prémio de risco de mercado, R_m é a taxa de rentabilidade do mercado, e $\beta_{i,m}$ que mede a

sensibilidade da rentabilidade de um ativo face às variações na rentabilidade de mercado (R_m).

Por conseguinte, a taxa de juro do ativo sem risco (R_f) que irá ser tomada como referência para calcular o CAPM será a taxa de juro das obrigações do tesouro portuguesas a 10 anos.

Em relação ao Beta ($\beta_{i,m}$), neste trabalho de investigação recorreu-se ao Alfa de Jensen para determinar o mesmo. Através da aplicação do Modelo de Mercado e utilizando o Excel foi estimada uma regressão linear simples, selecionando a rentabilidade da ação Jerónimo Martins (R_i) como variável dependente (Y), e a rentabilidade do mercado (R_m) como variável independente (X).

O Modelo de Mercado é o seguinte:

$$r_e = a + b \cdot r_m \quad (8)$$

O CAPM pode ser escrito da seguinte forma:

$$r_e = r_f + \beta \cdot (r_m - r_f) = r_f \cdot (1 - \beta) + \beta \cdot r_m \quad (9)$$

E o Alfa de Jensen é assim obtido pela diferença entre estes parâmetros:

$$\alpha_{Jensen} = a - r_f \cdot (1 - \beta) \quad (10)$$

Para além disso, para se obter a estimativa do prémio de risco ($R_m - R_f$), foi necessário recorrer a alguns estudos, nomeadamente aos trabalhos realizados por Damodaran, Pablo Fernandez, Eduardo de Apellániz, Javier F. Acín, e às estatísticas do *website* Statista, com dados de 2020. Após a obtenção dos dados, realizou-se a média ponderada dos prémios de risco de cada estudo com base no peso de cada área geográfica (Portugal, Polónia e Colômbia) no volume de negócios do Grupo Jerónimo Martins.

Por fim, para a determinação do custo médio ponderado do capital (WACC) irá ser utilizado o custo do capital alheio (K_a) calculado com base no método do custo médio histórico. O custo médio histórico do capital alheio pode ser obtido através da seguinte fórmula:

$$K_a = \frac{EF}{D} = \frac{\text{Juros e Gastos similares}}{\text{Dívida remunerada (empréstimos curto, médio e longo prazo)}} \quad (11)$$

Onde:

EF representa os custos financeiros da dívida remunerada (juros e gastos similares);

D representa o capital alheio de financiamento – dívida remunerada, não incluir fornecedores (média anual).

3.2. Método do Fluxo de Caixa Livre para os Acionistas

O fluxo de caixa livre para os acionistas corresponde aos meios financeiros líquidos gerados pelas atividades operacionais, de investimento e de financiamento externo que ficam disponíveis para os acionistas ou sócios. Desta forma, de acordo com Damodaran (2006), a fórmula utilizada para calcular os *cash flows* libertos para os acionistas é dada por:

$$\text{Fluxo de caixa livre para os acionistas (FCL)} = \text{RL} + \\ + \text{Depreciações/Amortizações} + \text{Provisões} - \text{ICF} - \Delta \text{NFM} + \Delta \text{Dívida Líquida} \quad (12)$$

Onde:

RL: Resultado Líquido;

ICF: corresponde ao Investimento em Capital Fixo (ICF) ou *Capital Expenditures* (CapEx);

Δ NFM: Variação da Necessidade em Fundo de Maneio, que é igual ao Investimento em Capital Circulante (ICC);

Δ Dívida Líquida: corresponde à variação da dívida líquida.

A dívida líquida corresponde ao total da dívida financeira da empresa subtraída da tesouraria.

Com efeito, de acordo com Fernández (2007), a fórmula do valor do capital próprio (*equity value*) é dada por:

$$\text{Valor do Capital Próprio} = \frac{FCFE_1}{1+Kp} + \frac{FCFE_2}{(1+Kp)^2} + \frac{FCFE_3}{(1+Kp)^3} + \dots + \frac{FCFE_n + VR_n}{(1+Kp)^n} \quad (13)$$

Onde FCFE corresponde ao *free cash flow to equity*, K_p é o custo do capital próprio, e VR_n corresponde ao valor residual.

Para uma duração indefinida dos *cash flows* após o ano n , irá assumir-se uma taxa de crescimento constante (g) após esse período (Fernández, 2007). E o valor residual (VR_n) é dado por:

$$VR_n = \frac{FCFE_n(1+g)}{K_p - g} \quad (14)$$

A taxa de atualização usada no modelo do fluxo de caixa livre para os acionistas (*free cash flow to equity*), corresponde ao custo do capital próprio (K_p) ou taxa de rentabilidade mínima exigida pelos acionistas, sendo esta a taxa de atualização mais adequada para esse modelo (Damodaran, 2006; Fernández, 2007). O custo do capital próprio é determinado através do modelo do CAPM.

3.3. Método dos Dividendos Descontados

No modelo dos dividendos descontados, de acordo com Damodaran (2006), o valor do capital próprio é dado pelo valor atualizado dos dividendos esperados durante a fase de crescimento não-estável e pelo valor atualizado do preço no final do crescimento perpétuo, o que pode ser obtido pelo modelo de Gordon:

$$P_0 = \frac{D_{t+1}}{(1+K_p)^t} + \frac{P_n}{(1+K_p)^n} \quad (15)$$

Onde se tem que D_{t+1} corresponde ao dividendo por ação esperado no período seguinte, K_p é o custo do capital próprio, g corresponde à taxa de crescimento esperada na perpetuidade após n anos, t é o período temporal, e P_n é o preço final da ação no crescimento perpétuo.

A taxa de atualização neste modelo corresponde ao custo do capital próprio determinado através do modelo do CAPM.

3.4. Avaliação Relativa

Em relação ao método de avaliação relativa (método dos múltiplos de mercado), recorreu-se ao PER (*Price to Earnings Ratio*), ao PBV (*Price to Book Value*) e ao PS (*Price to Sales*) para avaliar a Jerónimo Martins.

O *Price to Earnings Ratio* (PER) corresponde ao índice de avaliação de uma empresa que mede o seu preço de cotação (P) em relação ao resultado por ação (RPA), ou seja, $(PER=P/RPA)$.

O *Price to Book Value* (PBV) consiste num múltiplo de mercado que resulta do quociente entre a cotação da empresa (P) e o valor contabilístico do capital próprio (VCA). A fórmula de cálculo do PBV é dada por $PBV=P/VCA$.

O *Price to Sales* (PS) obtém-se através do quociente entre o preço de cotação por ação (P) do Grupo Jerónimo Martins e o volume de negócios por ação (VNA), isto é, $PS=P/VNA$.

4. DADOS DA EMPRESA E DO SETOR DE ATIVIDADE

4.1. Caracterização Geral do Grupo Jerónimo Martins

O Grupo Jerónimo Martins (JM) é uma empresa que atua no setor da distribuição alimentar e retalho especializado, fornecendo aos consumidores alimentos de qualidade a preços competitivos. A distribuição alimentar é a atividade com maior peso, representando mais de 95% das vendas do Grupo. A Jerónimo Martins está presente em três países: Portugal, Polónia e Colômbia. Em Portugal, o Grupo Jerónimo Martins atua através do Pingo Doce (líder no segmento dos supermercados) e do Recheio (mercado de *cash & carry*). Na Polónia, atua através da cadeia de lojas alimentares Biedronka, que corresponde ao maior negócio do Grupo e com maior peso, representando cerca de 70% do total de vendas consolidadas em 2020. Também detém as lojas de beleza Hebe neste mesmo país. Na Colômbia, o Grupo JM é detentor da cadeia de lojas de proximidade Ara.

Tabela 1: *Caraterização Geral do Grupo Jerónimo Martins*

Caraterização Grupo Jerónimo Martins	
Denominação Social	Jerónimo Martins SGPS, S.A.
Atividade	Distribuição alimentar e retalho especializado
Cotação	Euronext Lisboa: JMT
Preço médio de cotação da ação (2020)	14,89 €
Natureza Jurídica	Sociedade Anónima
Capital Social	629.293.220 euros
Fundação	1792
Áreas de atuação	Portugal, Polónia e Colômbia
Presidente do Conselho de Administração	Pedro Soares dos Santos
Nº Colaboradores (2020)	118.210
Vendas (2020)	19.293 Milhões euros
Resultado Líquido (2020)	312 Milhões euros

Fonte: Elaboração Própria com base no Relatório de Contas do Grupo Jerónimo Martins (2020).

4.2. História do Grupo Jerónimo Martins

O Grupo Jerónimo Martins foi fundado em 1792, por um jovem vindo da Galiza, que decidiu abrir uma mercearia no Chiado, em Lisboa. Rapidamente, esta tornou-se numa das lojas mais conceituadas da capital, ganhando fama e reputação.

Em 1980, foi constituída a companhia Pingo Doce, com o intuito de explorar o segmento dos supermercados, sendo que em 1993 conquistou a liderança no setor da distribuição alimentar. Entre 2008 e 2010, o Pingo Doce absorveu a marca de supermercados “Feira Nova”, aumentando assim a sua dimensão. Para além disso, em 2010, o Pingo Doce apostou no serviço de restauração e *take away* nos seus super e hipermercados.

O processo de internacionalização do Grupo JM inicia-se em 1995, na Polónia, com a aquisição da rede *cash & carry* polaca Eurocash, surgindo pouco tempo depois a Biedronka. Em 2012, ainda na Polónia, o Grupo decidiu investir no conceito de produtos de saúde e beleza de marcas de referência, no setor das *drugstores*, sob a forma das lojas Hebe.

A expansão internacional do Grupo continua, e em 2011, decide entrar na Colômbia. A primeira loja de proximidade foi inaugurada em 2013, com a denominação Ara. As unidades Ara correspondem assim a lojas alimentares de proximidade, com forte implementação nos bairros.

Importa referir, que o Grupo Jerónimo Martins também esteve presente no Brasil, em 1997, contudo os resultados negativos originaram a venda dos supermercados ao Grupo Pão de Açúcar em 2002, acabando por sair definitivamente deste mercado.

Desta forma, a Jerónimo Martins está hoje presente em 3 países e 2 continentes, apresentando um volume de negócios de 19.293 milhões de euros em 2020.

4.3. Estratégia do Grupo e Estrutura de Negócios

Como já foi dito anteriormente, o Grupo Jerónimo Martins atua no setor da distribuição alimentar e do retalho especializado, estando presente em três países: Portugal, Polónia e Colômbia.

Em relação ao setor da distribuição alimentar, em Portugal, o Grupo Jerónimo Martins é líder no segmento dos supermercados, através da insígnia Pingo Doce. Presente em 300 localidades por todo o país, o Pingo Doce atua com 453 supermercados (incluindo 20 *Pingo Doce & Go*), sendo reconhecido pela especialidade em produtos frescos, marcas próprias e *meal solutions*, isto é, produtos de qualidade a preços competitivos. Em 2020, o Pingo Doce registou um peso de 20% do total das vendas consolidadas do Grupo. Ainda em Portugal, o Recheio é líder no segmento de *cash & carry*, com mais de 45 anos de atividade e presente com 38 *cash & carry* e 4 plataformas dedicadas a *Food Service*. O Recheio, em 2020, contribuiu com 4,39% para o volume de vendas.

Ainda no setor da distribuição alimentar, o Grupo JM está presente na Polónia através da cadeia de lojas alimentares Biedronka, que corresponde ao negócio com maior peso no volume de vendas do Grupo (cerca de 70% em 2020). A Biedronka opera com 3.115 lojas, liderando as vendas no retalho alimentar, apostando numa estratégia de qualidade do sortido, ambiente de loja, e preços competitivos.

Na Colômbia, o Grupo JM é detentor da cadeia de lojas de proximidade Ara, que operam no setor da distribuição alimentar. Esta cadeia de lojas alimentares, está presente nos bairros residenciais, apresentando uma estratégia de qualidade aos melhores preços. A Ara atua em 663 lojas, apostando numa estratégia de competitividade com promoções em produtos chave para os colombianos. Em 2020, a Ara registava um peso de 4,43% no total do volume de vendas.

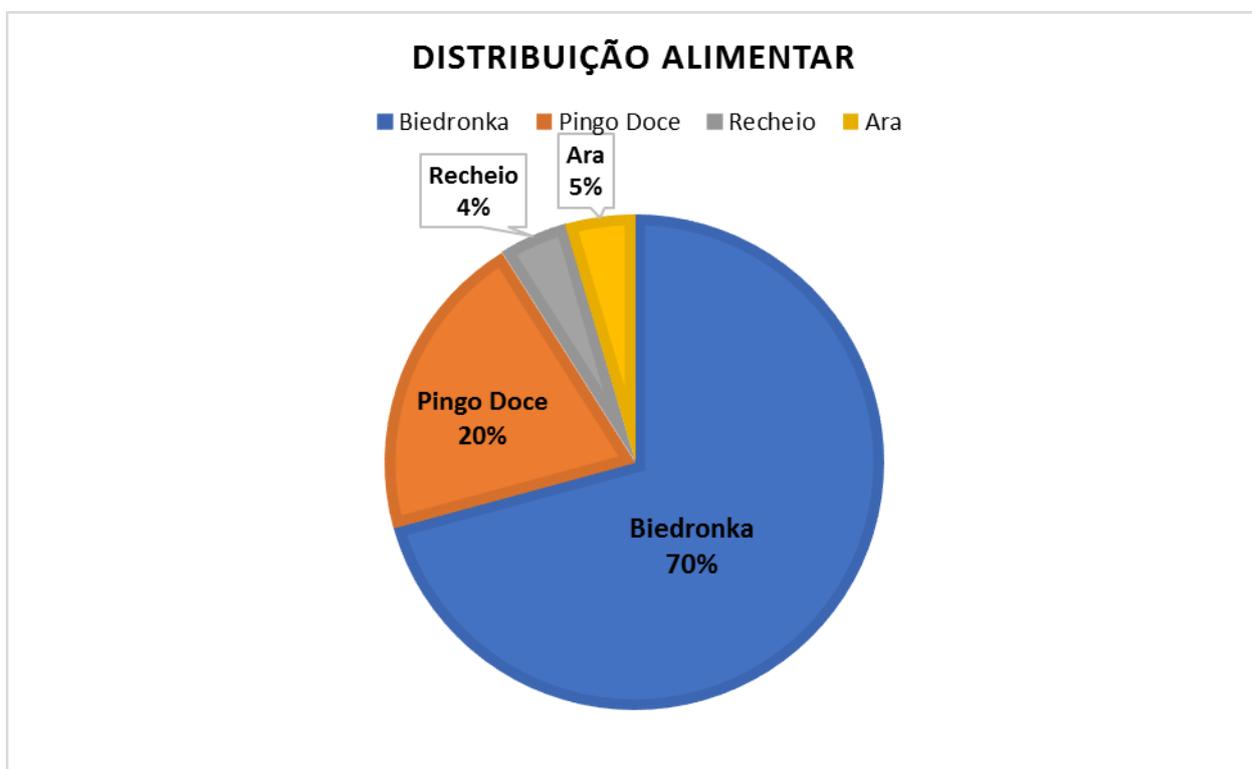
No que concerne ao retalho especializado, em Portugal, o Grupo JM atua através da Jerónimo Martins Restauração e Serviços. Em 2020, contava com 22 estabelecimentos Jeronymo, que atuam sob a forma de cafetarias e quiosques. Para além disso, a Hussel é uma cadeia de retalho especializado de chocolates e confeitarias, atuando com 23 lojas neste mesmo país.

Ainda no retalho especializado, o Grupo possui uma cadeia de lojas que opera no setor da Saúde e Beleza na Polónia, que conta com 266 lojas. Estas lojas apresentam uma grande variedade de produtos de beleza, com recomendação de qualidade, a preços bastante

competitivos, oferecendo 2.500 marcas exclusivas. Estas lojas, têm como principal atividade a cosmética e a dermocosmética. Estas lojas também atuam na área de *e-commerce*.

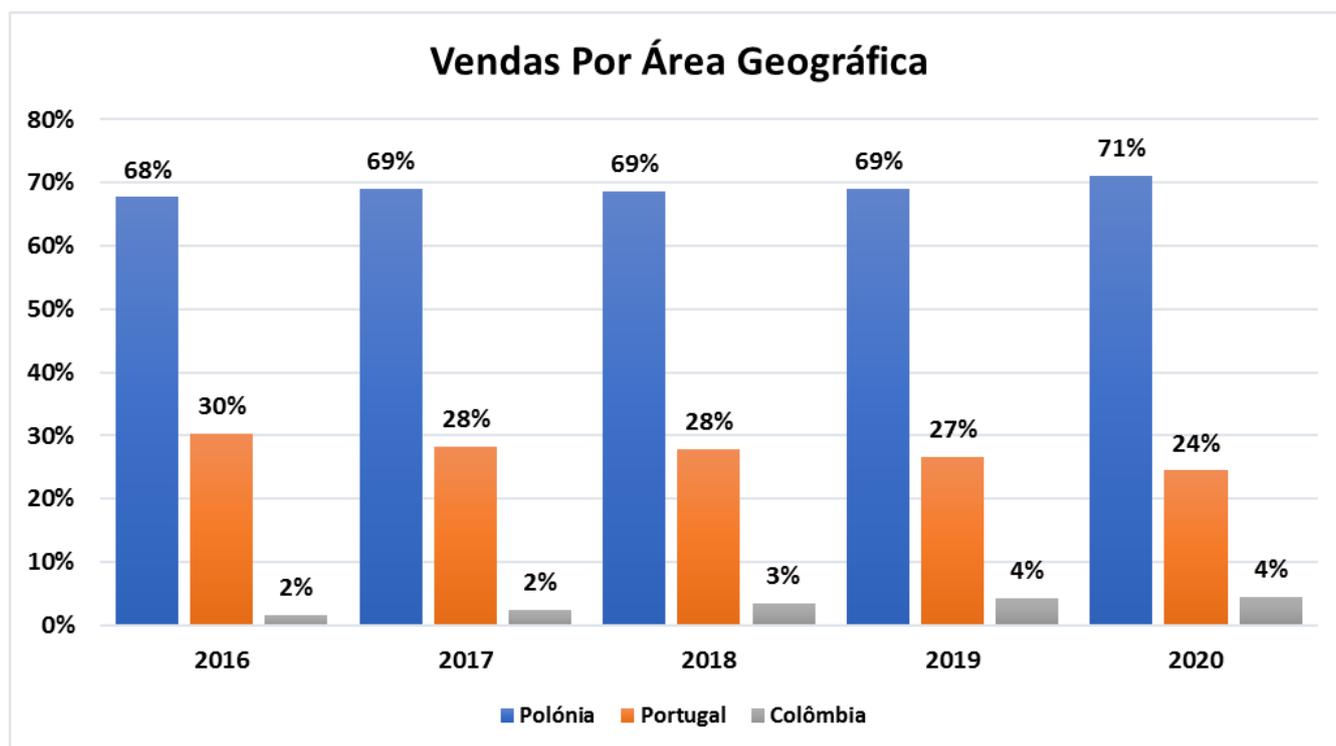
Para além disso, o Grupo é detentor da Jerónimo Martins Agro-Alimentar (JMA), que foi criada em 2014 com o objetivo de apoiar a distribuição alimentar e garantir a autossuficiência do Grupo, através do abastecimento de produtos estratégicos e da cadeia de valor. A JMA atua nas seguintes áreas: laticínios, agropecuária (carne da raça Angus), aquacultura (dourada e robalo), frutas e vegetais.

Figura 1: *Peso de Cada Área no Total de Vendas - Distribuição Alimentar (2020)*



Fonte: Elaboração Própria.

Figura 2: Gráfico com Vendas por Área Geográfica (2016-2020)



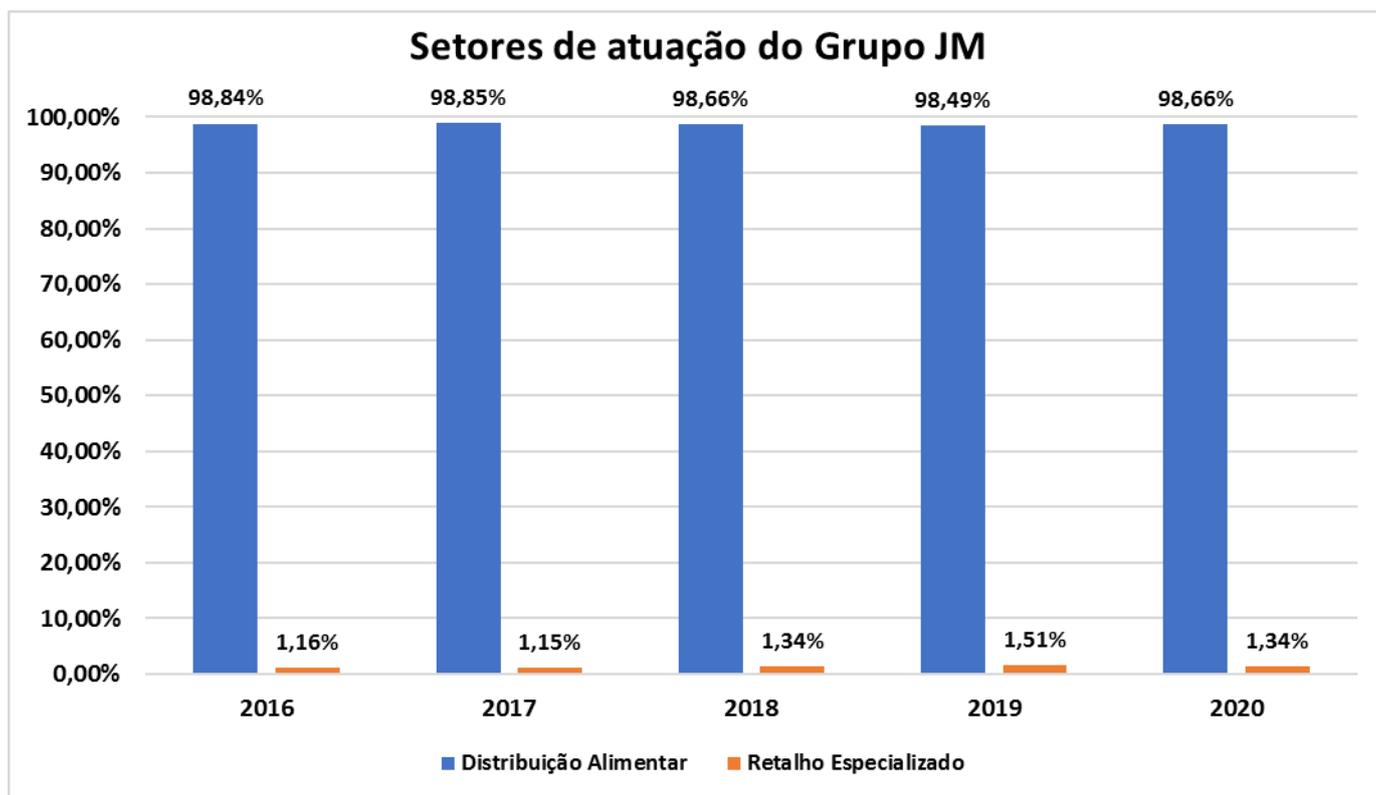
Fonte: Elaboração Própria.

Como se observa no gráfico da Figura 2, ao longo dos anos em análise (2016 a 2020), a área geográfica com maior peso no volume de vendas consolidadas do Grupo JM é a Polónia (representando 71% das vendas em 2020), seguindo-se Portugal (através do Pingo Doce e do Recheio, com um peso de 24% em 2020), e por último a Colômbia, através das lojas de proximidade Ara (contribuindo com 4% para as vendas totais).

Verifica-se que esta estrutura se mantém idêntica ao longo dos anos, surgindo a Polónia em primeiro lugar no volume de vendas, uma vez que a cadeia de lojas alimentares Biedronka é o maior negócio do Grupo Jerónimo Martins (com um peso de 70% das vendas consolidadas). Em segundo lugar surge Portugal, devido à posição de liderança no segmento dos supermercados através do Pingo Doce (representando 20% das vendas). As lojas de proximidade Ara mantiveram um peso constante de 4% em 2019 e 2020.

Com efeito, através da análise do gráfico da Figura 3, verifica-se que a distribuição alimentar é a atividade da JM com maior peso, representando mais de 95% das vendas do Grupo (tendo registado um peso de 98,66% em 2020).

Figura 3: Setores de atuação do Grupo Jerónimo Martins



Fonte: Elaboração Própria.

Na distribuição alimentar, a estratégia do Grupo Jerónimo Martins baseia-se em fornecer soluções alimentares, a preços competitivos, especializando-se no fornecimento de produtos frescos, através de marcas próprias de qualidade. Para além disso, o Grupo procura localizações de proximidade e realizar as tarefas operacionais de forma eficiente. Estas são as características que permitem diferenciar o Grupo da concorrência. A proposta de valor é marcada por uma clara orientação para o consumidor e uma diferenciação que assenta em três vetores: variedade e qualidade de produtos alimentares frescos, marcas próprias de referência, e um bom ambiente de loja.

A responsabilidade corporativa do Grupo JM consiste em promover a saúde dos consumidores através da alimentação; respeitar o ambiente (através da redução da pegada de carbono e utilização de energia elétrica de fontes renováveis); comprar produtos com responsabilidade, assegurando que a origem dos produtos cumpre os requisitos de sustentabilidade; apoiar as comunidades envolventes (combatendo a pobreza e apoiando causas sociais); e ser um empregador de referência, garantindo aos colaboradores um ambiente de trabalho seguro, saudável e de crescimento.

4.4. Estrutura Acionista

O capital social do Grupo Jerónimo Martins é de 629.293.220 euros, e está inteiramente subscrito e realizado, sendo dividido em seiscentos e vinte e nove milhões duzentos e noventa e três mil duzentas e vinte ações, no valor nominal de um euro cada uma. Todas as ações são ordinárias, não existindo diferentes categorias de ações. Todas estas ações estão admitidas à negociação e não existem restrições à sua transmissibilidade.

A Sociedade mantém em carteira 859 mil ações próprias, adquiridas em 1999 ao preço médio de 7,06 euros por ação e representativas de 0,14%. Durante o ano de 2020, não ocorreram quaisquer transações relativas a ações próprias.

O Grupo Jerónimo Martins está cotado na bolsa “Euronext Lisbon” (PSI-20) desde novembro de 1989.

Tabela 2: Estrutura Acionista Grupo JM

Acionista	Capital	Nº ações
Soc. Francisco Manuel dos Santos, B.V.	56,14%	353.260.814
Asteck, S.A.	5,00%	31.464.750
JP Morgan Asset Management Holdings	2,35%	14.815.917
Comgest Global Investors, S.A.S	2,06%	12.983.594
T. Rowe Price International Ltd.	2,04%	12.821.174
Capital Disperso e Ações Próprias	32,41%	

Fonte: Elaboração Própria.

O maior acionista do Grupo Jerónimo Martins é a Sociedade Francisco Manuel Soares dos Santos, B.V., detentora de 56,14% do capital. Esta sociedade foi fundada por Alexandre Soares dos Santos e família, que exercem funções na administração. Com cerca de 5% do capital, temos a Asteck, S.A., que pertence à *holding* do sector petrolífero Heerema. O fundo de investimentos americano JP Morgan Asset Management está representado também no capital da Jerónimo Martins, detendo 2,35%. Com 2,06%, surge o fundo de investimentos francês Comgest Global Investors. Por último, surge o fundo de investimentos inglês T. Rowe Price International, detendo 2,04% do capital. Os restantes 32,41% do capital estão repartidos por capital disperso e ações próprias.

4.5. Estrutura Organizacional

A estrutura organizacional do Grupo Jerónimo Martins está adaptada às necessidades de um Grupo de grande dimensão, internacional, com objetivos de expansão definidos, e que pretende satisfazer os interesses dos seus *stakeholders*.

Desta forma, a estrutura de gestão é liderada pelo Conselho de Administração, constituído pelo seu Presidente e Administrador Delegado (Pedro Soares dos Santos) e por 9 Administradores. Estes Administradores apoiam o Presidente/Administrador Delegado na gestão dos negócios do Grupo JM.

Para além disso, existem Direções Funcionais responsáveis pelo aconselhamento do Conselho de Administração, da Direção Executiva, da Comissão de Auditoria, e das restantes empresas do Grupo, nas matérias correspondentes a cada área.

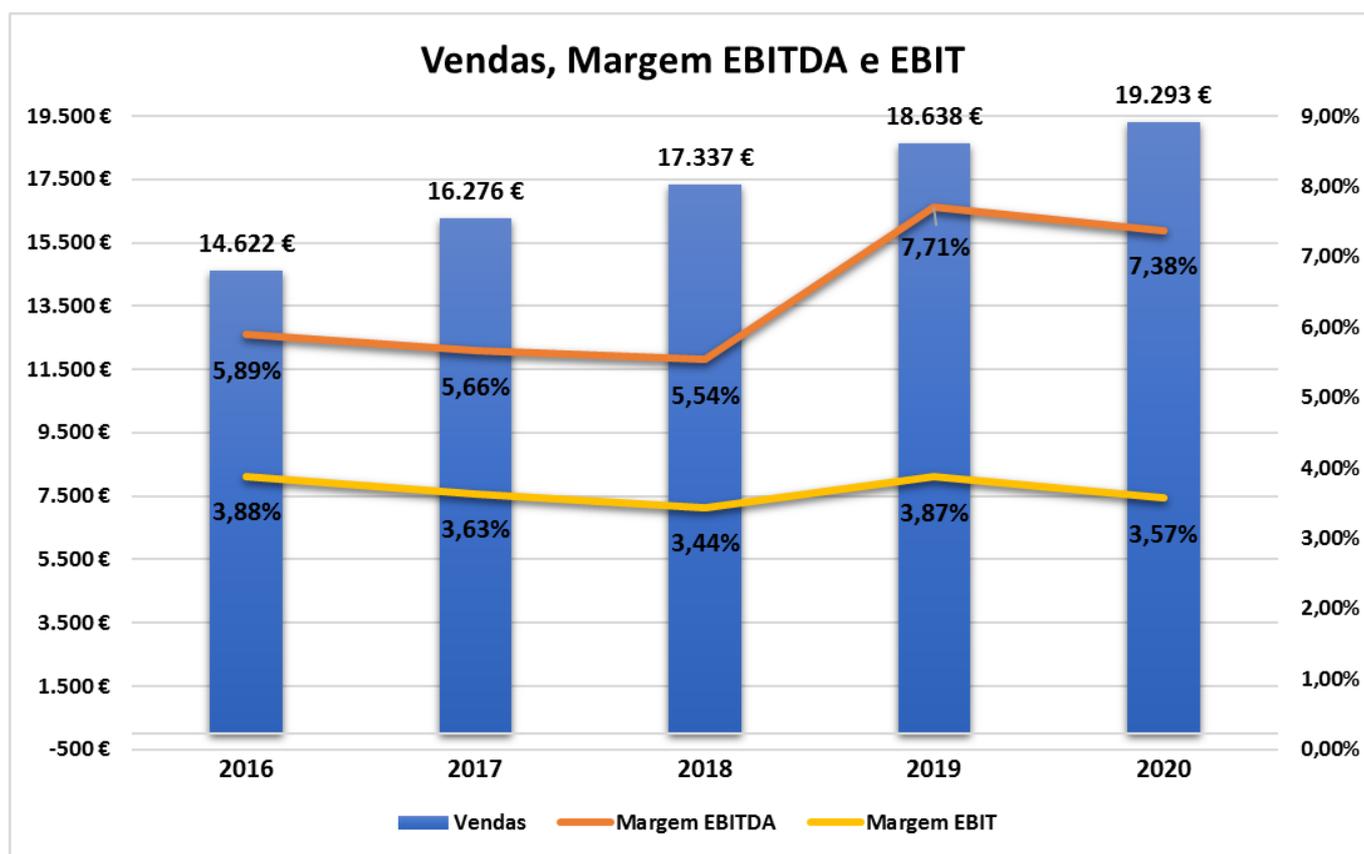
Com efeito, a Jerónimo Martins tem os seguintes órgãos sociais: Assembleia Geral, Conselho de Administração, Comissão de Auditoria, Revisor Oficial de Contas e o Secretário da Sociedade. Por outro lado, também existem comissões especializadas com o intuito de supervisionarem e acompanharem a gestão corrente dos negócios do Grupo.

4.6. Desempenho Financeiro

Avaliando as vendas, a margem do EBITDA e do EBIT é possível concluir que o volume de negócios do Grupo Jerónimo Martins apresenta uma tendência de crescimento, dado que as vendas estão a aumentar progressivamente, passando de 14.622 milhões de euros em 2016 para 19.293 milhões de euros em 2020. Contudo, a margem do EBITDA apresenta oscilações ao longo do período em análise, registando uma tendência de queda entre 2016 e 2018, voltando novamente a aumentar para 7,71% em 2019 e em 2020 mantém a tendência, conforme o gráfico da Figura 4.

Já a margem do EBIT mantém uma tendência semelhante ao longo do período em análise, registando o valor de 3,88% em 2016 e de 3,57% em 2020, conforme é possível verificar no gráfico da Figura 4.

Figura 4: Gráfico de Vendas (milhões €), Margem EBITDA e EBIT



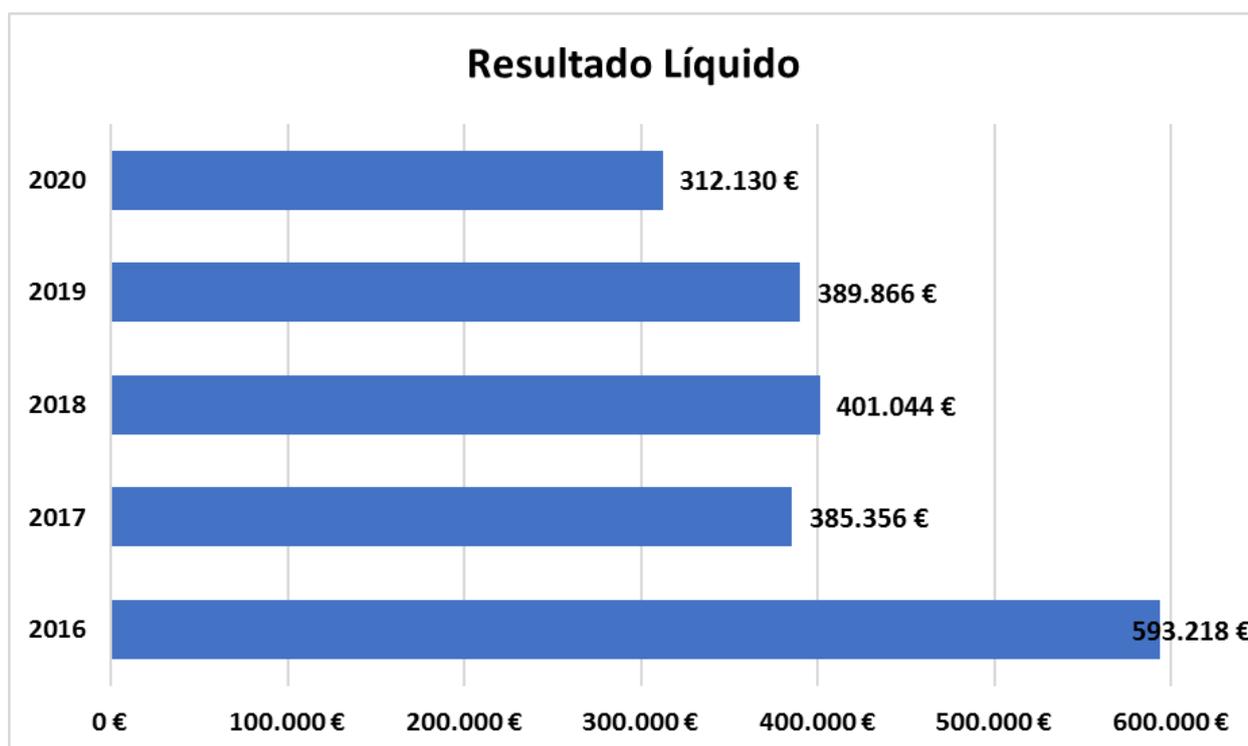
Fonte: Elaboração Própria.

Tabela 3: Vendas (milhões €) por Loja e por Área Geográfica

Vendas (milhões euros)	2016	2017	2018	2019	2020
Polónia	9.903 €	11.241 €	11.898 €	12.880 €	13.710 €
Portugal	4.436 €	4.609 €	4.815 €	4.952 €	4.716 €
Colômbia	236 €	405 €	599 €	784 €	854 €
Nº lojas					
Polónia	2875	3005	3130	3275	3381
Portugal	494	506	516	524	536
Colômbia	221	389	532	616	663

Fonte: Elaboração Própria.

Tabela 4: Resultado Líquido Grupo JM (milhares €)



Fonte: Elaboração Própria.

4.7. Análise da Concorrência

Portugal

No que respeita ao mercado nacional, o Grupo Jerónimo Martins tem vários concorrentes no setor do retalho alimentar. Desta forma, o Pingo Doce tem como principais concorrentes: a Sonae MC (Modelo/Continente), o Lidl, o Intermaché, o grupo Auchan, o Minipreço, o grupo E. Leclerc e o grupo Aldi. A Tabela 5 apresenta as quotas de mercado detidas por cada grupo do retalho alimentar em 2020.

A quota de mercado na área de retalho alimentar detida pela Sonae MC (Modelo/Continente), em 2020, aproxima-se dos 28%. Logo a seguir, surge a rival Pingo Doce (Grupo Jerónimo Martins), com uma quota de mercado de 26,3% neste segmento da distribuição. Desta forma, conclui-se que o principal concorrente do Pingo Doce (Jerónimo Martins) no mercado nacional corresponde ao Continente (Grupo Sonae).

Com 10%, na terceira posição, surge o grupo alemão Lidl, seguido do concorrente francês Intermarché, com uma quota de mercado de 9%.

Logo a seguir, mais um grupo francês, o Grupo Auchan, com uma quota de 6%, seguido pelos espanhóis do Minipreço/Dia, com uma quota de 5%.

A fechar os oito maiores grupos de retalho alimentar em Portugal estão ainda os franceses do E. Leclerc (3%) e os alemães da Aldi (1,5%).

No mercado do *cash & carry*, o Recheio (detido pela Jerónimo Martins) tem como principal concorrente o Makro.

Tabela 5: Quota de Mercado do Pingo Doce e Concorrentes (2020)

Tipo	Operador	Quota de mercado 2020	Número de lojas
Supermercado/hipermercado/ proximidade/ <i>e-commerce</i>	Sonae MC (Continente)	27,6%	760
Supermercado/hipermercado/ proximidade/ <i>e-commerce</i>	Jerónimo Martins (Pingo Doce)	26,3%	453
Supermercado/hipermercado	Lidl	10%	260
Supermercado/hipermercado/ proximidade/ <i>e-commerce</i>	Intermarché	9%	255
Supermercado/hipermercado/ proximidade/ <i>e-commerce</i>	Auchan	6%	65
Supermercado/proximidade	Minipreço	5%	600
Supermercado/hipermercado	E. Leclerc	3%	22
Supermercado/proximidade	Aldi	1,5%	90

Fonte: Jornal Económico, *Planet Retail* e Relatório do Grupo Sonae 2020.

Polónia

Tabela 6: Top 10 Retalhistas Mercado Polaco 2017

Nome do operador	Operador	País de origem	Receita de vendas (em milhões USD)	Número de lojas
Jeronimo Martins Dystrybucja SA	Biedronka	Portugal	14.769	2.823
Schwarz-Gruppe	Lidl e Kaufland	Alemanha	7.472	730
Eurocash	ABC, IGA, Delikatesy Centrum	Mais de 40% detida por capital português	5.934	Mais de 4.000 pontos de venda
Auchan	Auchan	França	3.124	120
Tesco	Tesco	Reino Unido	3.100	418
GK Specjal	GK Specjal	Polónia	2.658	5.716
Carrefour	Carrefour	França	2.606	750
Metro Group.	Macro Cash&Carry	Alemanha	2.134	40
Rossmann	Rossmann	Alemanha	2.480	1.264
Zabka	Zabka	CVC Capital Partners	1.238	5.000

Fonte: Planet Retail – 2017, FAS/Warsaw industry research.

O Mercado do retalho alimentar na Polónia é dominado por multinacionais, incluindo a Tesco (Reino Unido), a Auchan (França), o Carrefour (França) e as lojas na linha *discount* (que competem através dos baixos preços) como a Biedronka (Portugal) e Lidl (Alemanha). As principais cadeias registam margens reduzidas devido à forte concorrência no mercado.

As principais lojas de bairro/proximidade incluem cadeias como as seguintes: Leviatan, Spolem e Carrefour Express.

Um importante *high-end outlet* é a cadeia de distribuição polaca Piotr i Pawel, com cerca de 140 lojas localizadas por toda a Polónia.

A marca Biedronka é uma das mais reconhecidas e valiosas na Polónia, apostando na proximidade com os clientes. O mercado polaco é liderado por *discount stores* (Biedronka, Lidl), pelos que os super e hipermercados procuram estabilizar a sua posição.

E na rede de lojas especializadas em Saúde e Beleza, o Grupo conta com as lojas Hebe, em que a sua maior concorrente é a SEPHORA. A Sephora é a cadeia de retalho no mercado da perfumaria e cosmética mais inovadora do mundo, estando presente também na Polónia. Fundada em França, em 1970, desde 1997 faz parte do grupo LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton, o maior grupo de luxo do mundo.

Colômbia

O mercado retalhista colombiano encontra-se dividido em dois canais: por um lado, as lojas locais, e por outro, os hipermercados, supermercados, *discount stores* e *cash & carry*.

Através da Tabela 7, é possível verificar que o Grupo Jerónimo Martins, em 2020, surge na 5ª posição no mercado de retalho colombiano em volume de vendas, atuando sob a insígnia Ara. A tipologia da Ara corresponde a lojas de proximidade de *soft discount*, registando um volume de vendas igual a 1.066 milhões de USD em 2020, e atuando através de 663 lojas.

Tabela 7: Análise da Concorrência do Retalho Alimentar Colômbia (2020)

Tipo	Operador	Vendas 2020 (milhões USD)	Número de lojas
Supermercado/hipermercado/ <i>cash & carry</i>	Grupo Éxito	4.261	515
Hipermercado	Alkosto	2.033	16
<i>Hard discount</i>	Koba Colombia (D1)	1.991	1.450
Supermercado e hipermercado	Olímpica	1.699	371
<i>Soft discount</i>	Jerónimo Martins (Ara)	1.066	663
Supermercado e hipermercado	Cencosud	1.057	93
<i>Hard discount</i>	Justo y Bueno	877	1.240
<i>Cash & Carry</i>	PriceSmart	381	8
<i>Cash & Carry</i>	Makro	320	22
Supermercado e hipermercado	Almacenes La 14	212	27

Fonte: Relatório *Retail Foods Guide Colombia 2020*.

4.8. Perspetivas de Investimento

As marcas do Grupo Jerónimo Martins entram em 2021 com as prioridades estratégicas bem definidas, que passam por crescer nas vendas através de foco no consumidor e nas suas necessidades, investir na proposta de valor, proteger a rentabilidade através de disciplina de custos e melhoria contínua nos processos operacionais e manter a perspetiva de longo prazo.

Desta forma, o Grupo Jerónimo Martins prevê investir 700 milhões de euros em 2021, destinando-se 60% à cadeia de distribuição alimentar polaca Biedronka. Para além disso, o Grupo pretende abrir 10 lojas Pingo Doce e remodelar 15 localizações.

Este plano inclui a adição de cerca de 100 localizações líquidas à cadeia Biedronka e a remodelação de 250 a 300 lojas.

A Ara (cadeia de supermercados na Colômbia) irá adicionar mais de 100 novas localizações à sua rede de lojas.

A marca de saúde e bem-estar polaca Hebe, a par da consolidação da sua rede de lojas, focará a sua estratégia de crescimento no desenvolvimento da sua operação *online*, que se espera que continue a ganhar dinamismo, permitindo a entrada em novos mercados.

Já o grossista Recheio prevê uma lenta recuperação do canal HoReCa (Hotéis, Restaurantes e Cafés), enquanto explora oportunidades de continuar a crescer no retalho tradicional.

Na Colômbia, a Jerónimo Martins espera que a reabertura da economia leve a uma recuperação em 2021.

Para além disso, as perspetivas macroeconómicas para 2021 estão diretamente associadas à evolução do cenário pandémico ao nível mundial e também de cada país, e ao progresso da vacinação, pelo que se antecipa que, as medidas de confinamento no combate à pandemia irão impactar o comportamento dos consumidores.

A inflação alimentar deverá permanecer baixa pese embora a pressão que possa ser exercida pela acrescida carga fiscal, nomeadamente através da entrada em vigor, do imposto sobre as vendas dos grandes retalhistas e da taxa sobre as bebidas com elevado teor de açúcar.

O Pingo Doce continuará a investir para defender o desempenho perante as atuais restrições e para preparar e fortalecer o seu modelo de negócio para o momento do regresso a um ambiente operacional mais normalizado, pelo que a marca irá manter a sua visão

estratégica relativamente ao papel dos frescos, do *take away* e dos restaurantes, na estratégia de diferenciação e de crescimento da empresa.

4.9. Conjuntura Macroeconómica

A economia **portuguesa**, em 2020, registou uma queda elevada fruto dos efeitos da pandemia de Covid-19, pelo que o Produto Interno Bruto (PIB) registou uma queda de 7,6%, tendo crescido 2,2% em 2019 (Fonte: Instituto Nacional de Estatística – INE). A queda da atividade económica em 2020, reflete a redução da procura interna e das exportações, destacando-se, em particular, a quebra verificada no setor do turismo. Estima-se que o consumo privado tenha registado uma queda de cerca de 7% em 2020 (Fonte: Banco de Portugal – BP), em resultado da redução do consumo das famílias. Ainda assim, o impacto da diminuição do rendimento das famílias foi minimizado por diversas medidas governamentais, incluindo moratórias ao crédito e o regime de *lay-off*. No que respeita ao mercado de trabalho, verificou-se um aumento da taxa de desemprego para 6,8% em 2020, tendo sido de 6,5% em 2019 (Fonte: INE). Este aumento relativamente baixo na taxa de desemprego é explicado pela implementação do regime de *lay-off* simplificado.

A inflação foi praticamente nula, acompanhando a tendência registada no ano anterior, que foi de 0,3% em 2019 (Fonte: INE), influenciada pela evolução negativa dos preços de bens energéticos, pela queda do preço do petróleo e pelo abrandamento dos preços dos serviços. Em contraste, os preços dos bens alimentares aceleraram em 2020, com a inflação alimentar a fixar-se em 2,1%, face a 0,3% registada em 2019 (Fonte: INE). As perspetivas económicas são de elevada incerteza, muito dependentes da evolução da pandemia, da rapidez e eficácia do plano de vacinação.

A economia **polaca**, em 2020, foi uma das economias europeias que apresentou maior resistência ao impacto negativo provocado pela pandemia de Covid-19. Ainda assim, o PIB registou uma queda de 2,8%, em contraste com o crescimento de 4,5% em 2019 (Fonte: Banco Nacional da Polónia). A taxa de desemprego aumentou para 5,9% em 2020, face a 5,4% em 2019 (Fonte: Eurostat). Os incentivos à manutenção do emprego por parte do Governo ajudaram as empresas a fazer face à quebra da atividade económica, evitando a destruição de empregos. Em 2020, o zloty (moeda polaca) registou uma desvalorização de 3,4%. O aumento generalizado dos preços dos bens alimentares, que se fixou em 4,7% (Fonte: Eurostat), explica o crescimento do IPC. As expectativas económicas para 2021 estão

associadas à evolução do cenário pandémico global, sobretudo no que respeita à evolução do plano de vacinação. Além disso, espera-se que o possível aumento do desemprego no início de 2021 possa ser contido com o recurso a incentivos governamentais. Para 2021, é esperada uma desaceleração da inflação para um valor entre os 2,0% e os 2,5% (Fonte: Projeções Eurostat) apesar do aumento da carga fiscal, que resultará da aplicação do imposto sobre as vendas de retalho e das taxas sobre a energia, bebidas alcoólicas e bebidas com alto teor de açúcar. A recuperação do zloty face ao euro estará dependente do sentimento económico global e, principalmente, da intervenção do Banco Central Polaco no mercado cambial.

A economia **colombiana**, em 2020, registou uma queda significativa, com uma diminuição do PIB em cerca de 7%, tendo este crescido 3,3% em 2019 (Fonte: *The Economist Intelligence Unit - EIU*), explicada pela forte redução da procura interna e pela significativa queda da procura global. Apesar da queda na confiança dos consumidores, o consumo privado foi suportado por baixos níveis de inflação e de taxas de juro. Em relação à procura global, a queda registada no comércio internacional gerou um forte impacto na economia colombiana, resultando em reduções nas exportações e importações. Devido ao surgimento da pandemia, a capacidade instalada e o investimento em maquinaria e equipamentos foram reduzidos, diminuindo a capacidade produtiva. Para além disso, acresce que a construção civil, um setor vital para a economia colombiana, também apresentou fortes quedas. Este contexto explicou a deterioração significativa do mercado de trabalho, com a taxa de desemprego a registar níveis elevados, de 16,1% em 2020 face a 10,5% em 2019 (Fonte: EIU). A inflação de 2020 fixou-se em 2,5%, abaixo dos 3,5% de 2019 (Fonte: EIU). Esta descida é explicada, principalmente, pela forte redução dos preços de energia, bem como pela redução dos custos com educação e comunicações. Por outro lado, o preço dos bens alimentares aumentou 5,6% em 2020, tendo sido registado um aumento de 4,9% em 2019 (Fonte: Departamento Administrativo Nacional de Estatística da Colômbia - DANE). Em 2020, o peso colombiano registou uma desvalorização de 14,2% face a 2019 (Fonte: Banco Central Colombiano). Para o ano de 2021, as perspetivas apontam para uma recuperação ponderada da economia colombiana, o que pode ser explicado pela reabertura gradual da economia, pela evolução dos preços do petróleo, pelo aumento moderado do consumo, nomeadamente na procura de bens e serviços reprimida, bem como na manutenção de taxas de juro e de inflação moderadas.

4.10. Análise do Setor

4.10.1. Retalho alimentar

Em 2020, a **economia portuguesa** foi afetada pela pandemia de Covid-19, que determinou alterações significativas no comportamento dos consumidores, nomeadamente no que se refere ao local de compra, atendendo às restrições impostas aos operadores, tanto em termos de horários de funcionamento, como de número máximo de clientes em loja. Adicionalmente, verificou-se uma quebra significativa do turismo, registando uma queda de 62% de dormidas de acordo com os dados de outubro do Instituto Nacional de Estatística (INE), do consumo fora do lar e de refeições prontas. Os efeitos económicos provocados pela crise pandémica, agravados pelo aumento do desemprego (e quebra de rendimentos), sentiram-se de forma significativa no mercado alimentar. Desta forma, as vendas de comércio a retalho de produtos alimentares, bebidas e tabaco cresceram apenas 1,8% em 2020, um valor inferior aos 2,9% registados em 2019 (Fonte: INE). As compras *online* de bens alimentares, higiene pessoal e bebidas aumentaram significativamente no contexto pandémico. De acordo com dados do INE, a percentagem de utilizadores de comércio eletrónico registou em 2020 o maior aumento desde 2002.

A situação pandémica impactou também, de forma significativa, a evolução do mercado de Retalho Alimentar na **Polónia**. As restrições que foram implementadas durante o ano para travar a pandemia, tiveram impactos negativos no consumo das famílias. Por um lado, as restrições impostas à movimentação das pessoas e no acesso às lojas limitaram o consumo em geral. Por outro, o aumento do desemprego e a queda do salário médio, pressionaram o rendimento disponível e o comportamento do consumo. Neste contexto, o mercado de Retalho Alimentar registou, ainda assim, uma dinâmica positiva em 2020 e, de acordo com o relatório da *Poland Market Research 2020*, terá crescido 1,8%, para 295 mil milhões de zlotys (4% em 2019), sendo expectável que nos próximos anos se verifiquem crescimentos de 3% a 4% ao ano. O confinamento imposto originou um aumento significativo das compras *online* em todos os setores do mercado, incluindo no Retalho Alimentar, bem como um crescimento elevado do serviço *click & collect*. Além disso, o encerramento dos restaurantes impôs alterações significativas nos hábitos de compra, originando um aumento da preparação de refeições em casa, que beneficiou o Retalho Alimentar enquanto principal fornecedor desses ingredientes. Uma tendência foi a do aumento do número de lojas de *Discount* e Supermercados, que oferecem uma oferta cada vez mais abrangente e a preços competitivos.

O mercado de Retalho Alimentar na **Colômbia** registou um decréscimo de 5,4% (Fonte: Nielsen Mercado Total) nos primeiros nove meses do ano, devido ao impacto do aumento do desemprego e da redução do rendimento disponível das famílias, assim como a limitação da mobilidade, que restringiu de forma significativa o número de visitas às lojas. No segundo semestre do ano, o Retalho Independente apresentava uma forte redução da quota de mercado, de 45,3% no primeiro trimestre para 32,1% no segundo trimestre (Fonte: Departamento Administrativo Nacional de Estatística da Colômbia - DANE), em resultado das mudanças de hábitos dos consumidores, com destaque para a imposição governativa de não permitir o consumo de bebidas alcoólicas e *snacks* dentro das lojas. Isto explica também o aumento do consumo em casa o que sustentou o aumento da quota de mercado do Retalho Organizado de 23,4% no primeiro trimestre, para 27,9% no segundo trimestre (Fonte: DANE). Também na Colômbia, o peso das vendas *online* no total das vendas do retalho aumentou consideravelmente durante o ano de 2020, tendo atingido cerca de 9,0% (Fonte: Nielsen *E-commerce – Report 2020*) durante o período mais crítico da pandemia. O formato *Discount* voltou a ser o que apresentou maior crescimento, o que também pode ter sido impulsionado pelo facto de os consumidores estarem mais sensíveis ao fator preço devido à quebra de rendimentos. Em 2021, é expectável que o mercado de Retalho Alimentar volte a crescer (apesar das limitações impostas no combate à Covid-19), ainda que o nível de crescimento dependa muito do controlo da pandemia e da eficácia do plano de vacinação.

4.10.2. Mercado grossista

O mercado de *cash & carry* foi bastante afetado pelos efeitos da pandemia de Covid-19, tendo registado um decréscimo de 9,6% em relação ao ano anterior (Fonte: Nielsen). No canal HoReCa (Hotéis, Restaurantes e Cafés), o decréscimo do turismo, as limitações de circulação que levaram à redução do consumo local e as inúmeras restrições impostas ao setor, conduziram a uma queda acentuada das vendas. Os dados do Turismo de Portugal indicavam uma quebra de receitas de cerca de 56% face a 2019. Por outro lado, a crise pandémica estimulou o desempenho do Retalho Tradicional, com as lojas de proximidade a ganharem relevância nas preferências do consumidor – o crescimento do Retalho Tradicional de 2,5% foi superior ao do Retalho Alimentar total de 1,6% (dados retirados da Nielsen).

Para 2021, e apesar da elevada incerteza quanto à evolução da pandemia, espera-se que os efeitos da crise sanitária se continuem a fazer sentir, pelo que a recuperação do mercado de *cash & carry* deverá ser lenta.

5. ANÁLISE DA SITUAÇÃO ECONÓMICO-FINANCEIRA

5.1. Análise do Funcionamento Corrente (Rácios de Funcionamento)

Neste capítulo, irá ser analisado o funcionamento corrente da empresa (ciclo de exploração) através dos rácios de funcionamento.

Para realizar esta análise, recorreu-se aos seguintes rácios: prazo médio de recebimento (PMR), prazo médio de pagamento (PMP), permanência média do inventário (PMI), rotação do inventário (RI) e rotação do ativo (RA).

Com efeito, o prazo médio de recebimento e de pagamento indicam se a empresa está a fazer uma gestão eficiente da sua tesouraria, pelo que, o ideal será receber de clientes o mais cedo possível (e portanto o PMR deverá apresentar valores reduzidos), e pagar mais tarde a fornecedores (sendo que o PMP deverá apresentar um valor superior). Assim, para uma gestão eficiente de tesouraria, o prazo médio de recebimento terá de ser inferior ao prazo médio de pagamento, o que significa que a empresa está a receber mais cedo de clientes e a pagar mais tarde aos fornecedores, originando um excedente de tesouraria. Caso contrário, se o PMR for superior ao PMP, isto irá originar um défice de tesouraria.

O rácio de rotação do ativo demonstra a eficiência da sua utilização face às vendas, permitindo avaliar se a capacidade produtiva está a ser maximizada.

O rácio de permanência média de inventário bem como a sua rotação, permite avaliar a eficiência na utilização dos inventários, pelo que quanto menor for a permanência do inventário em armazém, melhor será para a empresa, pois estará a reduzir os respetivos custos de armazenagem.

Tabela 8: Rácios de Funcionamento Corrente do Grupo JM

Indicadores de Funcionamento	2016	2017	2018	2019	2020
Prazo Médio de Recebimento (dias) (clientes/vendas e prest serviços c/ IVA (23%))*360	2,78	3,21	3,16	2,96	2,43
Prazo Médio de Pagamento (dias) (Fornecedores/(compras+FSE c/IVA))*360	64,39	65,01	66,24	66,28	66,97
Permanência Média de Inventário (dias) (Inventários/CMVMC)*360	22,51	23,67	25,75	25,72	23,34
Rotação do Inventário (CMVMC/Inventário)	15,99	15,21	13,98	14,00	15,43
Rotação do Ativo ((V+PS)/Ativo)	2,65	2,68	2,65	2,27	2,01

Fonte: Elaboração Própria.

Em relação aos rácios de funcionamento, pode afirmar-se que o Grupo Jerónimo Martins reduziu a sua eficiência ao nível da utilização do ativo, dado que se verificou uma redução na rotação do ativo, que passou de 2,68 em 2017 para 2,01 em 2020 (os ativos estão a rodar

menos vezes). Contudo, verifica-se um aumento da eficiência na utilização dos inventários, pois estes estão a rodar mais, o que se evidencia também na diminuição do rácio de permanência média dos inventários, que passou de 25,75 dias em 2018 para 23,34 dias em 2020, ou seja, os inventários ao permanecerem menos dias em armazém estão a rodar mais vezes, e origina um aumento no rácio rotação do inventário, que passou de 13,98 em 2018 para 15,43 em 2020.

Para além disso, no que concerne ao prazo médio de recebimento de clientes e ao prazo médio de pagamento a fornecedores, pode verificar-se que o Grupo JM está a efetuar uma gestão de cobranças e pagamentos mais eficiente, dado que o prazo médio de recebimento de clientes diminuiu consistentemente desde 2017 até 2020, passando de 3,21 dias em 2017 para 2,43 dias em 2020 (o Grupo recebe de clientes em cerca de dois dias e meio), o que demonstra que o Grupo está a receber cada vez mais cedo de clientes. O prazo médio de pagamento a fornecedores aumentou desde 2016 até 2020, passando de 64,39 dias em 2016 para 66,97 dias em 2020, o que evidencia que o Grupo Jerónimo Martins está a pagar mais tarde aos fornecedores (financiando-se desta forma a custo zero). Desta forma, pode concluir-se que o Grupo JM está a receber mais cedo de clientes e a pagar mais tarde aos fornecedores, praticando assim uma gestão de tesouraria mais eficiente. É importante referir, que para calcular o Prazo Médio de Recebimento e o Prazo Médio de Pagamento, assumiu-se uma taxa de IVA de 23% por simplificação, e que o valor dos clientes correspondia à rubrica “clientes comerciais correntes” e “outros devedores correntes” dos “devedores, acréscimos e diferimentos” conforme o Anexo 3, e que o valor dos fornecedores correspondia à rubrica “outros credores comerciais correntes” e “outros credores não comerciais correntes”, dos “credores, acréscimos e diferimentos” conforme Anexo 4.

5.2. Análise da Estrutura de Capitais

5.2.1. Rácios de solvabilidade e de estrutura de capitais

Os rácios da estrutura de capitais permitem aferir, a percentagem de capitais próprios e alheios presentes na sua estrutura, e a forma como a empresa gere os mesmos. Foram calculados os seguintes rácios: *Debt to Equity Ratio*, autonomia financeira, endividamento e estrutura do mesmo, solvabilidade, e cobertura dos encargos financeiros.

A solvabilidade também é um rácio importante, uma vez que demonstra se a empresa consegue fazer face ao seu passivo, isto é, se consegue cumprir com os seus compromissos nos prazos de vencimento perante terceiros.

Tabela 9: *Rácios de Solvabilidade e Estrutura de Capitais*

Rácios	2016	2017	2018	2019	2020
Indicadores Estrutura Financeira					
Autonomia Financeira (CP/(Passivo+CP))	35,01%	31,25%	30,27%	22,86%	23,94%
Endividamento (Passivo/(Passivo+CP))	64,99%	68,75%	69,73%	77,14%	76,06%
Estrutura do Endividamento (PC/Passivo)	92,99%	90,83%	90,17%	67,07%	66,11%
Estrutura de Capitais (P/CP) - <i>Debt to equity ratio</i>	1,86	2,20	2,30	3,38	3,18
Solvabilidade (CP/Passivo)	53,87%	45,46%	43,42%	29,63%	31,48%
Cobertura dos encargos financeiros (EBIT/Enc Financeiros)	32,70	46,65	22,60	3,58	3,14
Cobertura dos ativos não correntes ((CP+PNC)/ANC)	0,56	0,54	0,53	0,64	0,67

Fonte: Elaboração Própria.

Em relação aos rácios da estrutura financeira, o rácio da autonomia financeira demonstra a parcela do ativo financiada por capitais próprios, registando-se uma autonomia financeira com uma tendência decrescente, passando de 35% em 2016 para 23,94% em 2020, o que mostra que o peso do capital próprio no total do ativo foi diminuindo. Isto verifica-se de forma mais acentuada em 2019 e 2020, uma vez que autonomia financeira passou de 30,27% em 2018, para 22,86% em 2019, e para 23,94% em 2020, o que se deve ao aumento do passivo corrente e não corrente com a rubrica “responsabilidades com locações” (em 2019 esta rubrica registou um valor de aproximadamente 2.000.000 milhares de euros no passivo não corrente), devido à implementação da norma de relato financeiro IFRS 16 em 2019.

Desta forma, também é perceptível que a dependência financeira (1 – Autonomia Financeira) do Grupo aumenta de 2016 para 2020, passando de 65% para 76%, respetivamente, o que demonstra uma maior dependência do passivo.

No que respeita ao rácio da solvabilidade, verifica-se que o Grupo JM diminuiu a capacidade para satisfazer os seus compromissos junto de terceiros ao longo dos 5 anos de análise, pelo que, se em 2016 alienasse o ativo total conseguiria pagar 54% das dívidas de capital alheio, e em 2020 apenas conseguiria pagar 31% do capital alheio. Esta redução contínua da solvabilidade deve-se ao aumento progressivo do passivo total (o passivo total, em 2019, aumentou 62% face a 2018). Não obstante, como estes valores são inferiores a 100%,

pode concluir-se que o valor do património da empresa não permite cobrir a totalidade das dívidas.

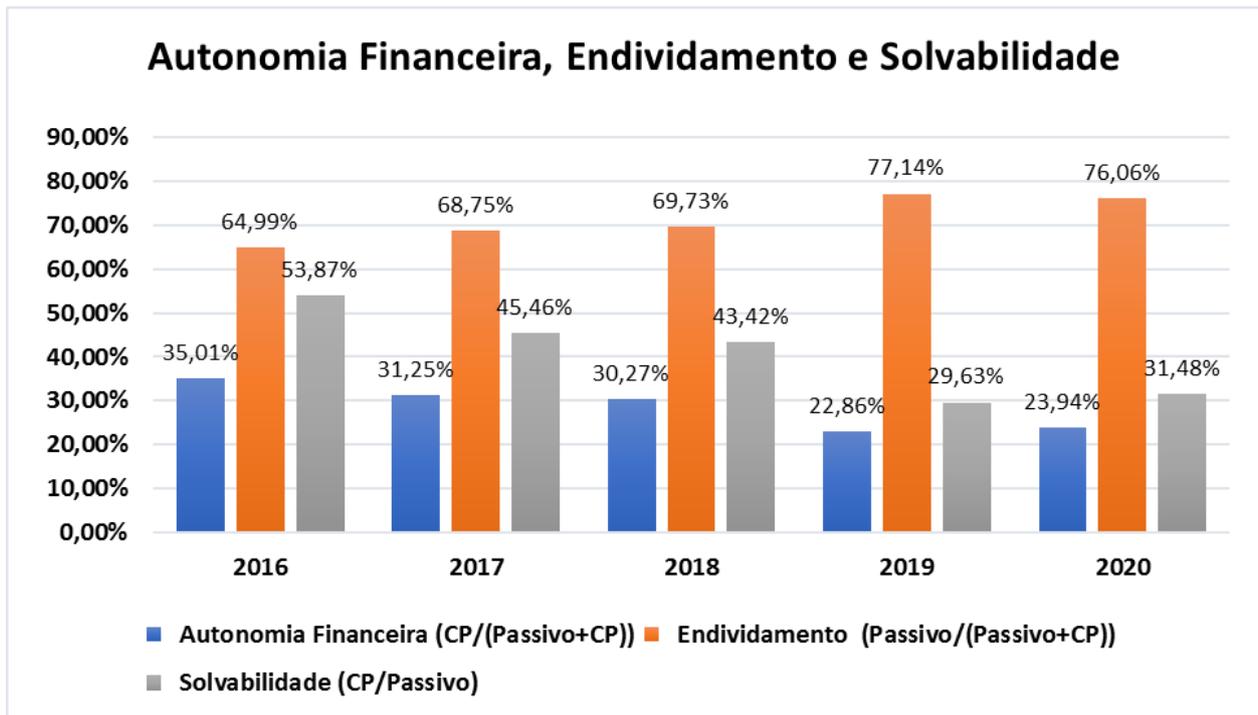
Em relação ao endividamento, pode observar-se que o seu peso vai aumentando progressivamente, passando de 65% em 2016 para 76% em 2020, fruto do aumento da rubrica “responsabilidades com locações” que inflacionou o passivo corrente e não corrente a partir de 2019. Esta rubrica “responsabilidades com locações” deve-se à implementação da norma IFRS 16 a partir de 2019, o que provocou um aumento no passivo total. Isto justifica-se, pelo facto desta norma definir que os *leasings* operacionais, que anteriormente se registavam na conta 62 (Fornecimentos e Serviços Externos), passam agora a ter de ser registados na conta 25 (Financiamentos obtidos), tal como os *leasings* financeiros. Isto origina, que os *leasings* operacionais passem a ser registados no passivo, fazendo aumentar o valor do mesmo, para além de originar também o aumento do valor do ativo (porque estes *leasings* são registados no ativo não corrente).

Para além disso, também se verifica um aumento progressivo na estrutura de capitais (*Debt to Equity Ratio*), dado que este rácio passa de 1,86 em 2016 para 3,18 em 2020. Isto deve-se à implementação da norma IFRS 16, que levou ao registo das responsabilidades com locações no passivo.

No que respeita à estrutura de endividamento, verifica-se que o peso do passivo corrente no passivo total foi diminuindo progressivamente, passando de 93% em 2016 para 66% em 2020, fruto do aumento substancial do passivo não corrente (uma vez que o passivo total está no denominador do rácio).

Também se observa, que o Grupo Jerónimo Martins não apresenta problemas em pagar os juros dos financiamentos, o que se verifica através do rácio de cobertura dos encargos financeiros, pois os resultados operacionais (EBIT), em 2020, excedem em 3 vezes o valor dos encargos financeiros.

Figura 5: Gráfico com Autonomia Financeira, Endividamento e Solvabilidade



Fonte: Elaboração Própria.

O gráfico da Figura 5 demonstra que à medida que o endividamento vai aumentando, ocorre uma diminuição da autonomia financeira, e por sua vez, uma redução na solvabilidade do Grupo JM, ao longo dos 5 anos de análise.

5.3. Análise da Rentabilidade

5.3.1. Análise dos rácios de rentabilidade

Os rácios de rentabilidade permitem comparar os resultados obtidos pela empresa num determinado período de tempo, com os respetivos meios utilizados para atingir os mesmos.

A rentabilidade do capital próprio permite aferir a taxa de rentabilidade obtida com o capital investido, e a rentabilidade do ativo indica o lucro obtido por cada unidade monetária investida em ativos.

Em relação a todos estes rácios de rentabilidade, quanto maior for o seu valor, melhor será o cenário da empresa em estudo.

Tabela 10: *Rácios de Rentabilidade*

Rácios de rentabilidade	2016	2017	2018	2019	2020
Rentabilidade do Capital Próprio (RL/CP)	29,80%	19,14%	19,89%	17,49%	13,83%
Rentabilidade operacional das vendas (RO/Vendas e Serviços prestados)	3,66%	3,55%	3,38%	3,79%	3,31%
Rentabilidade líquida das vendas (RL/Vendas e serviços prestados)	4,06%	2,37%	2,31%	2,09%	1,62%
Rentabilidade do Ativo (RL/Ativo)	10,43%	5,98%	6,02%	4,00%	3,31%
Rentabilidade dos Capitais Permanentes (RL/(CP+PNC))	26,37%	15,93%	16,22%	8,28%	6,66%
Rentabilidade Económica (RO/Ativo Total)	9,42%	8,96%	8,81%	7,24%	6,78%
Rentabilidade do Investimento (RAI/(CP+PNC))	33,08%	23,35%	22,72%	11,67%	9,79%
Taxa de Crescimento do Negócio	6,51%	11,31%	6,52%	7,51%	3,52%
Margem EBITDA (EBITDA/(V+PS))	5,89%	5,66%	5,54%	7,71%	7,38%

Fonte: Elaboração Própria.

Através da análise dos rácios de rentabilidade é possível verificar, que a rentabilidade dos capitais próprios do Grupo JM registou uma redução progressiva ao longo dos anos, passando de 29,80% em 2016 para 13,83% em 2020, fruto da diminuição dos resultados líquidos (que registaram uma quebra de 47% de 2016 para 2020). Em 2017, verificou-se uma redução da rentabilidade do capital próprio para 19,14% devido à redução dos resultados líquidos (que registaram uma quebra de 35%).

Para além disso, observa-se que a rentabilidade do ativo acompanha a tendência da rentabilidade do capital próprio. Isto é, a rentabilidade do ativo também regista uma diminuição progressiva ao longo do horizonte temporal de análise, passando de 10,43% em 2016 para 3,31% em 2020, visto que a redução dos resultados líquidos origina uma quebra da rentabilidade do ativo total.

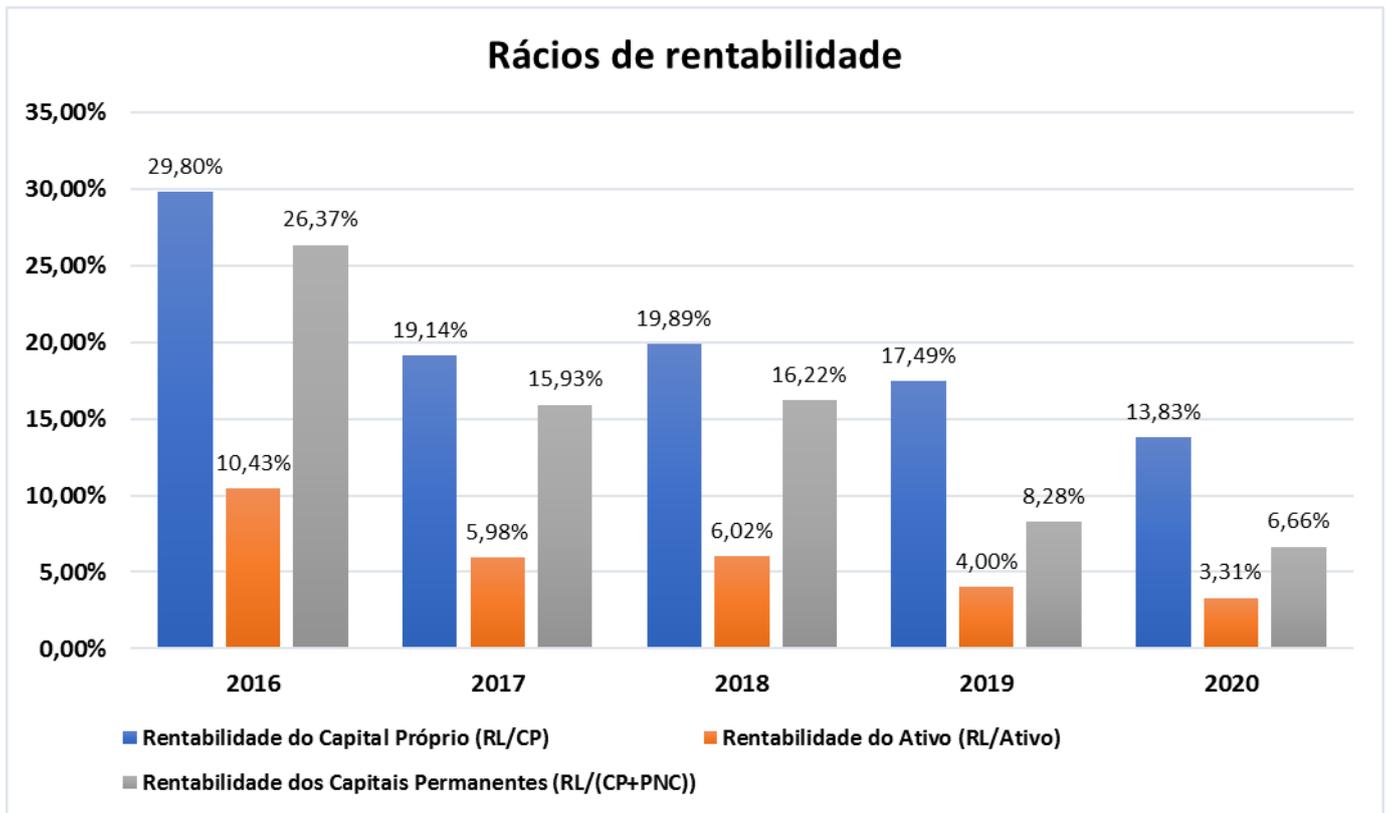
A rentabilidade operacional das vendas permite aferir que o resultado operacional do Grupo representa 3,31% do total das vendas e serviços prestados em 2020.

Também é possível verificar que o negócio do Grupo JM registou crescimentos sucessivos ao longo dos 5 anos, tendo desacelerado o seu crescimento em 2020 fruto da pandemia do Covid-19, ano em que cresceu apenas 3,52%.

Em relação à margem do EBITDA, verifica-se um aumento da mesma em 2019 e 2020, para 7,71% e 7,38%, respetivamente.

Outro rácio importante de analisar é a rentabilidade dos capitais permanentes, visto que em 2020, o Grupo JM com os capitais permanentes à disposição (capital próprio + passivo não corrente) conseguiu gerar um resultado líquido que representa 6,66% destes capitais. Este rácio apresenta uma tendência decrescente de 2016 para 2020, devido à redução dos resultados líquidos.

Figura 6: Gráfico Rácios de Rentabilidade



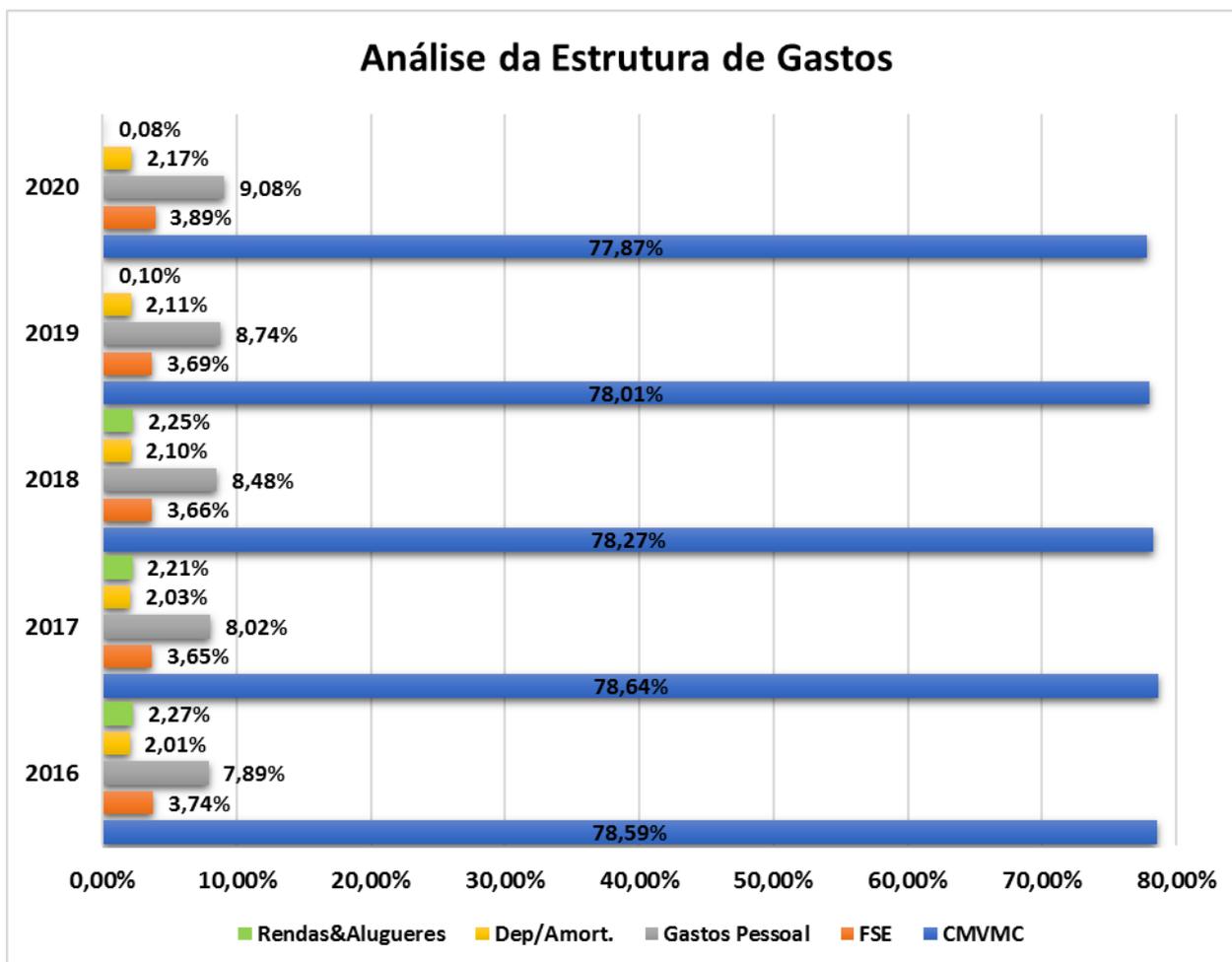
Fonte: Elaboração Própria.

O gráfico da Figura 6 demonstra bem a tendência decrescente dos rácios de rentabilidade do capital próprio, dos capitais permanentes e do ativo. Estes rácios apresentam um comportamento semelhante ao longo dos 5 anos de análise, evidenciando uma tendência decrescente, pois todos são calculados com o resultado líquido no numerador, e como vimos anteriormente, os resultados líquidos foram diminuindo de 2016 para 2020.

5.4. Análise da Estrutura de Gastos

O gráfico da Figura 7 apresenta o peso dos gastos sobre as vendas, evidenciando os gastos com maior peso na estrutura do Grupo JM.

Figura 7: Análise da Estrutura de Gastos do Grupo JM



Fonte: Elaboração Própria.

Desta forma, verifica-se que o Custo das Mercadorias Vendidas e das Matérias Consumidas (CMVMC) é o gasto com maior peso nos anos em análise, representando cerca de 78% do total das vendas, o que evidencia o elevado peso desta rubrica. Em segundo lugar, surgem os gastos com pessoal, que foram aumentando o seu peso progressivamente, representando 9% do total das vendas em 2020. Os Fornecimentos e Serviços Externos (FSE) registaram um peso de 3,89% em 2020. Não obstante, as rendas e alugueres foram diminuindo

o seu peso, sendo que em 2019 e 2020 passaram a ter um peso residual, fruto da implementação da IFRS 16.

Pode assim concluir-se, que a rubrica CMVMC é a que pesa mais na estrutura de gastos do Grupo JM.

5.5. Determinação da Taxa Efetiva de Imposto

De acordo com o artigo 87º, nº1 do Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas (CIRC): “A taxa do IRC é de 21 %, exceto nos casos previstos nos números seguintes”. Em 2020, a taxa de imposto sobre o rendimento (IRC) aplicada às sociedades a operar em Portugal foi de 21%. Para as sociedades que apresentam resultados fiscais positivos é aplicada adicionalmente uma taxa de 1,5% a título de derrama municipal e uma taxa de derrama estadual (artigo 87º-A do CIRC) de 3%, 5% e 9% para lucros fiscais superiores a 1.500.000 €, 7.500.000 € e 35.000.000 €, respetivamente.

Por conseguinte, determinou-se a taxa efetiva de imposto do Grupo Jerónimo Martins, desde 2016 a 2020. Esta taxa efetiva resulta do quociente entre o imposto sobre os rendimentos e o resultado antes de imposto (RAI). A Tabela 11 apresenta os resultados obtidos.

Tabela 11: *Determinação da Taxa Efetiva de Imposto*

milhares de euros	2016	2017	2018	2019	2020
Resultados Antes de Impostos (RAI)	744.195 €	564.817 €	561.790 €	549.226 €	458.656 €
Imposto s/ Rendimentos	129.969 €	152.236 €	131.930 €	128.459 €	135.936 €
Taxa Efetiva de Imposto	17,46%	26,95%	23,48%	23,39%	29,64%

Fonte: Elaboração Própria.

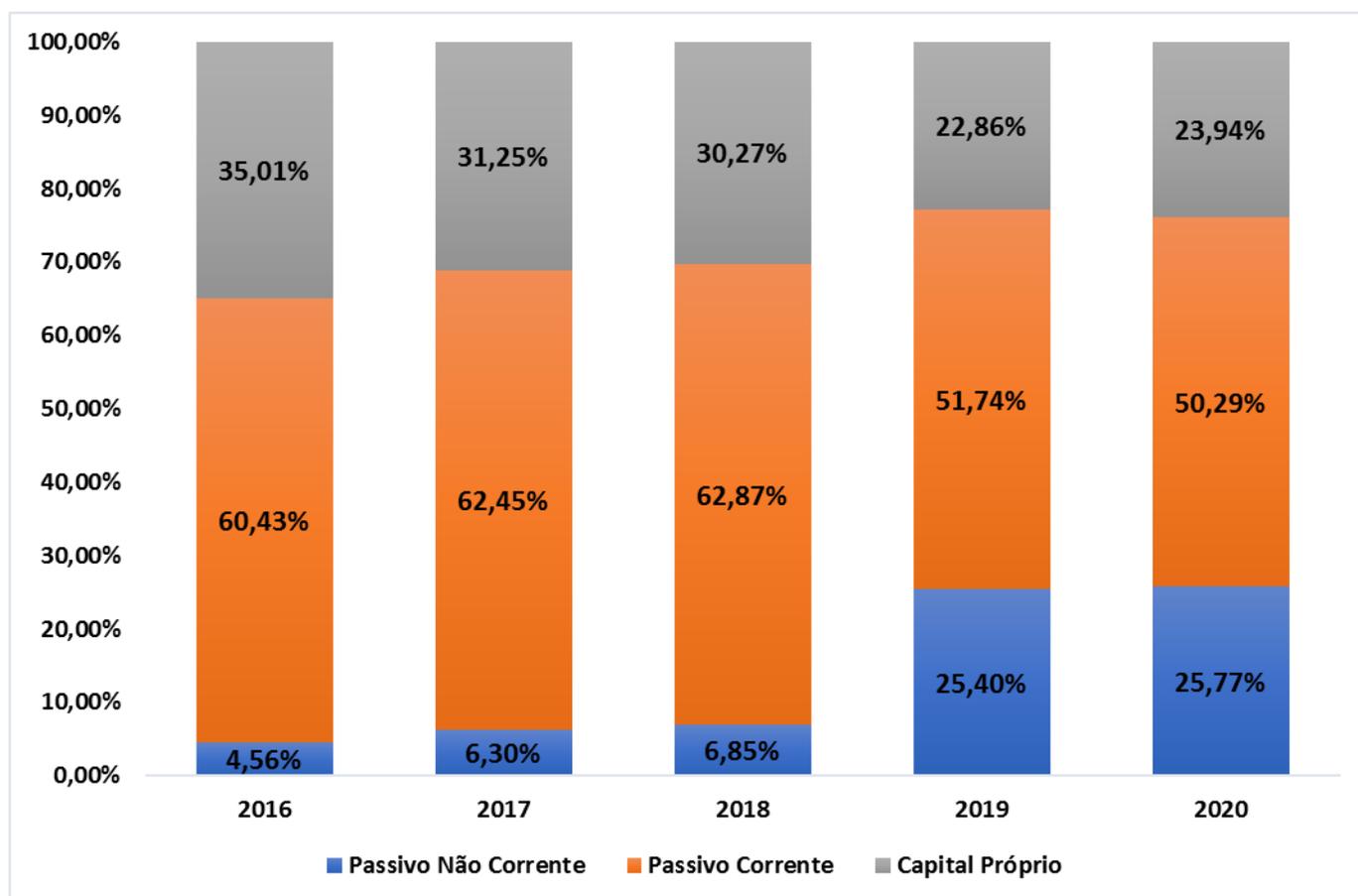
5.6. Análise da Estrutura de Capitais e da Política de Dividendos

5.6.1. Análise da estrutura de capitais

Uma empresa pode financiar-se através de capitais próprios e capitais alheios. A combinação destas duas fontes de financiamento designa-se por estrutura de capitais. Por sua vez, a estrutura de capitais influencia o valor da empresa, sendo importante estudar o peso de cada uma destas fontes de financiamento no total do 2º membro do balanço.

As empresas pretendem atingir uma estrutura ótima de capitais, que corresponde à proporção de capitais próprios e capitais alheios que a empresa utiliza, para financiar a sua atividade e maximizar o seu valor.

Figura 8: Gráfico da Estrutura de Capitais do Grupo JM



Fonte: Elaboração Própria.

O gráfico da estrutura dos capitais do Grupo JM permite retirar conclusões sobre a situação da empresa, através da análise dos passivos exigíveis a curto e médio/longo prazo. Assim, é possível verificar que a estrutura de capital do Grupo JM, em 2020, é financiada em

23,94% por capitais próprios e em 25,77% por capitais alheios de médio/longo prazo, o que demonstra que os capitais permanentes representam 49,71% do total do 2º membro do balanço.

Para além disso, verifica-se um aumento progressivo do peso do passivo não corrente (exigível a médio/longo prazo), que passou de 4,56% em 2016 para 25,77% em 2020, fruto do aumento da rubrica “responsabilidades com locações” que inflacionou o passivo não corrente a partir de 2019. Esta rubrica “responsabilidades com locações” deve-se à implementação da norma IFRS 16 a partir de 2019, o que provocou um aumento no passivo total. Por outro lado, verifica-se uma redução do peso do passivo corrente (exigível a curto prazo), dado que o seu peso diminuiu de 60,43% em 2016 para 50,29% em 2020. Por conseguinte, isto demonstra uma gestão mais eficiente dos passivos da empresa, dado que o Grupo JM está a transformar os passivos correntes, que são exigidos no curto prazo, em passivos não correntes, que apenas serão exigidos no médio/longo prazo, o que permite reduzir a pressão ao nível da tesouraria.

Com efeito, com base nas análises anteriores, é possível concluir que o passivo de médio/longo prazo (não corrente) de 2019 e 2020, é financiado na sua maioria, por locações (representando 78% do passivo não corrente em 2020), e em segundo lugar, por empréstimos bancários. O passivo exigível a curto-prazo (passivo corrente), regista um peso elevado de 50,29% em 2020, e é financiado na sua maioria pelos valores em dívida aos fornecedores (representando 74,55% do passivo corrente em 2020), sendo esta uma situação desfavorável para o Grupo JM, dado que estes passivos têm de ser pagos no curto-prazo. Mas também é importante referir, que o Grupo JM sendo uma cadeia de hipermercados/retalista alimentar, consegue financiar-se através dos fornecedores (com prazos de pagamento alargados, a uma taxa de juro nula, pagando mais tarde a estes), o que torna o facto anterior menos preocupante.

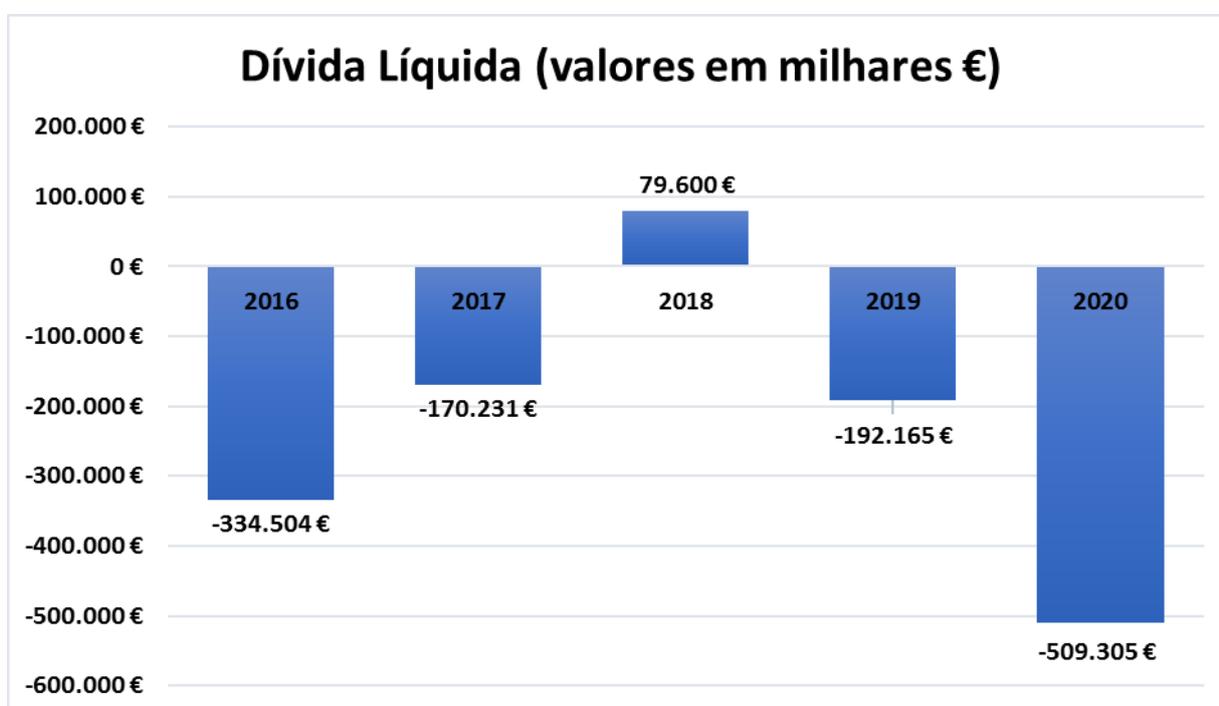
5.6.1.1. Estrutura de endividamento do Grupo Jerónimo Martins

Em relação ao endividamento, pode observar-se que o seu peso vai aumentando progressivamente, atingindo um peso de 76% em 2020, fruto do aumento da rubrica “responsabilidades com locações” que inflacionou o passivo corrente e não corrente a partir de 2019. Esta rubrica “responsabilidades com locações” deve-se à implementação da norma IFRS 16 a partir de 2019, o que provocou um aumento no passivo total. Isto justifica-se, pelo

facto desta norma definir que os *leasings* operacionais, que anteriormente se registavam na conta 62 (Fornecimentos e Serviços Externos), passam agora a ter de ser registados na conta 25 (Financiamentos obtidos), tal como os *leasings* financeiros. Isto origina, que os *leasings* operacionais passem a ser registados no passivo, fazendo aumentar o valor do mesmo, para além de originar também o aumento do valor do ativo (porque estes *leasings* são registados no ativo não corrente).

Por sua vez, isto irá originar um aumento da dívida líquida em 2019 para 192.165 milhares de euros, e em 2020 atingindo o seu máximo de 509.305 milhares de euros.

Figura 9: Gráfico com a Evolução da Dívida Líquida



Fonte: Elaboração Própria.

O Grupo JM tem contratados programas de papel comercial no montante total de 365 milhões €. Foram realizadas algumas emissões de papel comercial, com vista a colmatar necessidades de tesouraria decorrentes da atividade normal do Grupo, mas sem utilização à data de 31 de dezembro de 2020.

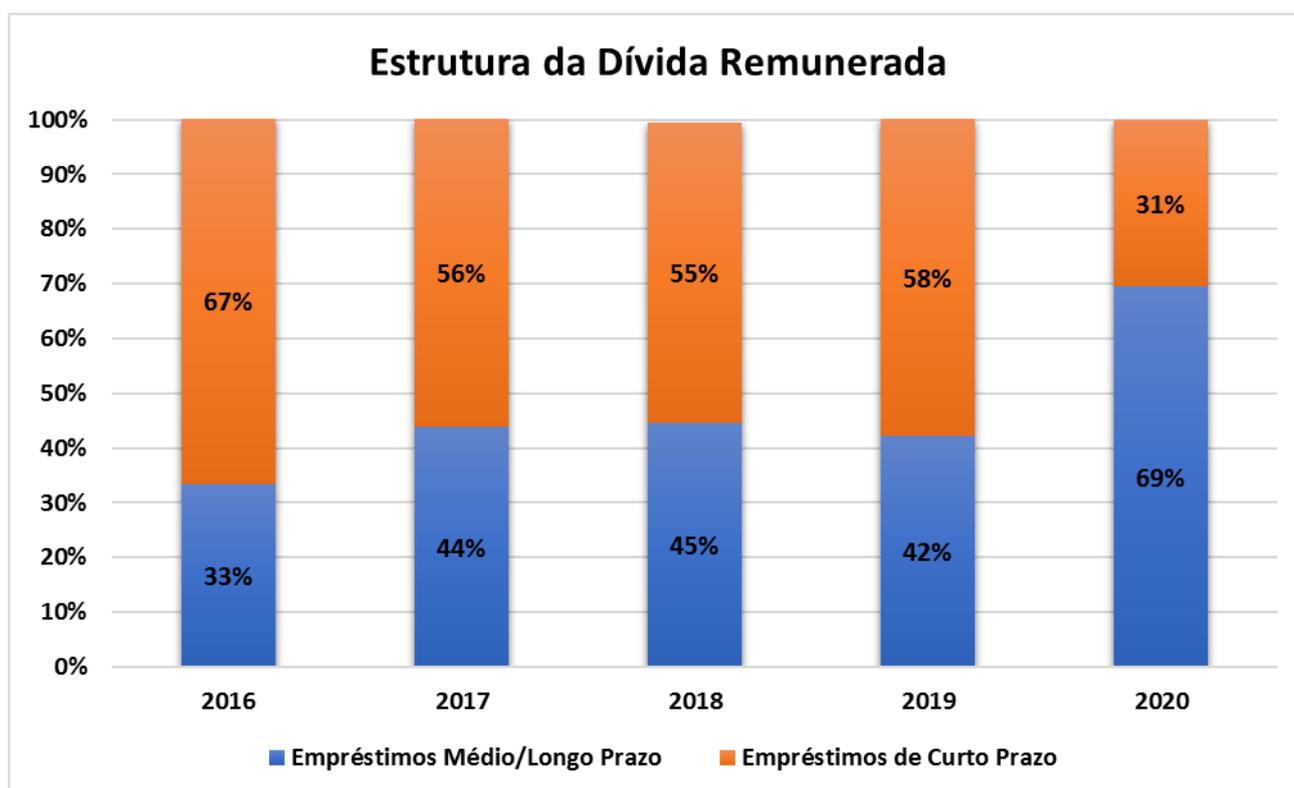
Foi negociada a extensão de prazo, por dois anos adicionais, de uma linha de descoberto bancário detida pela Jeronimo Martins Polska, S.A. e pela Jeronimo Martins Drogerie i Farmacja Sp. z o.o. no montante de 150 milhões PLN (cerca de 33 milhões €).

Foi contratado um novo financiamento celebrado entre o European Investment Bank, por um lado, e a Jerónimo Martins, SGPS, S.A., a Jeronimo Martins Polska, S.A. e a JM Nieruchomości Bis sp. z o.o, por outro, que visa financiar projetos de sustentabilidade energética na cadeia Biedronka, por um valor total de 720 milhões PLN (cerca de 160 milhões €).

A Jerónimo Martins Colombia contratou com a International Finance Corporation, um empréstimo em pesos colombianos, a 7 anos, no montante superior a 350.000.000 milhares COP, equivalente a 84.000 milhares €.

A contratação destes dois financiamentos permitiu que a maturidade média da dívida se fixasse nos 5,1 anos em 2020, contra 1,7 anos em 2019.

Figura 10: *Evolução da Estrutura da Dívida Remunerada do Grupo JM*



Fonte: Elaboração Própria.

Ao observar-se o gráfico da Figura 10, verifica-se que a estrutura da dívida remunerada do Grupo JM foi-se alterando ao longo dos anos, uma vez que o peso dos empréstimos de curto prazo foi diminuindo ao longo do tempo, atingindo um peso de 31% em 2020, ao passo que o peso dos empréstimos de médio/longo prazo foi aumentando, alcançando o valor de 69% no mesmo ano. Com efeito, isto demonstra que houve uma intenção do Grupo de

substituir a dívida de curto prazo, por dívida de médio/longo prazo, o que origina benefícios, uma vez que os passivos não correntes são exigíveis no longo prazo, enquanto que os passivos correntes são exigidos no curto prazo.

5.6.1.2. Custos financeiros líquidos

Os custos financeiros líquidos representam juros de empréstimos obtidos, juros de investimentos efetuados, dividendos, ganhos e perdas cambiais em operações financeiras, ganhos e perdas resultantes da alteração de valor de ativos financeiros mensurados pelo seu justo valor através de resultados e, custos e proveitos com operações de financiamento. Os custos financeiros líquidos são reconhecidos em resultados numa base de acréscimo durante o período a que dizem respeito.

Tabela 12: Custos Financeiros Líquidos (2016 - 2020)

milhares €	2016	2017	2018	2019	2020
Juros suportados com empréstimos	-12.833 €	-15.157 €	-21.745 €	-26.484 €	-21.466 €
Juros suportados com locações	-	-	-	-132.642 €	-126.830 €
Juros obtidos	1.909 €	3.512 €	2.113 €	3.595 €	2.210 €
Dividendos	63 €	79 €	46 €	-	-
Diferenças de câmbio	-3.090 €	3.923 €	-969 €	-475 €	-8.256 €
Diferenças de câmbio em responsabilidades com locações	-	-	-	2.955 €	-21.439 €
Outros Custos e Proveitos Financeiros	-3.405 €	-4.078 €	-4.407 €	-5.239 €	-6.636 €
Justo valor instrumentos financeiros derivados	-	-445 €	-150 €	-414 €	1.928 €
Total	-17.356 €	-12.166 €	-25.112 €	-158.704 €	-180.489 €

Fonte: Elaboração Própria.

Com efeito, os encargos financeiros líquidos foram de 180,5 milhões de euros em 2020. Os juros suportados com empréstimos registaram uma redução em 2020 face a 2019, passando para 21.466 milhares de euros. Contudo, verifica-se que a partir de 2019, a rubrica juros suportados com locações regista um peso elevado, devido à implementação da IFRS 16. Desta forma, pode concluir-se que em 2019, os juros suportados com locações representavam cerca de 84% do total da dívida líquida, e em 2020 registaram um peso de cerca de 70% do total da dívida.

A rubrica juros suportados com locações, devido ao seu elevado valor e peso, foi responsável pelo aumento da dívida líquida a partir de 2019, uma vez que a dívida registava um valor de 25 milhões € em 2018, passando para 158,7 milhões € em 2019, e para 180,5 milhões € em 2020.

5.6.1.3. Custo do capital alheio (Ka)

O custo do capital alheio corresponde assim, à remuneração que a empresa tem de pagar para se financiar através de capitais alheios. O custo do capital alheio é também, a taxa de juro do mercado que a empresa tem de pagar pelos seus empréstimos obtidos. Este depende do nível geral das taxas de juro, do risco específico da empresa e da taxa de imposto sobre os rendimentos.

O custo do capital alheio é a taxa a que a empresa pode pedir empréstimos, corrigida pela poupança fiscal dos juros pagos:

$$\text{Custo dos capitais alheios} = K_a = \text{Taxa de juro} \times (1 - t) \quad (16)$$

Onde:

K_a: corresponde ao custo dos capitais alheios;

t: corresponde à taxa de imposto sobre os rendimentos aplicada sobre a empresa.

5.6.1.3.1. Custo do capital alheio com base no *rating* sintético

Em primeiro lugar, é importante referir que o Grupo Jerónimo Martins não possui instrumentos de dívida cotados em bolsa e por esse motivo não é seguido por analistas de crédito. Atualmente, o Grupo Jerónimo Martins não está notado pelas agências de *rating*.

Não existindo um *rating* disponível para estimar o custo da dívida, pode recorrer-se ao custo médio histórico da dívida remunerada da empresa. Isto é possível, porque as empresas que não possuem notação de *rating* contraem empréstimos junto de instituições financeiras, podendo calcular-se os encargos financeiros pagos por essa dívida remunerada obtendo-se o custo da dívida.

Não obstante, existe outra opção proposta pelo autor Damodaran, que consiste na criação de um *rating* sintético, de forma a que, com base nos rácios financeiros da empresa (rácio de cobertura dos encargos financeiros), seja possível atribuir um *rating* à mesma. Posteriormente, já com o *rating* sintético atribuído, este pode ser utilizado para estimar um *spread* de *default*, que depois será adicionado a uma taxa de juro sem risco, obtendo-se o custo da dívida (K_a) da empresa, antes de benefícios fiscais.

Assim, é possível criar um *rating* sintético de forma a obter a que classe de *rating* a empresa pertence. Isto pode ser feito recorrendo ao *rating* atribuído pelas agências de *rating* e pelos rácios financeiros observados pela empresa, nomeadamente o rácio de cobertura dos encargos financeiros.

Com o intuito de calcular o custo do capital alheio do Grupo Jerónimo Martins, é necessário recorrer ao *rating* sintético para calcular o custo da dívida do Grupo. Segundo Damodaran (2020), é possível calcular este *rating* sintético recorrendo ao rácio de cobertura dos encargos financeiros (*Interest Coverage Ratio*):

$$\text{Cobertura dos Encargos Financeiros} = \frac{EBIT}{\text{Encargos Financeiros Líquidos}} \quad (17)$$

De acordo com Damodaran (2020), pode atribuir-se um *rating* sintético à empresa com base no rácio de cobertura dos encargos financeiros, que tem por base a seguinte tabela:

Tabela 13: Tabela de Rating Sintético (2020)

Se o rácio de cobertura de encargos financeiros é			
>	≤ até	Rating	Spread
8,5	100000	Aaa/AAA	0,69%
6,5	8,499999	Aa2/AA	0,85%
5,5	6,499999	A1/A+	1,07%
4,25	5,499999	A2/A	1,18%
3	4,249999	A3/A-	1,33%
2,5	2,999999	Baa2/BBB	1,71%
2,25	2,499999	Ba1/BB+	2,31%
2	2,2499999	Ba2/BB	2,77%
1,75	1,999999	B1/B+	4,05%
1,5	1,749999	B2/B	4,86%
1,25	1,499999	B3/B-	5,94%
0,8	1,249999	Caa/CCC	9,46%
0,65	0,799999	Ca2/CC	9,97%
0,2	0,649999	C2/C	13,09%
-100000	0,199999	D2/D	17,44%

Fonte: Damodaran, A., 2020, Country Default Spreads and Risk Premiums. Disponível em <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.

O Grupo Jerónimo Martins, em 2020, apresentava um rácio de cobertura de encargos financeiros igual 3,818, como se pode demonstrar na Tabela 14.

Tabela 14: Determinação da Cobertura dos Encargos Financeiros

Valores em milhares de €	2020
EBIT	689.167 €
Encargos Financeiros Líquidos	180.489 €
Cobertura Encargos Financeiros	3,818

Fonte: Elaboração própria.

Desta forma, o rácio de cobertura dos encargos financeiros sendo igual a 3,818 corresponde ao *rating* sintético do tipo A3/A-, tendo um prémio de risco associado de 1,33%. Ao adicionar ao prémio de risco de 1,33%, a taxa de juro sem risco média das OT's portuguesas a 10 anos conforme Anexo 8, utilizada no cálculo do CAPM, obtém-se um custo do capital alheio igual a 3,18% como se pode demonstrar em seguida:

$$K_a = R_f + \text{Prémio de risco} \quad (18)$$

$$K_a = 1,848\%^2 + 1,33\% = 3,18\% \quad (19)$$

Assim, é possível concluir que o custo da dívida do Grupo Jerónimo Martins em 2020 é de 3,18%, com base no método do *rating* sintético.

5.6.1.3.2. Custo médio histórico do capital alheio

Outro método de cálculo consiste no custo médio histórico do capital alheio. Este custo médio do capital alheio (K_a), pode calcular-se da seguinte forma:

$$K_a = \frac{EF}{D} = \frac{\text{Juros e Gastos similares}}{\text{Dívida remunerada (empréstimos curto, médio e longo prazo)}} \quad (20)$$

Onde:

EF representa os custos financeiros da dívida remunerada (juros e gastos similares);

D representa o capital alheio de financiamento – dívida remunerada, não incluir fornecedores (média anual).

No caso concreto da Jerónimo Martins, no final de 2020, o Grupo apresentava um custo financeiro da dívida remunerada igual a 148.296 milhares de €. Para calcular o custo médio histórico dos capitais alheios, recorreu-se à média da dívida remunerada desde 2016 a 2018, período anterior à implementação da norma IFRS 16. Excluíram-se os anos de 2019 e 2020 do cálculo da média (*outliers*), uma vez que estes já refletem a implementação da norma IFRS 16, o que faz aumentar os custos financeiros, distorcendo a análise realizada.

Assim, obteve-se uma taxa média do custo dos capitais alheios (desde 2016 a 2018) igual a 3,29%, sendo este valor muito próximo do custo da dívida calculado com base no *rating* sintético, que era igual a 3,18%.

A Tabela 15 ilustra de forma mais detalhada os cálculos efetuados.

² Conforme Anexo 8.

Tabela 15: *Custo do Capital Alheio (Ka) baseado no Custo Médio Histórico*

Custo do Capital Alheio (Ka)							
Valores em milhares €	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Média (2016-2018)
Custos Financeiros (EF)	24.727 €	12.833 €	15.157 €	21.745 €	159.126 €	148.296 €	
Dívida Remunerada (Emp. Obtidos correntes e não correntes)	658.000 €	335.000 €	529.000 €	624.000 €	732.000 €	524.000 €	
Ka = (EF)/(Média Dívida Remunerada)	-	2,58%	3,51%	3,77%	23,47%	23,61%	3,29%

Fonte: Elaboração Própria.

Assim, a Tabela 16 apresenta um resumo da estimativa do custo do capital alheio calculado com base nos diversos métodos, nomeadamente: o método contabilístico, o método do *rating* sintético e o método do custo médio histórico do capital alheio.

Tabela 16: *Resumo do Custo do Capital Alheio baseado nos Diversos Métodos*

2020	Método Contabilístico	Método do <i>Rating</i> Sintético	Custo Médio Histórico de Ka
Custo do Capital Alheio (Ka)	28,30%	3,18%	3,29%

Fonte: Elaboração Própria.

Analisando a Tabela 16, verifica-se que o método contabilístico apresenta um valor que se afasta superiormente ao custo do capital alheio calculado com base no método do *rating* sintético e do custo médio histórico. O valor do método contabilístico foi obtido através do quociente entre os custos financeiros e a dívida remunerada de 2020, isto é, $(148.296\text{€}/524.000\text{€}) * 100\% = 28,30\%$, o que demonstra ser um valor pouco credível, dado que atualmente não são praticadas no mercado taxas de juro tão elevadas. Desta forma, o método contabilístico não irá ser utilizado, uma vez que apresenta um valor muito discrepante em relação aos outros métodos, e isto deve-se ao facto do ano de 2020 refletir a implementação da norma IFRS 16, o que faz aumentar os juros da dívida (juros de *leasings*).

Contudo, para a determinação do custo médio ponderado do capital (WACC) irá ser utilizado o custo do capital alheio calculado com base no método do custo médio histórico (com o custo de 3,29%), pois considera-se que este é o valor mais próximo da realidade. O método do *rating* sintético também se trata de uma simplificação da realidade, tendo-se criado um *rating* que leva em consideração a cobertura dos encargos financeiros, uma vez que o Grupo JM não tem notação de *rating*.

De tudo isto, é possível aferir que irá ser utilizado no cálculo do custo médio ponderado do capital (WACC) e nas previsões futuras, o valor do custo do capital alheio igual a 3,29%, baseado no método do custo médio histórico de Ka.

5.6.2. Política de distribuição de dividendos

Em relação à política de distribuição de dividendos do Grupo, de acordo com a informação constante no relatório de contas publicado pelo Grupo Jerónimo Martins em 2020, é possível aferir que “O Conselho de Administração da Sociedade tem mantido uma política de distribuição de dividendos baseada nas seguintes regras:

- i) valor do dividendo entre 40 a 50% dos resultados consolidados ordinários ajustados dos efeitos contabilísticos da adoção da IFRS 16, por os mesmos não representarem desembolsos de caixa;
- ii) se da aplicação do critério acima resultar uma diminuição do dividendo de determinado ano, face ao atribuído no ano precedente, o Conselho de Administração, se considerar que tal diminuição decorre de situações anormais e meramente conjunturais, poderá propor que o anterior valor seja mantido e até mesmo utilizar para o efeito reservas livres existentes, quando tal utilização não ponha em causa os princípios adotados em matéria de gestão de balanço.”

Desta forma, a Tabela 17 resume a informação sobre a política de distribuição de dividendos do Grupo JM, demonstrando o dividendo por ação, a *Dividend Yield* e o *Payout Ratio*.

Tabela 17: Política de Distribuição de Dividendos do Grupo Jerónimo Martins

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Dividendo por Ação (valor bruto)	0,27 €	0,61 €	0,61 €	0,33 €	0,35 €	0,29 €
<i>Payout ratio</i>	47,8%	96,8%	97,9%	50,3%	49,0%	45,6%
<i>Dividend yield</i>	2,2%	4,1%	3,8%	3,1%	2,4%	2,1%
Resolução em Assembleia Geral	14-abr-16	06-abr-17	12-abr-18	11-abr-19	1)	08-abr-21
Data de Pagamento	12-mai-16	04-mai-17	10-mai-18	09-mai-19	1)	06-mai-21

Fonte: Dados extraídos do Website: <https://www.jeronimomartins.com/pt/investidor/accao-jeronimo-martins/dividendos/>, consultado em 20/08/2021.

(1) Na fase inicial da pandemia por COVID-19, quando a incerteza se encontrava em níveis extremos, o Conselho de Administração decidiu, por um critério de prudência, reduzir excecionalmente, de 50% para 30%, o *payout* a aplicar aos resultados de 2019, reservando a possibilidade de vir a propor, se as condições assim o permitissem, a distribuição do valor remanescente.

5.6.2.1. Histórico da cotação da ação e distribuição de dividendos

A Tabela 18 apresenta de forma detalhada o histórico de cotação da ação Jerónimo Martins, bem como o pagamento dos respetivos dividendos, durante o período de 2006 até 2020.³

Tabela 18: *Histórico de Cotação da Ação JM e Distribuição de Dividendos*

Histórico de cotação da ação Jerónimo Martins			
Anos	Cotação da ação em 31/12	Dividendo por ação - valor bruto	Índice Bolsista PSI-20 (pontos)
2006	17,150 €	0,42 €	11.197,60
2007	5,400 €	0,44 €	13.019,40
2008	3,970 €	0,10 €	6.341,34
2009	6,985 €	0,11 €	8.463,85
2010	11,400 €	0,14 €	7.588,31
2011	12,790 €	0,21 €	5.494,27
2012	14,600 €	0,51 €	5.655,15
2013	14,215 €	0,30 €	6.558,85
2014	8,335 €	0,31 €	4.798,99
2015	11,995 €	0,62 €	5.313,17
2016	14,740 €	0,27 €	4.679,20
2017	16,195 €	0,61 €	5.388,33
2018	10,340 €	0,61 €	4.731,47
2019	14,660 €	0,33 €	5.214,14
2020	13,820 €	0,35 €	4.898,36

Fonte: Dados extraídos do Website Investing.com e <https://www.jeronimomartins.com/pt/investidor/accao-jeronimo-martins/dividendos/>.

Verifica-se assim, que o pagamento dos dividendos do Grupo Jerónimo Martins apresenta oscilações nos seus valores, dado que existem anos em que os dividendos registam um crescimento, e noutros anos subsequentes verifica-se uma quebra dos mesmos. Ou seja, não existe uma tendência linear de crescimento dos dividendos. Por exemplo, em 2015 o dividendo bruto foi de 0,62€, e em 2016 foi de 0,27€, tendo aumentado novamente em 2017 para 0,61€. Em 2019, verificou-se uma queda do dividendo para 0,33€. Em 2020, fruto da

³ Os dados sobre a cotação de fecho da ação Jerónimo Martins, bem como da cotação do Índice Bolsista PSI-20 foram extraídos do *website*: Investing.com. A informação relativamente ao pagamento de dividendos realizado pelo Grupo Jerónimo Martins foi extraído do *website*: <https://www.jeronimomartins.com/pt/investidor/accao-jeronimo-martins/dividendos/>. A informação apresentada não foi ajustada pelos aumentos e renominalização do capital social realizados.

incerteza provocada pela pandemia do Covid-19, o valor do dividendo pago apresentou um comportamento semelhante, fixando-se em 0,35€.

Para além disso, é possível verificar que o preço das ações da Jerónimo Martins SGPS, S.A, em 2007 passou de 17,15€ para 5,40€, fruto de uma operação de *stock split* do Grupo. Isto originou uma redução do preço de cotação da ação, e um aumento do volume de transação das mesmas. Ocorreu assim, uma renominalização das ações, passando o valor nominal de 5 euros para 1 euro. Desta forma, o *stock split* permitiu o aumento de liquidez do título e o consequente interesse demonstrado pelos pequenos investidores no mesmo.

5.6.2.2. Proposta de aplicação de resultados

O Grupo Jerónimo Martins, em 2020, propôs que os resultados líquidos fossem aplicados no montante de 180.989.055,36 euros para o pagamento de dividendos, e 255.513.422,79 euros para reservas livres. Esta distribuição de resultados, origina o pagamento de um dividendo bruto de 0,288€ por ação.

5.6.2.3. Rentabilidade do investidor – *Dividend Yield*

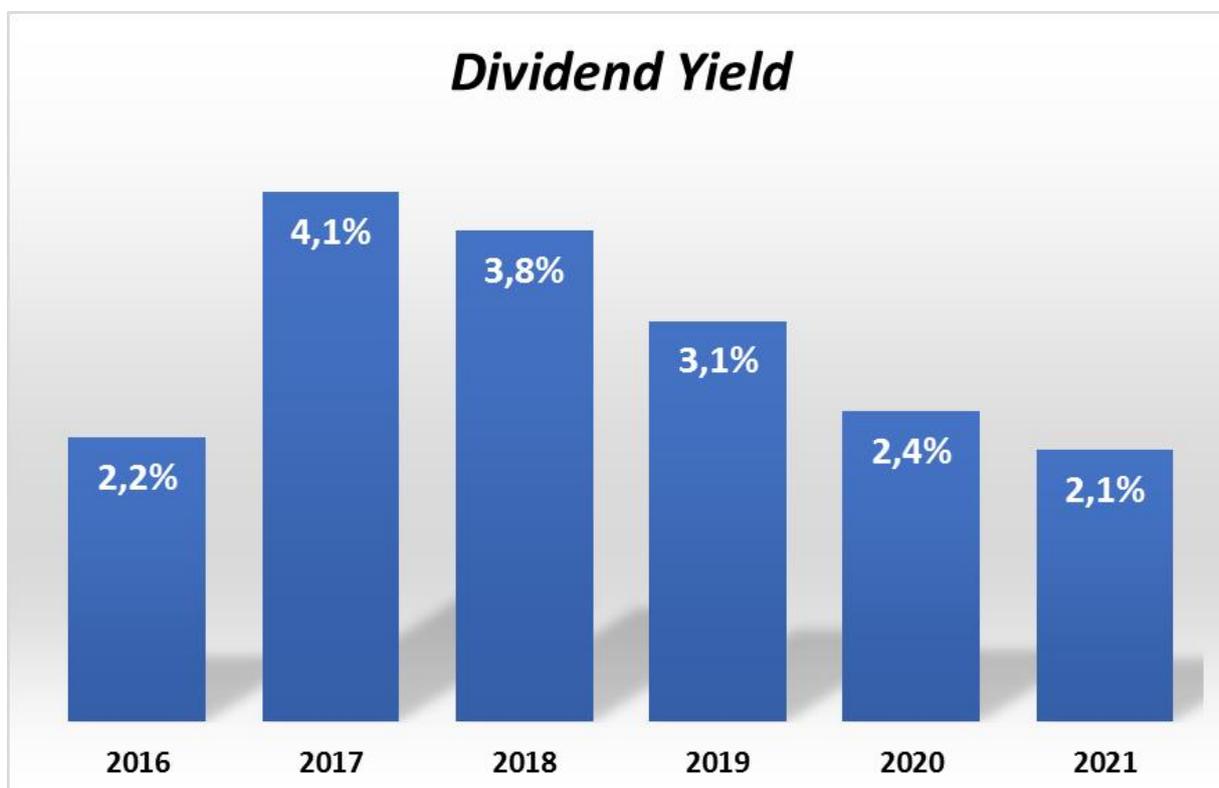
A *Dividend Yield* mede a rentabilidade que um investidor pode realizar em dividendos e corresponde ao quociente entre o valor do dividendo e o preço das ações. Este rácio mede a atratividade do dividendo de uma empresa. Quanto mais elevado, mais atrativo é o dividendo. No fundo, a medida mais adequada para medir a rentabilidade das ações de uma empresa corresponde à *Dividend Yield*, e não ao dividendo pago em valor absoluto. Para além disso, a *Dividend Yield* é uma medida relativa, que permite estabelecer comparações entre várias empresas que paguem dividendos. Com efeito, a *Dividend Yield* é calculada da seguinte forma:

$$Dividend Yield = \frac{Dividendo}{Preço de cotação da ação} \quad (21)$$

Desta forma, é possível observar que no horizonte de análise (de 2016 a 2021) existiram oscilações em termos da rentabilidade que os investidores poderiam obter com os

dividendos, destacando o ano de 2017, em que o investidor poderia obter uma rentabilidade de 4,1% por ter investido nas ações do Grupo Jerónimo Martins. Contudo, em 2018 e nos anos subsequentes, verificou-se uma quebra da *Dividend Yield*, passando de 4,1% em 2017 para 2,1% em 2021. Esta *Dividend Yield* permite comparar se vale a pena investir nas ações do Grupo, e se os investidores obtêm uma rentabilidade superior com as ações do que obteriam se tivessem investido em investimentos alternativos, nomeadamente em aplicações financeiras (como os depósitos a prazo). Em 2020, ano em que a *Dividend Yield* foi de 2,4%, pode afirmar-se que esta taxa é superior à taxa de juro dos depósitos bancários a prazo atualmente praticados em Portugal, que apresentam valores próximos de 0% (fruto da Euribor e das taxas de juro diretoras do Banco Central Europeu apresentarem também valores próximos de zero), tendo sido uma boa alternativa o investimento nas ações do Grupo Jerónimo Martins. Em 2021, como a *Dividend Yield* é de 2,1%, volta a ser uma boa alternativa o investimento nas ações do Grupo, dado que o cenário macroeconómico a nível das taxas de juro de depósitos a prazo não se alterou.

Figura 11: Gráfico da *Dividend Yield*



Fonte: Elaboração Própria.

5.6.2.4. Distribuição dos resultados – *Payout Ratio*

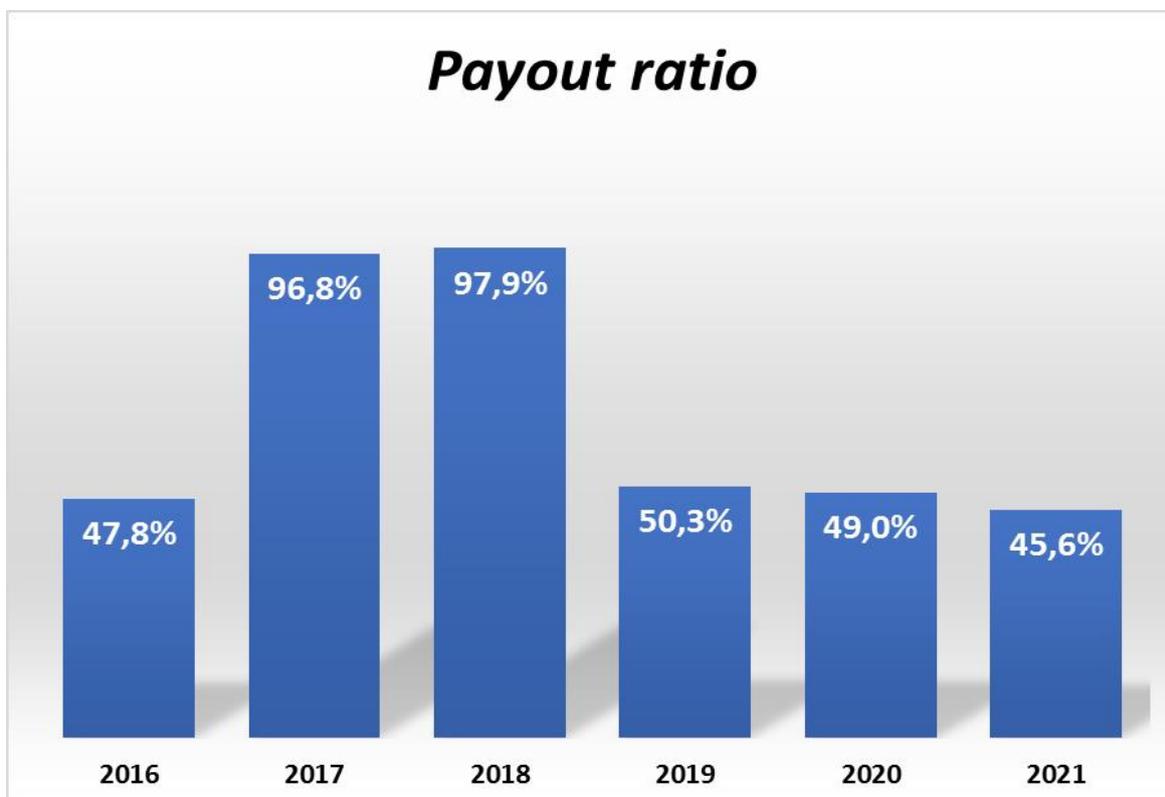
O *Payout Ratio*, mede a percentagem dos lucros paga em dividendos, sendo calculado da seguinte forma:

$$\text{Payout Ratio} = \frac{\text{Dividendos}}{\text{Resultado líquido}} \quad (22)$$

Assim, o gráfico da Figura 12 demonstra a percentagem dos lucros distribuídos pelo Grupo Jerónimo Martins desde 2016 até 2021, isto porque os dividendos referentes aos resultados de 2020, só serão pagos no ano de 2021.

Desta forma, é perceptível que o *Payout Ratio* apresenta oscilações ao longo do período em análise, sendo que em 2017 e em 2018 registou um valor de 96,8%, e 97,9% (o Grupo distribuiu praticamente a totalidade dos resultados), respetivamente, tendo caído a partir de 2019, e alcançando o valor de 45,6% em 2021.

Figura 12: Gráfico do *Payout Ratio* do Grupo Jerónimo Martins



Fonte: Elaboração Própria.

5.6.2.5. Rentabilidade das ações com e sem efeito dos dividendos

Neste subcapítulo irá proceder-se ao cálculo da rentabilidade das ações do Grupo Jerónimo Martins, com e sem o efeito dos dividendos. Para este cálculo foram usadas as fórmulas seguintes:

Rentabilidade das ações incluindo os dividendos

$$r_t = \frac{P_t - P_{t-1} + D_{t-1}}{P_{t-1}} \quad (23)$$

Rentabilidade das ações sem efeito dos dividendos

$$r_t = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \quad (24)$$

Onde:

r_t : corresponde à rentabilidade das ações no ano t;

P_t : corresponde ao preço de cotação de fecho das ações no ano t;

P_{t-1} : corresponde ao preço de cotação de fecho das ações no ano t-1;

D_{t-1} : corresponde ao dividendo do ano t-1, sendo este pago no ano t.

Tabela 19: Rentabilidade Média das Ações JM com e sem efeito dos Dividendos

Anos	Cotação de fecho da ação	Dividendo bruto por ação	Rentabilidade das ações	
			Incluindo Dividendos	Sem Dividendos
2006	17,150 €	0,42 €		
2007	5,400 €	0,44 €	-65,95%	-68,51%
2008	3,970 €	0,10 €	-24,63%	-26,48%
2009	6,985 €	0,11 €	78,72%	75,94%
2010	11,400 €	0,14 €	65,21%	63,21%
2011	12,790 €	0,21 €	14,04%	12,19%
2012	14,600 €	0,51 €	18,14%	14,15%
2013	14,215 €	0,30 €	-0,58%	-2,64%
2014	8,335 €	0,31 €	-39,18%	-41,36%
2015	11,995 €	0,62 €	51,35%	43,91%
2016	14,740 €	0,27 €	25,14%	22,88%
2017	16,195 €	0,61 €	14,01%	9,87%
2018	10,340 €	0,61 €	-32,39%	-36,15%
2019	14,660 €	0,33 €	44,97%	41,78%
2020	13,820 €	0,35 €	-3,34%	-5,73%
Média	11,773 €	0,355 €	10,39%	7,36%

Fonte: Elaboração Própria com base na informação extraída dos *Websites* - Investing.com e <https://www.jeronimomartins.com/pt/investidor/accao-jeronimo-martins/dividendos/>.

Através da análise da Tabela 19 é possível retirar algumas conclusões. Em primeiro lugar, verifica-se que a rentabilidade média anual das ações do Grupo Jerónimo Martins, incluindo o efeito dos dividendos, é superior à rentabilidade das ações sem o efeito dos dividendos (em 3,03%).

Desta forma, isto demonstra que os dividendos são relevantes (exercem influência) para a rentabilidade das ações do Grupo, sendo determinantes para atrair novos investidores para adquirir estes títulos.

Em segundo lugar, constata-se que a cotação média de fecho das ações do Grupo JM entre 2006 e 2020 foi de 11,773€, registando o dividendo médio um valor de 0,355€ por ação no mesmo período.

Através dos dados anteriores é possível calcular a rentabilidade exigida para os capitais próprios (remuneração dos acionistas) com base no Modelo de Gordon. O Modelo de Gordon apresenta a seguinte formulação:

$$r_e = \frac{D_1}{P_0} + \frac{P_1 - P_0}{P_0} \quad (25)$$

Esta fórmula do Modelo de Gordon tem em consideração os dividendos pagos (D_1) e as mais-valias ($P_1 - P_0$).

Por outro lado, verifica-se também que a expressão anterior pode ser reformulada analiticamente, onde se obtém que a rentabilidade exigida é igual ao *Dividend Yield* previsto mais a taxa de crescimento (g), que pode ser obtida:

$$r_e = \frac{D_1}{P_0} + g \quad (26)$$

Onde:

$$g = \frac{P_1 - P_0}{P_0} \quad (27)$$

Na Tabela 20 foi calculada a rentabilidade exigida para os capitais próprios no período de 2006 a 2020. Assim, tem-se:

Tabela 20: Cálculo da Remuneração dos Acionistas (2006-2020)

Anos	Cotação de fecho da ação	Dividendo bruto por ação	D1/P0	$g = (P1-P0)/P0$	$Re = (D1/P0) + g$
2006	17,150 €	0,42 €			
2007	5,400 €	0,44 €	2,57%	-68,51%	-65,95%
2008	3,970 €	0,10 €	1,85%	-26,48%	-24,63%
2009	6,985 €	0,11 €	2,77%	75,94%	78,72%
2010	11,400 €	0,14 €	2,00%	63,21%	65,21%
2011	12,790 €	0,21 €	1,84%	12,19%	14,04%
2012	14,600 €	0,51 €	3,99%	14,15%	18,14%
2013	14,215 €	0,30 €	2,05%	-2,64%	-0,58%
2014	8,335 €	0,31 €	2,18%	-41,36%	-39,18%
2015	11,995 €	0,62 €	7,44%	43,91%	51,35%
2016	14,740 €	0,27 €	2,25%	22,88%	25,14%
2017	16,195 €	0,61 €	4,14%	9,87%	14,01%
2018	10,340 €	0,61 €	3,77%	-36,15%	-32,39%
2019	14,660 €	0,33 €	3,19%	41,78%	44,97%
2020	13,820 €	0,35 €	2,39%	-5,73%	-3,34%
Média	11,773 €	0,355 €	3,03%	7,36%	10,39%

Fonte: Elaboração Própria.

De acordo com o Modelo de Gordon, a remuneração média dos capitais próprios é de 10,39%, no período de 2006 a 2020. Só se incluem os dados até ao ano de 2020 e exclui-se o ano de 2021, pois o estudo de análise económico-financeira da empresa é realizado até ao ano de 2020, e o custo dos capitais próprios calculado com base no Modelo do CAPM foi realizado até esse mesmo ano. Desta forma, para ser comparável, foi excluído o ano de 2021 para o cálculo da média da remuneração dos acionistas.

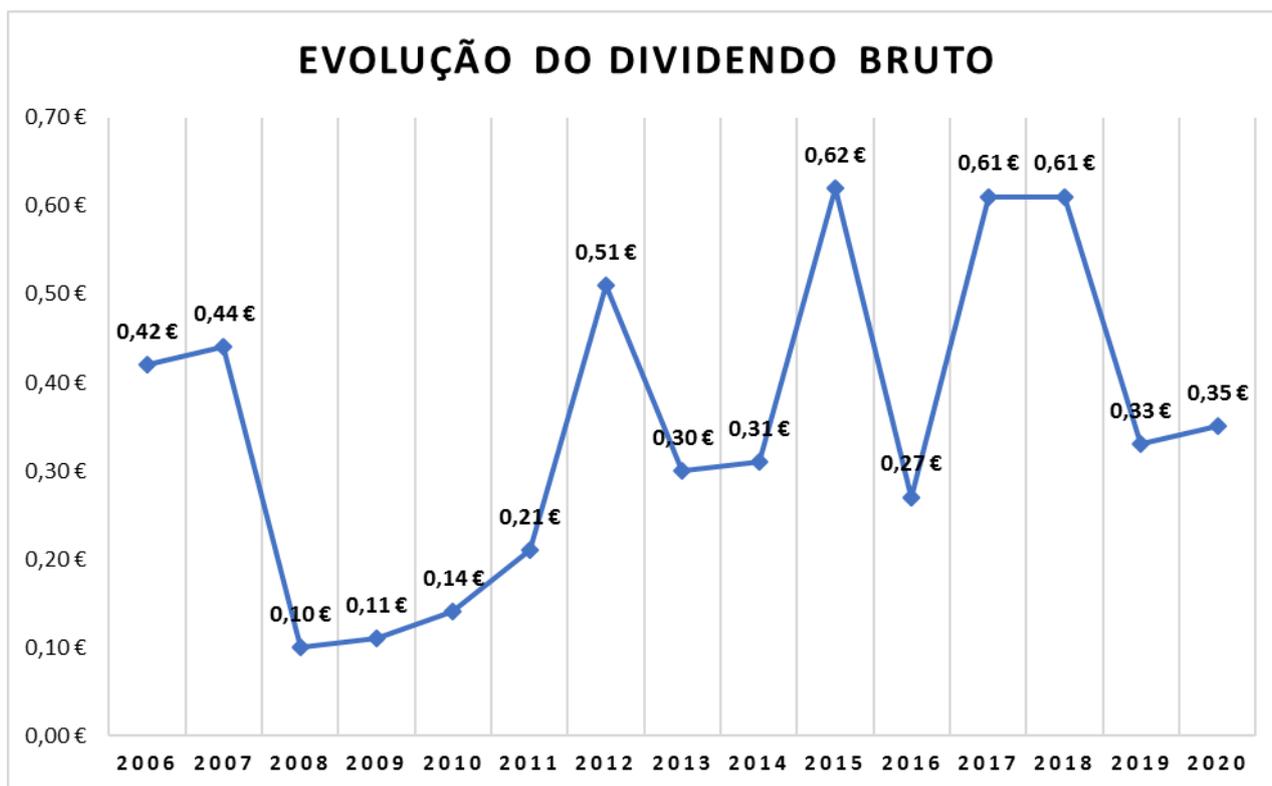
A remuneração média dos capitais próprios calculada com base no Modelo de Gordon (10,39%) é superior à remuneração obtida com base no modelo CAPM (5,283%).

Tabela 21: Tabela Resumo dos Métodos de Cálculo de K_p

Custos dos Capitais Próprios	CAPM	Modelo de Gordon
K_p	5,283%	10,392%

Fonte: Elaboração Própria.

Figura 13: Evolução do Dividendo Bruto Grupo JM (2006 – 2020)



Fonte: Elaboração Própria.

Através da análise do gráfico da Figura 13, verifica-se que o dividendo bruto do Grupo Jerónimo Martins apresentou oscilações ao longo dos anos em análise. Em 2006, o dividendo bruto do Grupo registou um valor de 0,42€, tendo posteriormente registado algumas quebras, como ocorreu em 2008, ano em que o dividendo bruto registou uma queda de 77,27%. Em 2012, o dividendo registou um crescimento de 142,86%, atingindo o valor de 0,51€. Em 2013, o dividendo bruto voltou a registar uma quebra, para 0,3€, tendo aumentado novamente o seu valor em 2015 para 0,62€. A partir de 2017, o valor do dividendo bruto estabilizou no valor de 0,61€ (valor que também se verificou em 2018). Em 2019 e 2020, o dividendo voltou a cair para a casa dos 30 cêntimos, devido à incerteza provocada pela pandemia do Covid-19.

Ou seja, analisando o gráfico da evolução do dividendo bruto, conclui-se que o dividendo apresenta um comportamento volátil, alternando entre períodos de crescimento do dividendo pago e períodos de quebra do mesmo.

6. AVALIAÇÃO DA EMPRESA

Este capítulo tem como objetivo determinar o valor do Grupo Jerónimo Martins, através da estimação dos *cash flows* futuros e a sua atualização para o momento atual. Desta forma, será usado o método dos *cash flows* descontados, utilizando como taxa de atualização o custo do capital associado: WACC (*Weighted Average Cost of Capital*) no caso dos *cash flows* libertos para a empresa, e o custo dos capitais próprios (calculado através do CAPM – *Capital Asset Pricing Model*) na ótica dos acionistas. Irá recorrer-se também, ao modelo soma das partes no cálculo das vendas consolidadas, que consiste em analisar individualmente cada unidade de negócio do Grupo, ponderada pelo peso/contributo de cada unidade no volume total de negócios (uma vez que o Grupo está presente em 3 países distintos).

Existem vários métodos de avaliação de empresas, e irão ser apresentados alguns desses métodos neste estudo, de forma a chegar ao valor do Grupo Jerónimo Martins. Entre esses métodos, irão ser apresentados: a ótica dos fluxos de caixa atualizados (fluxo de caixa livre para a empresa, fluxo de caixa livre para os acionistas e ótica dos dividendos), e o método de avaliação relativa (método dos múltiplos de mercado).

Para aplicar estes métodos, serão utilizados os relatórios de contas do Grupo JM entre 2016 e 2020.

6.1. Pressupostos Previsionais

6.1.1. Estimativa do beta

6.1.1.1. Alfa de Jensen – Grau de satisfação dos investidores

Outro conceito importante corresponde ao Alfa de Jensen, pois permite aferir o grau de satisfação dos investidores com a rentabilidade das suas ações.

Ao olhar-se para a expressão do CAPM, verifica-se que é possível escrever a mesma da seguinte forma:

$$r_e - r_f = \beta \cdot (r_m - r_f) \quad (28)$$

Onde é possível obter uma regressão linear simples:

$$Y = r_e - r_f \quad (29)$$

$$X = r_m - r_f \quad (30)$$

$$a = 0 \quad (31)$$

Obtendo-se a seguinte equação da regressão linear simples:

$$Y = a + b.X \quad (32)$$

Contudo, o Modelo de Mercado permite estimar o beta do capital próprio através de uma regressão linear simples entre a rentabilidade das ações da empresa (variável dependente - r_e) e a rentabilidade do mercado (variável independente - r_m). O Modelo de Mercado é o seguinte:

$$r_e = a + b. r_m \quad (33)$$

O CAPM pode ser escrito da seguinte forma:

$$r_e = r_f + \beta. (r_m - r_f) = r_f. (1 - \beta) + \beta. r_m \quad (34)$$

Comparando com a reta do Modelo de Mercado obtém-se:

$$a = r_f. (1 - \beta) \quad (35)$$

O Alfa de Jensen é assim obtido pela diferença entre estes parâmetros:

$$\alpha_{Jensen} = a - r_f. (1 - \beta) \quad (36)$$

Se o Alfa de Jensen for positivo ($\alpha_{Jensen} > 0$), então a ação da empresa em causa teve uma rentabilidade superior à esperada durante o período de análise (investidores satisfeitos).

Se o Alfa de Jensen for negativo ($\alpha_{Jensen} < 0$), então o desempenho da ação da empresa foi pior do que o esperado (investidores não satisfeitos).

6.1.1.1.1. Modelo para calcular o beta da ação da Jerónimo Martins

Para aferir o grau de satisfação dos investidores com as ações da Jerónimo Martins SGPS, através do Alfa de Jensen, é necessário calcular em primeiro lugar o beta da ação da Jerónimo Martins. Desta forma, para realizar este procedimento, irá utilizar-se o modelo de regressão linear simples proposto pelo Modelo de Mercado, recorrendo-se ao Excel. O horizonte temporal de análise é de 5 anos, desde janeiro de 2016 a dezembro de 2020, numa base de avaliação mensal.

Os dados necessários para realizar estes cálculos são os seguintes:

- ❖ Preço de cotação de fecho da ação da Jerónimo Martins, SGPS, no final de cada mês desde o início de 2016 até ao final de 2020. Estes dados foram extraídos do *website*: Investing.com (URL: <https://pt.investing.com/equities/j-martins-historical-data>);
- ❖ Cotação bolsista do índice na qual a empresa Jerónimo Martins, SGPS, está cotada. Neste caso, é necessário recolher os dados mensais da cotação de fecho do Índice PSI-20. Estes dados foram extraídos do *website*: Investing.com (URL: <https://pt.investing.com/indices/psi-20-historical-data>);
- ❖ Taxa de juro das obrigações do tesouro portuguesas a 10 anos, extraídas do *website* do Banco de Portugal (URL: <https://bpstat.bportugal.pt/serie/12099464>).

A amostra contém 60 observações de base mensal. Os dados do preço de cotação da ação Jerónimo Martins, da cotação do índice bolsista e da taxa de juro das obrigações do tesouro portuguesas a 10 anos, respeitam ao período entre janeiro de 2016 e dezembro de 2020. Estes dados foram extraídos mensalmente, de forma a reduzir enviesamentos e oscilações possíveis. As rentabilidades diárias são mais sensíveis pela falta de liquidez e de transação diária de alguns títulos. As rentabilidades mensais superam esta falha.

Desta forma, todas as cotações extraídas correspondem à cotação de fecho no último dia útil de cada mês. No caso da taxa das obrigações do tesouro portuguesas a 10 anos (ativo sem risco), em que a taxa é anual, foi necessário converter a mesma numa taxa mensal, através da seguinte fórmula:

$$i_{mensal} = \left(1 + \frac{i}{100}\right)^{\frac{1}{12}} - 1 \quad (37)$$

Para além disso, o cálculo da rentabilidade mensal da ação Jerónimo Martins, bem como do Índice PSI-20, foi efetuado da seguinte forma:

$$r_i = LN\left(\frac{P_t}{P_{t-1}}\right) \quad (38)$$

A utilização da função logarítmica permite o alisamento de algumas oscilações que podem ocorrer de forma inesperada no mercado e que poderiam enviesar os resultados obtidos.

O Anexo 7 apresenta todos estes cálculos já efetuados de acordo com o que foi abordado anteriormente, onde se tem:

Ri: Rentabilidade mensal da ação;

Rm: Rentabilidade mensal do mercado (PSI-20);

Rf: Taxa de juro do ativo sem risco, neste caso será utilizada a taxa de juro mensal das Obrigações do Tesouro Português a 10 anos;

Ri – Rf: Diferença entre a rentabilidade da ação em relação à rentabilidade do ativo sem risco;

Rm – Rf: Prémio de risco do mercado.

Desta forma, com os dados do Anexo 7 é possível calcular o beta através do Excel, aplicando o Modelo de Mercado. O Excel permite estimar a regressão linear simples, selecionando a rentabilidade da ação Jerónimo Martins (R_i) como variável dependente (Y), e a rentabilidade do mercado (R_m) como variável independente (X). Os resultados da regressão com base no Excel são os seguintes:

Tabela 22: Alfa de Jensen através da Regressão Linear Simples–Modelo de Mercado

Modelo de Mercado									
$R_i = F(R_m)$									
$Y = f(x)$									
SUMÁRIO DOS RESULTADOS									
Modelo de Mercado									
Estadística de regressão		Interceptar							
R múltiplo	0,283114355	Beta							
Quadrado de R	0,080153738	0,002813111							
Quadrado de R a	0,064294319	0,334116484							
Erro-padrão	0,055954068								
Observações	60								
ANOVA									
	<i>gl</i>	<i>SQ</i>	<i>MQ</i>	<i>F</i>	<i>de significância</i>				
Regressão	1	0,015823402	0,015823	5,054015	0,028385102				
Residual	58	0,181589746	0,003131						
Total	59	0,197413148							
					a - Rf.(1 - Beta)				
					Alfa Jensen	0,27958%			
					Valor positivo, investidores satisfeitos				
Interceptar (a)		Coeficientes	Erro-padrão	Stat t	valor P	95% inferior	95% superior	Inferior 95,0%	Superior 95,0%
Beta		0,002813111	0,007226445	0,38928	0,698495	-0,01165219	0,017278412	-0,01165219	0,017278412
		0,334116484	0,148620816	2,248114	0,028385	0,036619599	0,631613369	0,036619599	0,631613369

Fonte: Elaboração Própria.

Através destes resultados é possível concluir:

- ❖ O coeficiente de determinação R^2 é de 0,08015, o que significa que a rentabilidade da empresa Jerónimo Martins (variável dependente) é explicada em 8,02% pela variação da rentabilidade do mercado (variável independente). Pode concluir-se que a aderência global do modelo à realidade é reduzida;
- ❖ O Beta da Jerónimo Martins é de 0,334116. O facto da estatística t apresentar um valor elevado e o P-value um valor próximo de 0, pode afirmar-se que esta variável (Beta) é estatisticamente significativa;
- ❖ Olhando para a tabela ANOVA, conclui-se que o modelo de regressão estimado é estatisticamente significativo globalmente, pois o P-value apresenta um valor próximo de 0 (P-value = 0,028 < 0,05, rejeita-se a hipótese nula). Apesar da qualidade

do ajustamento do modelo à realidade ser reduzida, o modelo globalmente é estatisticamente significativo;

- ❖ O α é igual a 0,002813, apresentando uma estatística de t baixa e um P-value de 0,698, o que demonstra que esta variável não é estatisticamente significativa;
- ❖ O Alfa de Jensen apresenta um valor positivo de 0,27958%, o que indica que os investidores estão satisfeitos com as ações da Jerónimo Martins, uma vez que a ação da empresa teve uma rentabilidade superior à esperada durante o período em análise (2016 a 2020).

A Tabela 23, resume os dados para o cálculo do Alfa de Jensen.

Tabela 23: *Tabela Resumo - Cálculo do Alfa de Jensen*

Interceção	0,281311076%
Rf (média mensal)	0,002593%
Beta	0,334116484
Alfa de Jensen [a - Rf.(1 -Beta)]	0,2795844%

Fonte: Elaboração Própria.

Para além disso, importa referir que o Beta (β_i) mede a sensibilidade da rentabilidade de um ativo face às variações na rentabilidade de mercado (R_m). Ou seja, diz-nos quanto é que varia a rentabilidade do ativo i quando a rentabilidade do mercado aumenta em 1 unidade.

O estimador do beta da empresa pode ser obtido através do rácio da covariância entre a rentabilidade do ativo i e a rentabilidade do mercado, pela variância da rentabilidade da carteira de mercado, isto é, a seguinte fórmula:

$$\beta_i = \frac{\text{Covariância}(R_e; R_m)}{\text{Variância}(R_m)} = \frac{\sigma_{R_e, R_m}}{\sigma_{R_m}^2} \quad (39)$$

Em que:

R_e : rentabilidade das ações da empresa;

R_m : rentabilidade da carteira de mercado.

A rentabilidade do ativo i é dada pela cotação de fecho das ações do Grupo Jerónimo Martins, e a rentabilidade do mercado é dada pela cotação do índice PSI-20 (índice onde a empresa JM está cotada).

Assim, o beta da empresa Jerónimo Martins no período de análise (de 2016 a 2020) é igual a:

$$\beta_i = \frac{0,00080269}{0,002402437} = 0,334116484$$

Obteve-se assim, um valor para o beta igual ao obtido anteriormente através do cálculo do Alfa de Jensen (de 0,334116484).

6.1.1.1.1.1. Converter o beta estimado no beta previsional

Com efeito, anteriormente obteve-se uma estimativa do beta para o período de 2016 a 2020. Contudo, o beta estimado para um período pode corresponder a uma estimativa enviesada do beta futuro, uma vez que os betas futuros tendem para a média - que é igual a 1 (Blume, 1971).

Desta forma, é necessário corrigir a estimativa do beta para obter o beta previsional, utilizando-se o modelo de Merrill Lynch, que recorre à média ponderada:

$$\beta_2 = 1 + K. (\beta_1 - 1) \quad (40)$$

O modelo de Merrill Lynch para ajustar o beta estimado, é dos mais utilizados na literatura, e pode ser apresentado da seguinte forma, com $k = 0,67$ (método utilizado pela Bloomberg):

$$\hat{\beta} = 0,33 + 0,67. \beta \quad (41)$$

Desta forma, utilizando o Beta estimado ($\beta = 0,334116484$) inicial da Jerónimo Martins, calculado com base na regressão linear simples através do Modelo de Mercado, em que o modelo é globalmente estatisticamente significativo, temos que:

$$\hat{\beta} = 0,33 + 0,67 * 0,334116484 = 0,553858044$$

O Beta previsional (beta ajustado) do Grupo Jerónimo Martins será igual a 0,553858. O cálculo do beta previsional é um passo muito importante para a parte seguinte de avaliar a empresa.

6.1.1.1.1.2. Determinação do beta *unlevered*

Para calcular o Beta *unlevered* (não alavancado, ou seja, sem dívida), irá recorrer-se à seguinte fórmula:

$$\beta_{unlevered} = \frac{\beta_{levered}}{(1 + \frac{D}{CP} \times (1-t))} \quad (42)$$

Onde:

D: corresponde ao valor de mercado do capital alheio;

CP: corresponde ao valor de mercado do capital próprio;

t: taxa de imposto sobre os rendimentos.

Uma vez que o Beta alavancado já foi calculado anteriormente, irá utilizar-se o valor do Beta previsional igual a 0,553858. Assim, obtém-se:

$$\beta_{unlevered} = \frac{0,553858}{(1 + \frac{524.000.000 \text{ €}}{8.684.961.000 \text{ €}} \times (1-0,2043))} = 0,528487106$$

Tabela 24: *Resumo do Beta Levered e Unlevered*

2020	<i>Levered</i>	<i>Unlevered</i>
Beta	0,553858044	0,528487106

Fonte: Elaboração Própria.

6.1.2. Cálculo da taxa de juro do ativo sem risco

As obrigações do tesouro são consideradas ativos sem risco, ou com risco muito reduzido, uma vez que são títulos de dívida pública emitidos pelos Estados, pelo que a probabilidade de incumprimento de um Estado das suas obrigações perante terceiros é bastante reduzida.

Existem dois requisitos para que um ativo seja considerado sem risco (*risk free*): não pode existir risco de incumprimento; e não pode existir risco de reinvestimento, de forma a que a rentabilidade atual de um investimento seja igual à sua rentabilidade esperada – rentabilidade real garantida (Damodaran, 2021).

Desta forma, de acordo com Damodaran, o que mais se aproxima de um ativo sem risco corresponde às obrigações do tesouro a 10 anos.

Por conseguinte, a taxa de juro sem risco que irá ser tomada como referência para calcular o CAPM⁴, será a taxa de juro das obrigações do tesouro portuguesas a 10 anos. A escolha do horizonte temporal de 10 anos das obrigações deve-se ao facto de a avaliação de empresas ser feita numa ótica de longo prazo, sendo necessário um período longo desta taxa de juro sem risco para garantir estabilização e ser consistente com o beta estimado.

Para avaliar a Jerónimo Martins, irá ser calculada a média aritmética das taxas de juro das obrigações do tesouro portuguesas a 10 anos no período de análise (2016-2020). Neste caso, a média aritmética das taxas das obrigações do tesouro portuguesas a 10 anos é igual a 1,848%, conforme Anexo 8.

⁴ CAPM: *Capital Asset Pricing Model*.

6.1.3. Cálculo do prémio de risco

Para obter a estimativa do prémio de risco, que corresponde à diferença entre a rentabilidade de mercado e a rentabilidade do ativo sem risco ($R_m - R_f$), foi necessário recorrer a alguns estudos, nomeadamente aos trabalhos realizados por Damodaran, Pablo Fernandez, Eduardo de Apellániz, Javier F. Acín, e às estatísticas do *website* Statista, com dados de 2020.

Importa referir, que a determinação do prémio de risco esperado não é um procedimento consensual na literatura financeira, existindo diversos estudos sobre esta matéria. Neste estudo, recorreu-se à metodologia *ex-post*, uma vez que as estimativas se baseiam em dados históricos.

O prémio de risco foi calculado através da média aritmética dos 3 estudos referenciados abaixo, para as três áreas geográficas onde o Grupo Jerónimo Martins atua (Portugal, Polónia e Colômbia). Desta forma, a média aritmética dos prémios de risco das três áreas geográficas é igual a 6,74%, conforme a Tabela 25.

Por conseguinte, para realizar uma análise mais correta, calculou-se a média ponderada dos prémios de risco, com base no peso de cada área geográfica no volume de negócios do Grupo. Assim, espera-se que o prémio de risco de mercado para 2020 seja igual a 6,20%, como se pode observar na Tabela 26. O prémio de risco ($R_m - R_f$) foi calculado através da seguinte fórmula: $6,92\% * 24,5\% + 5,88\% * 71,1\% + 7,43\% * 4,4\% = 6,20\%$.

Com efeito, a Tabela 25 apresenta os cálculos efetuados.

Tabela 25: Cálculo do Prémio de Risco

Estudo	Autor	Prémio de risco para 2020			
		Portugal	Polónia	Colômbia	Total
Fernandez, P., de Apellániz, E., & F Acín, J. (2020). Survey: Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 81 countries in 2020. <i>IESE Business School</i> .	Pablo Fernandez, Eduardo de Apellániz, Javier F. Acín	7,10%	6,60%	8,20%	
https://www.statista.com/statistics/664786/average-market-risk-premium-selected-countries-europe/ Statista. (2021). Average market risk premium (MRP) for selected countries in Europe as of 2021. https://www.statista.com/statistics/664786/average-market-risk-premium-selected-countries-europe/ .	Statista	6,80%	5,50%	7,54%	
Damodaran, A. (2020). Equity risk premiums: Determinants, estimation and implications-the 2020 edition. <i>NYU Stern School of Business</i> .	Aswath Damodaran	6,85%	5,54%	6,56%	
Prémio de risco - Média		6,92%	5,88%	7,43%	6,74%

Fonte: Elaboração Própria.

Tabela 26: Cálculo do Prémio de Risco com base no peso de cada área geográfica

Prémio de risco para 2020				
Milhares de euros	Portugal	Polónia	Colômbia	Total
Vendas e prestações de serviços	4.729.846 €	13.709.688 €	853.963 €	19.293.497 €
Peso %	24,5%	71,1%	4,4%	100,0%
Média ponderada - Prémio de risco	1,70%	4,18%	0,33%	6,20%

Fonte: Elaboração Própria.

6.1.4. Cálculo do custo do capital próprio (Kp) pelo modelo CAPM

Para calcular o custo do capital próprio, recorreu-se ao modelo do CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) e ao modelo de Gordon. Contudo, irá ser utilizado o resultado obtido através do modelo CAPM para o custo do capital próprio. Optou-se pelo método CAPM, pelo facto do resultado obtido por este modelo ser mais robusto.

Como já foram calculados a taxa de juro do ativo sem risco (R_f), o Beta previsional, e o prémio de risco de mercado esperado, já é possível determinar o custo do capital próprio (K_p) pelo modelo do CAPM.

Recorrendo ao modelo do CAPM, é possível calcular a rentabilidade mínima exigida pelos acionistas. Com efeito:

$$K_p = E[R_p] = R_f + \beta_{i,m} \times [R_m - R_f] \quad (43)$$

Assim, obtém-se:

$$K_p = E[R_p] = 1,848\% + 0,553858 \times 6,20\% = 5,283\%$$

Conclui-se que o custo do capital próprio (K_p) calculado com base no modelo CAPM é igual a 5,283%, sendo esta a taxa de rentabilidade mínima exigida pelos acionistas.

Desta forma, de acordo com os dados obtidos anteriormente, a Tabela 27 resume o cálculo do custo do capital próprio (K_p).

Tabela 27: Cálculo do Custo do Capital Próprio através do CAPM

Rentabilidade das OT's portuguesas 10 anos (R_f)	1,848%
Prémio de Risco de Mercado 2021 $E[(R_m - R_f)]$	6,20%
Beta previsional ($\hat{\beta}$)	0,553858
$K_p = R_f + \beta_{i,m} \times [R_m - R_f]$	5,283%

Fonte: Elaboração Própria.

6.1.5. Pressuposto do custo dos capitais alheios (Ka)

Para calcular o custo dos capitais alheios (Ka) é necessário ter em consideração o seguinte rácio:

$$K_a = \frac{\text{Juros e Gastos similares}}{\text{Dívida remunerada (empréstimos curto, médio e longo prazo)}} \quad (44)$$

Na Tabela 28, está calculado o custo dos capitais alheios (custo da dívida remunerada) com base no custo médio histórico de Ka.

Tabela 28: Cálculo do Custo do Capital Alheio (Ka) - Custo Médio Histórico

Custo do Capital Alheio (Ka)							
Valores em milhares €	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Média (2016-2018)
Custos Financeiros (EF)	24.727 €	12.833 €	15.157 €	21.745 €	159.126 €	148.296 €	
Dívida Remunerada (Emp. Obtidos correntes e não correntes)	658.000 €	335.000 €	529.000 €	624.000 €	732.000 €	524.000 €	
Ka = (EF)/(Média Dívida Remunerada)	-	2,58%	3,51%	3,77%	23,47%	23,61%	3,29%

Fonte: Elaboração Própria com base nos Relatórios de Contas do Grupo JM desde 2015 a 2020.

Para efetuar o cálculo do custo do capital alheio é necessário entender que só devem ser considerados os juros suportados⁵ com a dívida remunerada (excluindo fornecedores), no caso concreto do Grupo Jerónimo Martins, apenas entram em linha de conta os empréstimos obtidos de curto-prazo e médio/longo-prazo. O valor dos fornecedores previsto no passivo corrente (na rubrica “credores, acréscimos e diferimentos”) não entra para o cálculo do custo dos capitais alheios, pois não se trata de dívida remunerada, uma vez que não são pagos juros. O Grupo Jerónimo Martins consegue financiar-se junto de fornecedores através de prazos de pagamento mais alargados, como já foi dito anteriormente, não pagando juros por isso. Assim, apesar do peso elevado da rubrica dos fornecedores, pois trata-se de uma cadeia de distribuição e retalho alimentar, o seu valor não constitui dívida remunerada, e não deverá ser incluído.

Para calcular o custo médio histórico dos capitais alheios, recorreu-se à média da dívida remunerada desde 2016 a 2018, período anterior à implementação da norma IFRS 16. Excluíram-se os anos de 2019 e 2020 do cálculo da média (*outliers*), uma vez que estes já

⁵ Valor dos juros suportados conforme Anexo 6.

refletem a implementação da norma, o que faz aumentar os custos financeiros, distorcendo a análise realizada.

Assim, obteve-se uma taxa média do custo dos capitais alheios (desde 2016 a 2018) igual a 3,29%, sendo este o valor que irá ser utilizado nas previsões e no cálculo do WACC.

Para além disso, verifica-se que em 2016, o custo dos capitais alheios do Grupo Jerónimo Martins foi de 2,58%, tendo aumentado progressivamente ao longo dos anos, especialmente em 2019 para 23,47% e em 2020 para 23,61%. Este aumento do peso dos juros na dívida remunerada em 2019 e 2020, deve-se aos juros suportados com locações (com a implementação da norma IFRS 16). O Grupo Jerónimo Martins adotou pela primeira vez, no ano de 2019, a nova norma IFRS 16 – Locações, que inflacionou o passivo corrente e não corrente a partir dessa data, devido à rubrica “responsabilidades com locações”.

6.1.6. Pressuposto da taxa de imposto sobre o rendimento

Outro aspeto relevante é o efeito da fiscalidade, pois a taxa de imposto sobre os rendimentos (IRC) influencia o custo médio ponderado do capital (WACC). Desta forma, de acordo com o artigo 87º, nº1 do Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas (CIRC): “A taxa do IRC é de 21 %, exceto nos casos previstos nos números seguintes”.

Em 2020, a taxa de imposto sobre o rendimento (IRC) aplicada às sociedades a operar em Portugal foi de 21%. Para as sociedades que apresentam resultados fiscais positivos é aplicada adicionalmente uma taxa de 1,5% a título de derrama municipal e uma taxa de derrama estadual (artigo 87º-A do CIRC) de 3%, 5% e 9% para lucros fiscais superiores a 1.500.000 €, 7.500.000 € e 35.000.000 €, respetivamente.

Na Polónia, para 2020, a taxa de imposto sobre o rendimento aplicada aos lucros foi de 19%.

Na Colômbia, em 2020, a taxa de imposto sobre o rendimento foi de 32%.

No caso português, por questões de simplificação, irá ser assumida a taxa de imposto de 22,50%, que corresponde à taxa de 21% de IRC (de acordo com o previsto no artigo 87º, nº1 do CIRC) adicionada da taxa de derrama de 1,50% (artigo 18º nº1 da Lei nº 73/2013 de 3 de setembro), no caso de as sociedades apresentarem resultados fiscais positivos.

Para superar este problema das diferentes taxas de imposto sobre o rendimento aplicadas em cada área geográfica onde o Grupo opera, procedeu-se ao cálculo de uma taxa de imposto média ponderada, de acordo com o volume de negócios de cada área geográfica, ou seja, de acordo com o contributo para as vendas e prestação de serviços de cada área. A Tabela 29 resume os cálculos efetuados:

Tabela 29: Cálculo da Taxa de Imposto Média Ponderada por Área Geográfica

Valores em milhões €				
Ano de 2020	Portugal	Polónia	Colômbia	Total
1. Volume de Negócios	4.716,00 €	13.710,00 €	854,00 €	19.280,00 €
2. % do total do VN por área geográfica	24,46%	71,11%	4,43%	100,00%
3. Taxa de Imposto (t) por área	22,50%	19,00%	32,00%	
4. Média Ponderada da Taxa de Imposto=2*3	5,50%	13,51%	1,42%	20,43%

Fonte: Elaboração Própria.

Assim, pode concluir-se, que a taxa de imposto média ponderada, de acordo com o contributo para o volume de negócios de cada área geográfica, é igual a 20,43%, sendo esta a

taxa de imposto que irá ser utilizada para calcular o WACC. O cálculo desta taxa de imposto teve por base o peso das vendas e prestação de serviços de cada área geográfica no total do volume de vendas.

6.1.7. Cálculo do custo médio ponderado do capital (WACC)

O conceito de custo do capital, por definição, corresponde à taxa que a empresa deve ganhar nos seus investimentos para satisfazer a taxa de rentabilidade exigida pelos investidores.

O custo médio ponderado do capital (WACC) é igual ao custo de cada fonte de financiamento ponderado pela percentagem de financiamento fornecida por cada uma das fontes. O custo médio ponderado do capital ou WACC⁶ é calculado através da seguinte expressão:

$$WACC = \frac{\text{Capitais próprios}}{\text{Capitais totais}} \cdot Kp + \frac{\text{Dívida Remunerada}}{\text{Capitais totais}} \cdot Ka \cdot (1 - t) \quad (45)$$

Como o custo dos capitais próprios (Kp) foi calculado através do CAPM para o ano de 2020, logo também irá ser calculado o custo médio do capital (WACC) para o referido ano.

Contudo, o capital próprio é calculado ao preço de mercado de 31/12/2020, tendo por base a capitalização bolsista e subtraindo as ações pertencentes ao próprio Grupo (ações próprias). Desta forma, o valor de mercado do capital próprio em 2020 era igual a 8.684.960.920,40 €, conforme se pode demonstrar em baixo.

$$\begin{aligned} & \text{Capital próprio valor de mercado}_{2020} = \\ & = (\text{n}^{\circ} \text{ de ações}_{2020} - \text{ações próprias}_{2020}) \times \text{Cotação bolsista}_{31-12-2020} = (46) \\ & = (629.293.220 - 859.000) \times 13,82\text{€} = 8.684.960.920,40 \text{€} \end{aligned}$$

Com efeito, no caso do Grupo Jerónimo Martins, o WACC em 2020 é dado por:

⁶ WACC: *Weighted Average Cost of Capital* (Custo Médio Ponderado do Capital).

Tabela 30: Cálculo do Custo Médio Ponderado do Capital Grupo JM

	2020
Capital próprio	8.684.960.920,40 €
Dívida Remunerada	524.000.000,00 €
Capitais totais	9.208.960.920,40 €
Custo Capitais Próprios (Kp)	5,283%
Custo Capitais Alheios (Ka)	3,29%
t = 20,43% (Taxa de imposto média ponderada)	20,43%
CMC (WACC)	5,13%

Fonte: Elaboração Própria com base nos Relatórios de Contas do Grupo JM de 2020.

$$WACC_{2020} = \frac{8.684.960.920,40 \text{ €}}{9.208.960.920,40 \text{ €}} \cdot 5,283\% + \frac{524.000.000 \text{ €}}{9.208.960.920,40 \text{ €}} \cdot 3,29\% \cdot (1 - 0,2043) = 5,13\%$$

O custo médio ponderado do capital (WACC) em valores de mercado do Grupo Jerónimo Martins, em 2020, é igual a 5,13%, ou seja, a taxa que o Grupo JM deve ganhar nos seus investimentos para satisfazer a taxa de rentabilidade exigida pelos investidores deverá ser igual a 5,13%.

Esta taxa do custo médio ponderado do capital (WACC) também irá ser usada como taxa de atualização dos *cash flows*.

6.1.8. Rendimentos operacionais

6.1.8.1. Pressuposto das vendas consolidadas

Os proveitos operacionais integram as vendas e prestação de serviços das lojas do Grupo Jerónimo Martins nas diferentes áreas geográficas (Portugal, Polónia e Colômbia). Neste caso concreto, as vendas (fontes de receitas) dizem respeito ao setor do retalho e distribuição alimentar (Biedronka, Pingo Doce e Ara), do *cash and carry* (Recheio), e do retalho especializado – na área da saúde e beleza – através da Hebe.

Desta forma, para estimar as vendas consolidadas entre 2021 e 2025 numa base previsional, foi calculada uma taxa de crescimento média histórica para cada unidade de

negócio (que atuam em áreas geográficas distintas), utilizando o valor das vendas consolidadas entre 2016 e 2020.

Para calcular esta taxa de crescimento média das vendas consolidadas, recorreu-se a 2 métodos: à média aritmética e à média geométrica. A utilização da média geométrica permite o alisamento de algumas oscilações que podem ocorrer e que poderiam enviesar os resultados obtidos. A média geométrica torna-se impossível de calcular quando se têm valores negativos. Assim, irá ser utilizada a média que mais se adequa em cada caso para se obter a taxa de crescimento média histórica.

Para a Biedronka, na Polónia, obteve-se uma taxa de crescimento média de 7,91% (média geométrica); para o Pingo Doce, em Portugal, obteve-se uma taxa de crescimento média de 2,15% (média aritmética); para a Ara, na Colômbia, registou-se uma taxa de crescimento média de 31,19% (média geométrica). O Recheio registou uma taxa de crescimento média de 4,69% (média aritmética). No caso do Recheio recorreu-se à média aritmética desde 2016 a 2019, excluindo-se o *outlier* do ano de 2020, uma vez que nesse ano, o Recheio registou uma quebra elevada nas suas vendas (de 15,89%), fruto da crise pandémica do Covid-19 que se iniciou em 2020. Desta forma, para realizar uma análise mais correta, determinou-se a média aritmética das taxas de crescimento anuais excluindo o *outlier* do ano de 2020 (ou seja, excluindo a taxa de crescimento de 2020 para o cálculo da média). Em relação à Hebe, determinou-se uma taxa de crescimento média igual a 20,12% (média aritmética), uma vez que a respetiva taxa de crescimento em 2020 apresentava um valor negativo, e a média geométrica não se aplica a estes casos (é impossível o seu cálculo).

No caso da rubrica “Outros e ajustes de consolidação” sucede o mesmo, tendo de se recorrer à média aritmética dado que existem taxas negativas. Desta forma, para esta rubrica, obteve-se uma taxa média de -19,95% (média aritmética). A Tabela 31 demonstra os cálculos efetuados:

Tabela 31: Cálculo das Taxas de Crescimento das Vendas Consolidadas

		Vendas Consolidadas (milhões de euros)						
		2016	2017	2018	2019	2020	Média Arit.	Média Geo.
Polónia	Biedronka	9.781 €	11.075 €	11.691 €	12.621 €	13.465 €		
	Taxa de Crescimento %	-	13,23%	5,56%	7,95%	6,69%	8,36%	7,91%
	Hebe	122 €	166 €	207 €	259 €	245 €		
	Taxa de Crescimento %	-	36,07%	24,70%	25,12%	-5,41%	20,12%	-
Portugal	Pingo Doce*	3.558 €	3.667 €	3.835 €	3.945 €	3.869 €		
	Taxa de Crescimento %	-	3,06%	4,58%	2,87%	-1,93%	2,15%	-
	Recheio	878 €	942 €	980 €	1.007 €	847 €		
	Taxa de Crescimento %	-	7,29%	4,03%	2,76%	-15,89%	4,69%	-
Colômbia	Ara	236 €	405 €	599 €	784 €	854 €		
	Taxa de Crescimento %	-	71,61%	47,90%	30,88%	8,93%	39,83%	31,19%
Outros & Ajustes de Consolidação		46 €	20 €	24 €	23 €	14 €		
Taxa de Crescimento %		-	-56,52%	20,00%	-4,17%	-39,13%	-19,95%	-
Total JM consolidado		14.622 €	16.276 €	17.337 €	18.638 €	19.293 €	9,20%	
Crescimento das vendas e prestação de serviços		-	11,31%	6,52%	7,50%	3,51%		

*inclui valores de vendas de loja e combustível.

Fonte: Elaboração Própria com base nos Relatórios de Contas do Grupo JM desde 2016 a 2020.

Outro aspeto relevante é o cálculo da perpetuidade. A perpetuidade indica um horizonte de continuidade, e neste caso, verifica-se um crescimento perpétuo a partir de 2026. Desta forma, para calcular a perpetuidade, foi utilizada a taxa de crescimento económico prevista (taxa de crescimento do PIB) para cada país. Em 2026, a taxa de crescimento prevista do PIB em Portugal será igual a 1,70%. Logo, a perpetuidade para o Pingo Doce e para o Recheio será calculada com base na taxa de crescimento do PIB igual a 1,70% para 2026 e anos seguintes. Para a Polónia, a taxa de crescimento esperada do PIB em 2026 será de 2,564%, sendo aplicada na Biedronka e na Hebe.

Para a Colômbia, a taxa de crescimento esperada do PIB em 2026 será igual a 3,60%, sendo esta utilizada para calcular a perpetuidade para a Ara.

No caso da rubrica “Outros e ajustes de consolidação” será utilizada a taxa de crescimento esperada do PIB para a União Europeia (UE) a 27 Estados-membros em 2026, sendo esta igual a 1,30%. Irá aplicar-se esta taxa, uma vez que não é possível diferenciar as vendas por área geográfica, e o maior volume de vendas do Grupo verifica-se na Europa. Em 2020, o total do volume de negócios do Grupo realizado na Europa (Portugal e Polónia) era igual a 95,60% do total do volume de negócios.

Tabela 32: Perpetuidade com base na Taxa de Crescimento Esperada do PIB

Perpetuidade - Taxa de Crescimento Esperada do PIB 2026		
Portugal	Pingo Doce	1,70%
	Recheio	
Polónia	Biedronka	2,564%
	Hebe	
Colômbia	Ara	3,60%
PIB UE 27	Outros ajustes de consol.	1,30%

Fonte: Dados extraídos do Fundo Monetário Internacional (FMI) para Portugal e para o crescimento do PIB na zona Euro a 27 – Relatório “World Economic Outlook”. Os dados para a Polónia foram extraídos do website: <https://www.ceicdata.com/pt/indicador/poland/forecast-real-gdp-growth>. Os dados para a Colômbia foram extraídos do relatório do Fundo Monetário Internacional (FMI) “Colombia : 2021 Article IV Consultation-Press Release” do FMI, website: <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2021/03/23/Colombia-2021-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-Statement-by-the-50301>.

Assim, foram efetuadas as previsões para as vendas consolidadas a partir de 2021 e para os anos seguintes. Com efeito:

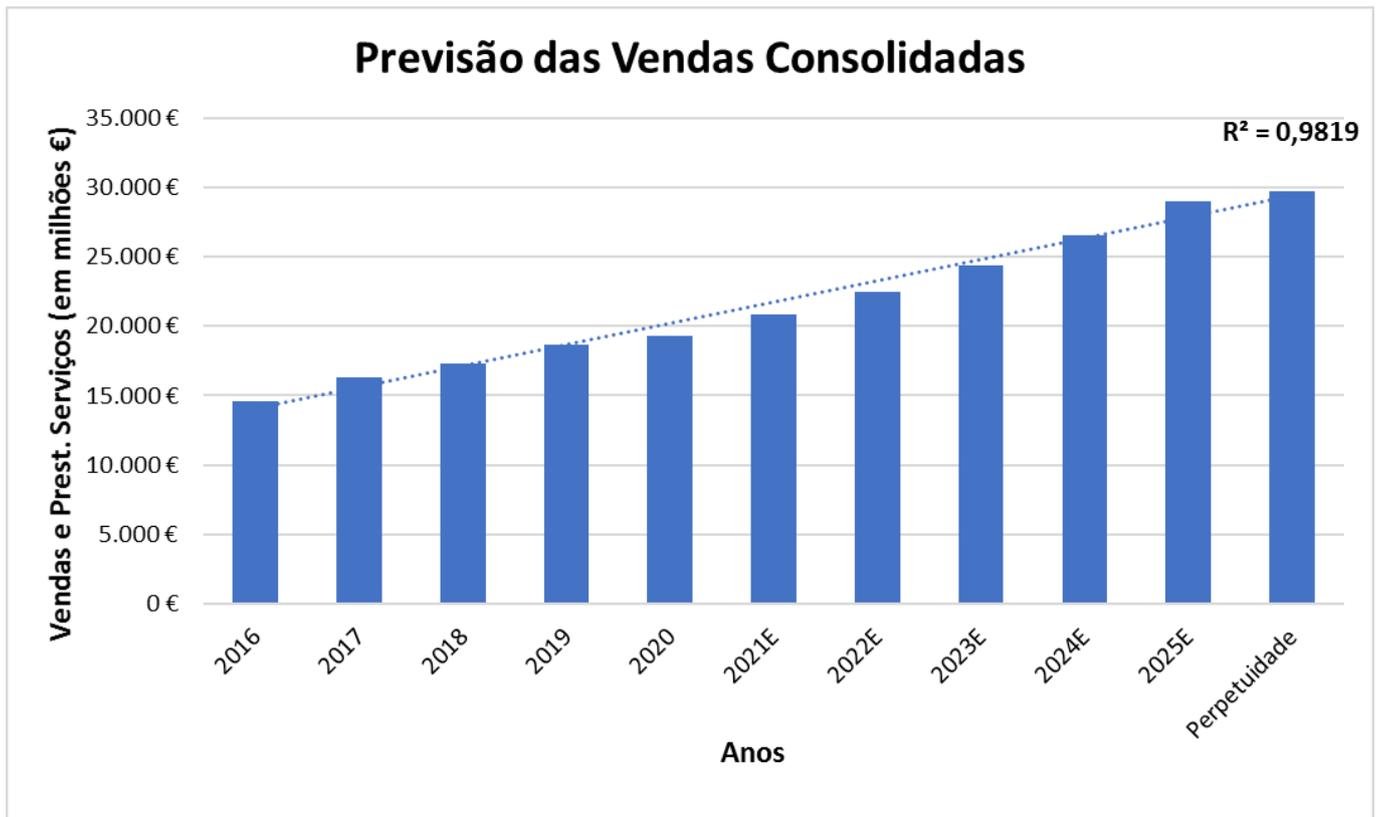
Tabela 33: Previsões Operacionais das Vendas Consolidadas Grupo JM

	Vendas Consolidadas (milhões de euros)		Previsão					
	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	Perpetuidade	
Polónia	Biedronka	13.465 €	14.530,06 €	15.679,36 €	16.919,57 €	18.257,88 €	19.702,05 €	20.207,21 €
	Taxa de Crescimento %	6,69%	7,91%	7,91%	7,91%	7,91%	7,91%	2,564%
	Hebe	245 €	294,29 €	353,51 €	424,63 €	510,07 €	612,69 €	628,40 €
	Taxa de Crescimento %	-5,41%	20,12%	20,12%	20,12%	20,12%	20,12%	2,564%
Portugal	Pingo Doce*	3.869 €	3.952,06 €	4.036,89 €	4.123,55 €	4.212,07 €	4.302,49 €	4.375,64 €
	Taxa de Crescimento %	-1,93%	2,15%	2,15%	2,15%	2,15%	2,15%	1,70%
	Recheio	847 €	886,75 €	928,36 €	971,93 €	1.017,54 €	1.065,29 €	1.083,40 €
	Taxa de Crescimento %	-15,89%	4,69%	4,69%	4,69%	4,69%	4,69%	1,70%
Colômbia	Ara	854 €	1.120,33 €	1.469,72 €	1.928,07 €	2.529,36 €	3.318,17 €	3.437,62 €
	Taxa de Crescimento %	8,93%	31,19%	31,19%	31,19%	31,19%	31,19%	3,60%
	Outros & Ajustes de Consolidação	14 €	11,206 €	8,9701 €	7,1802 €	5,7474 €	4,6005 €	4,6603 €
	Taxa de Crescimento %	-39,13%	-19,95%	-19,95%	-19,95%	-19,95%	-19,95%	1,30%
	Total JM consolidado	19.293 €	20.794,692 €	22.476,809 €	24.374,929 €	26.532,661 €	29.005,286 €	29.736,922 €
	Crescimento das vendas e prestação de serviços	3,51%	7,78%	8,09%	8,44%	8,85%	9,32%	2,52%

*inclui valores de vendas de loja e combustível.

Fonte: Elaboração Própria com base nos Relatórios de Contas do Grupo JM desde 2016 a 2020.

Figura 14: Previsão das Vendas Consolidadas para o Grupo Jerónimo Martins



Fonte: Elaboração Própria.

6.1.8.2. Pressuposto dos resultados operacionais

Com o intuito de calcular os proveitos operacionais, é necessário obter os resultados para o EBITDA. Na análise elaborada, o EBITDA foi calculado com base nas margens do EBITDA sobre as vendas consolidadas (EBITDA/Vendas Consolidadas) para cada unidade de negócio do Grupo JM (e para cada área geográfica) no horizonte temporal em análise. Com efeito, para obter a margem do EBITDA previsional, calculou-se a média aritmética das margens do EBITDA de 2019 e 2020, resultando numa margem média previsional igual a 7,54%. Excluíram-se os anos de 2016 a 2018 do cálculo desta média (antes da implementação da IFRS 16), uma vez que iriam distorcer a análise (iriam baixar a média) e não seria correto, uma vez que a margem do EBITDA apresenta uma tendência de crescimento, passando de 5,54% em 2018 para 7,71% em 2019, e em 2020 manteve o valor de 7%.

Tabela 34: Cálculo das Margens do EBITDA e do EBIT

EBITDA e EBIT							
milhares de euros	2016	2017	2018	2019	2020	Média Arit.	Média Geo.
EBITDA	861.819 €	922.000 €	959.826 €	1.436.898 €	1.422.956 €		
Margem EBITDA (%)	5,89%	5,66%	5,54%	7,71%	7,38%	7,54%	7,54%
EBIT	567.570 €	591.134 €	596.090 €	721.871 €	689.167 €		
Margem EBIT (%)	3,88%	3,63%	3,44%	3,87%	3,57%	3,68%	3,68%

Fonte: Elaboração Própria com base nos Relatórios de Contas do Grupo JM desde 2016 a 2020.

6.1.9. Pressuposto do investimento em capital fixo (CapEx)

O investimento em capital fixo (CapEx⁷) corresponde à aquisição de ativos fixos, estando associado ao investimento em edifícios, propriedades e equipamentos. Os ativos fixos são constituídos por ativos tangíveis e intangíveis. Por sua vez, estes ativos fixos são alvo de depreciações e amortizações, podendo afirmar-se que as despesas incorridas com estas irão aumentar com o aumento dos ativos fixos sujeitos a depreciação e amortização.

O investimento em capital fixo é calculado através da diferença entre os ativos fixos brutos de um ano em relação ao ano anterior. Este cálculo permite aferir os investimentos e reinvestimentos realizados em ativos não correntes durante esse mesmo ano de análise.

Esta estimação dos *cash flows*, para o investimento em capital fixo, é sempre realizada numa base incremental. Por conseguinte, surge a diferença dos investimentos em ativos não correntes realizados de um ano em relação ao ano anterior (ótica de incremento).

O investimento em capital fixo (ICF) é calculado da seguinte forma:

$$\text{ICF} = \Delta \text{ Ativo Fixo Bruto} \quad (47)$$

⁷ CapEx: *Capital Expenditures*.

Tabela 35: Investimento em Capital Fixo (ICF) – Variação do Ativo Fixo Bruto

Investimento em Capital Fixo (ICF) - CapEx						
	2016	2017	2018	2019	2020	Média Arit.
1. Ativos Fixos Tangíveis	5.381.744 €	6.102.992 €	6.543.260 €	7.087.499 €	7.113.963 €	
2. Ativos Intangíveis	918.893 €	960.057 €	951.539 €	967.815 €	933.245 €	
3. Ativo Fixo Bruto 3=1+2	6.300.637 €	7.063.049 €	7.494.799 €	8.055.314 €	8.047.208 €	
ICF = Var. Ativo Fixo Bruto = CapEx	-	762.412,00 €	431.750,00 €	560.515,00 €	-8.106,00 €	
ICF/Vendas Consol.	-	4,68%	2,49%	3,01%	-0,04%	2,53%

Fonte: Elaboração Própria com base nos Relatórios de Contas do Grupo JM desde 2016 a 2020.

Neste pressuposto do Investimento em Capital Fixo (ICF), assumiu-se que o peso do ICF nas vendas consolidadas iria manter-se constante e igual a 2,53% (média aritmética) desde 2021 até 2025. Na perpetuidade, o peso do ICF nas vendas consolidadas (margem do ICF) irá ser igual a 3%.

Tabela 36: Previsão do Investimento em Capital Fixo (ICF) – CapEx

Investimento em Capital Fixo (ICF) - CapEx	Previsão						
	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	Perpetuidade
1. Ativos Fixos Tangíveis	7.113.963 €						
2. Ativos Intangíveis	933.245 €						
3. Ativo Fixo Bruto 3=1+2	8.047.208 €	8.574.352 €	9.144.138 €	9.762.040 €	10.434.641 €	11.169.923 €	12.062.031 €
ICF = Var. Ativo Fixo Bruto = CapEx	-8.106,00 €	527.143,98 €	569.785,54 €	617.902,74 €	672.601,10 €	735.281,98 €	892.107,66 €
ICF/Vendas Consol.	-0,04%	2,53%	2,53%	2,53%	2,53%	2,53%	3,00%

Fonte: Elaboração Própria com base nos Relatórios de Contas do Grupo JM desde 2016 a 2020.

6.1.10. Pressuposto dos gastos não desembolsáveis (depreciações, amortizações, perdas por imparidade e provisões)

Para se obter os meios libertos líquidos é necessário calcular os gastos não desembolsáveis. Os gastos não desembolsáveis são aqueles que não implicam a saída de dinheiro da empresa, nomeadamente as depreciações, amortizações, perdas por imparidade e a constituição de provisões. A constituição de provisões ocorre quando a empresa espera vir a incorrer em despesas futuras, como por exemplo despesas com processos judiciais em que a empresa possa estar envolvida. A empresa constitui assim uma almofada financeira para o futuro, apesar de ainda não ter incorrido nessa despesa.

Já as depreciações e amortizações, consistem na imputação de um gasto que resulta do desgaste dos ativos com uma determinada vida útil.

A Tabela 37 demonstra o cálculo efetuado para as depreciações, amortizações, provisões e perdas por imparidade. Importa também referir, que para o cálculo dos meios libertos líquidos, apenas é necessário a variação destas rubricas, pois a análise é sempre feita numa ótica incremental. O método de cálculo destas rubricas teve por base a margem sobre as vendas consolidadas, ou seja, o peso da variação de cada rubrica sobre o total de vendas consolidadas.

Tabela 37: Dep., Amort., Perdas por Imparidade em Ativos e Provisões

Depreciações, provisões, amortizações e perdas por imparidade						
milhares de euros	2016	2017	2018	2019	2020	Média
1. Depreciações e perdas por imparidade Ativo Fixo Tangível	2.358.384 €	2.628.157 €	2.856.207 €	3.117.562 €	3.296.708 €	
2. Amortizações e perdas por imparidade Ativos Intangíveis	131.910 €	149.017 €	159.025 €	173.805 €	175.877 €	
3. Total depreciações, amortizações e perdas por imparidade 3=1+2	2.490.294 €	2.777.174 €	3.015.232 €	3.291.367 €	3.472.585 €	
4. Variação no Total de deprec., amort., e perdas por imp.	-	286.880 €	238.058,00 €	276.135,00 €	181.218,00 €	
Variação no Total de deprec., amort., e perdas por imp./Vendas	-	1,76%	1,37%	1,48%	0,94%	1,39%
5. Provisões	21.582 €	29.308 €	26.565 €	27.780 €	32.831 €	
6. Variação provisões	-	7.726 €	-2.743 €	1.215 €	5.051 €	
Variação provisões/Vendas Consol.	-	0,05%	-0,02%	0,01%	0,03%	0,02%
7. Depreciações e amortizações	294.249 €	330.866 €	363.736 €	715.027 €	733.789 €	
8. Variação depreciações e amortizações	-	36.617 €	32.870 €	351.291 €	18.762 €	
(Variação depreciações e amortizações)/Vendas Consol.	-	0,22%	0,19%	1,88%	0,10%	0,17%
9. Total Deprec., Amort., Provisões e Perdas por Impar. 9=3+5+7	2.806.125 €	3.137.348 €	3.405.533 €	4.034.174 €	4.239.205 €	
10. Variação Total Deprec., Amort., Provisões e Perdas por Impar. 10=4+6+8	-	331.223 €	268.185 €	628.641 €	205.031 €	

Fonte: Elaboração Própria com base nos Relatórios de Contas do Grupo JM desde 2016 a 2020.

Tabela 38: Dep., Amort., Provisões e Perdas por Imparidade, e variações

Depreciações, provisões, amortizações e perdas por imparidade	Previsão						
	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	Perpetuidade
1. Depreciações e perdas por imparidade Ativo Fixo Tangível	3.296.708 €						
2. Amortizações e perdas por imparidade Ativos Intangíveis	175.877 €						
3. Total depreciações, amortizações e perdas por imparidade 3=1+2	3.472.585 €	3.761.453,43 €	4.073.688,92 €	4.412.292,04 €	4.780.869,18 €	5.183.794,68 €	5.629.848,51 €
4. Variação no Total de deprec., amort., e perdas por imp.	181.218,00 €	288.868,43 €	312.235,48 €	338.603,12 €	368.577,15 €	402.925,50 €	446.053,83 €
Variação no Total de deprec., amort., e perdas por imp./Vendas	0,94%	1,39%	1,39%	1,39%	1,39%	1,39%	1,50%
5. Provisões	32.831 €	36.176,16 €	39.791,92 €	43.713,02 €	47.981,22 €	52.647,19 €	57.430,85 €
6. Variação provisões	5.051 €	3.345,16 €	3.615,76 €	3.921,10 €	4.268,21 €	4.665,97 €	4.783,66 €
Variação provisões/Vendas Consol.	0,03%	0,02%	0,02%	0,02%	0,02%	0,02%	0,02%
7. Depreciações e amortizações	733.789 €	769.265,97 €	807.612,72 €	849.197,79 €	894.464,07 €	943.948,79 €	994.681,73 €
8. Variação depreciações e amortizações	18.762 €	35.476,97 €	38.346,76 €	41.585,06 €	45.266,28 €	49.484,72 €	50.732,94 €
(Variação depreciações e amortizações)/Vendas Consol.	0,10%	0,17%	0,17%	0,17%	0,17%	0,17%	0,17%
9. Total Deprec., Amort., Provisões e Perdas por Impar. 9=3+5+7	4.239.205 €	4.566.895,56 €	4.921.093,56 €	5.305.202,84 €	5.723.314,47 €	6.180.390,66 €	6.681.961,09 €
10. Variação Total Deprec., Amort., Provisões e Perdas por Impar. 10=4+6+8	205.031 €	327.690,56 €	354.198,00 €	384.109,28 €	418.111,63 €	457.076,19 €	501.570,43 €

Fonte: Elaboração Própria com base nos Relatórios de Contas do Grupo JM desde 2016 a 2020.

- ❖ Verifica-se que o peso da rubrica “variação do total de depreciações, amortizações e perdas por imparidade no total das vendas” apresenta um valor constante de 1,39% desde 2021 até 2025. Na perpetuidade, assumiu-se um peso de 1,50%;
- ❖ A rubrica “variação das provisões no total de vendas consolidadas” apresenta um peso constante de 0,02% desde 2021 até 2025, e na perpetuidade;
- ❖ A rubrica “variação das depreciações e amortizações no total de vendas” regista um valor constante e igual a 0,17% desde 2021 até 2025, e na perpetuidade. É importante referir, que no cálculo da média desta rubrica foi excluído o ano de 2019 por ser um *outlier*, o que iria distorcer a análise.

6.1.11. Pressuposto do investimento em capital circulante (ICC)

Para calcular o investimento em capital circulante (ICC) – *working capital* - é necessário obter a variação da necessidade em fundo de maneiio (NFM). A necessidade em fundo de maneiio calcula-se através da diferença entre as necessidades cíclicas (NC) e os recursos cíclicos (RC), ou seja, (NC – RC). As necessidades cíclicas incluem rubricas como os inventários, os valores em dívida de clientes e os valores de impostos a receber do Estado e outros entes públicos.

Os recursos cíclicos apresentam rubricas como: valores em dívida a fornecedores, valores a pagar ao Estado e outros entes públicos.

Na Tabela 39, calculou-se a necessidade em fundo de maneiio (NFM) e a respetiva variação, de forma a obter-se como resultado final o investimento em capital circulante (ICC).

Na Tabela 40, também foi calculada média das taxas de variação de cada rubrica no total das vendas consolidadas do Grupo JM, e realizada a previsão do ICC.

Tabela 39: Investimento em Capital Circulante (ICC) – Variação NFM

Variação NFM (milhares de euros)							
Necessidades Cíclicas (NC)	2016	2017	2018	2019	2020	Média Arit.	Média Geo.
1. Inventários	718.618 €	841.565 €	970.653 €	1.038.627 €	973.919 €		
Inventários/Vendas Consol.	4,91%	5,17%	5,60%	5,57%	5,05%	5,26%	5,25%
2. Clientes, acréscimos e diferimentos	311.130 €	387.833 €	435.642 €	424.689 €	393.023 €		
Clientes, cresc., difer./Vendas Consol.	2,13%	2,38%	2,51%	2,28%	2,04%	2,27%	2,26%
3. Estado e outros entes públicos (a receber)	2.037 €	5.094 €	5.035 €	11.469 €	17.467 €		
EOEP/Vendas Consol.	0,01%	0,03%	0,03%	0,06%	0,09%	0,05%	0,04%
4. Total das Necessidades Cíclicas (NC) 4=1+2+3	1.031.785 €	1.234.492 €	1.411.330 €	1.474.785 €	1.384.409 €		
Recursos Cíclicos (RC)							
5. Credores, acréscimos e diferimentos	3.166.527 €	3.662.293 €	3.794.411 €	4.182.149 €	4.153.837 €		
Credores, cresc., difer./Vendas Consol.	21,66%	22,50%	21,89%	22,44%	21,53%	22,00%	22,00%
6. Estado e outros entes públicos (a pagar)	44.644 €	58.109 €	41.802 €	52.145 €	50.212 €		
EOEP/Vendas Consol.	0,31%	0,36%	0,24%	0,28%	0,26%	0,29%	0,29%
7. Total Recursos Cíclicos (RC) 7=5+6	3.211.171 €	3.720.402 €	3.836.213 €	4.234.294 €	4.204.049 €		
8. Necessidades em Fundo de Maneio (NC - RC) 8=4-7	-2.179.386 €	-2.485.910 €	-2.424.883 €	-2.759.509 €	-2.819.640 €		
ICC = Variação da NFM	-	-306.524 €	61.027 €	-334.626 €	-60.131 €		

Fonte: Elaboração Própria com base nos Relatórios de Contas do Grupo JM desde 2016 a 2020.

Tabela 40: ICC – Variação da NFM

Variação NFM (milhares de euros)	Previsão						
	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	Perpetuidade
Necessidades Cíclicas (NC)							
1. Inventários	973.919 €	1.092.479,83 €	1.180.852,36 €	1.280.572,88 €	1.393.932,51 €	1.523.835,54 €	1.576.056,87 €
Inventários/Vendas Consol.	5,05%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,30%
2. Clientes, acréscimos e diferimentos	393.023 €	470.249,20 €	508.288,44 €	551.212,34 €	600.007,09 €	655.922,80 €	698.817,67 €
Clientes, cresc., difer./Vendas Consol.	2,04%	2,26%	2,26%	2,26%	2,26%	2,26%	2,35%
3. Estado e outros entes públicos (a receber)	17.467 €	9.413,41 €	10.174,87 €	11.034,12 €	12.010,89 €	13.130,21 €	17.842,15 €
EOEP/Vendas Consol.	0,09%	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%	0,06%
4. Total das Necessidades Cíclicas (NC) 4=1+2+3	1.384.409 €	1.572.142,43 €	1.699.315,67 €	1.842.819,34 €	2.005.950,49 €	2.192.888,55 €	2.292.716,69 €
Recursos Cíclicos (RC)							
5. Credores, acréscimos e diferimentos	4.153.837 €	4.575.348,16 €	4.945.455,75 €	5.363.089,19 €	5.837.843,75 €	6.381.882,68 €	6.839.492,06 €
Credores, cresc., difer./Vendas Consol.	21,53%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	23,00%
6. Estado e outros entes públicos (a pagar)	50.212 €	60.034,10 €	64.890,36 €	70.370,22 €	76.599,57 €	83.738,02 €	89.210,77 €
EOEP/Vendas Consol.	0,26%	0,29%	0,29%	0,29%	0,29%	0,29%	0,30%
7. Total Recursos Cíclicos (RC) 7=5+6	4.204.049 €	4.635.382,26 €	5.010.346,11 €	5.433.459,40 €	5.914.443,32 €	6.465.620,70 €	6.928.702,82 €
8. Necessidades em Fundo de Maneio (NC - RC) 8=4-7	-2.819.640 €	-3.063.239,82 €	-3.311.030,43 €	-3.590.640,06 €	-3.908.492,83 €	-4.272.732,15 €	-4.635.986,14 €
ICC = Variação da NFM	-60.131 €	-243.599,82 €	-247.790,61 €	-279.609,62 €	-317.852,77 €	-364.239,32 €	-363.253,99 €

Fonte: Elaboração Própria com base nos Relatórios de Contas do Grupo JM desde 2016 a 2020.

Para calcular o Investimento em Capital Circulante (ICC) procedeu-se ao mesmo método que tem sido aplicado. Calculou-se o peso de cada rubrica no total das vendas consolidadas do Grupo JM.

- ❖ Verifica-se que o peso da rubrica “inventários no total das vendas” apresenta um valor constante de 5,25% (média geométrica) desde 2021 até 2025. Na perpetuidade, assumiu-se um peso de 5,30%;
- ❖ A rubrica “clientes, acréscimos e diferimentos no total de vendas consolidadas” apresenta um peso constante de 2,26% (média geométrica) desde 2021 até 2025. Na perpetuidade, assumiu-se um peso de 2,35%;
- ❖ A rubrica “EOEP a receber no total de vendas” regista um valor constante e igual a 0,05% desde 2021 até 2025. Na perpetuidade, assumiu-se um peso de 0,06%;
- ❖ A rubrica “credores, acréscimos e diferimentos no total de vendas” regista um peso constante de 22% desde 2021 até 2025. Na perpetuidade, assumiu-se um peso de 23%;
- ❖ A rubrica “EOEP a pagar no total de vendas” regista um valor constante e igual a 0,29% desde 2021 até 2025. Na perpetuidade, assumiu-se um peso de 0,30%.

6.1.12. Pressuposto da dívida líquida

A dívida líquida corresponde ao total da dívida financeira da empresa menos a tesouraria (deduzidos os depósitos e aplicações em instituições financeiras), conforme Anexo 9.

Para obter o valor da dívida líquida previsional, calculou-se a média histórica do peso da dívida líquida sobre o total de vendas. Assim, assumiu-se que a partir de 2021 e até 2025, o peso da dívida líquida no total de vendas seria igual a -1,31% e na perpetuidade igual a -1,35%.

Tabela 41: Cálculo do Peso da Dívida Líquida no Total das Vendas

Dívida Líquida						
Valores em milhares €	2016	2017	2018	2019	2020	Média Arit.
Dívida Líquida	-334.504 €	-170.231 €	79.600 €	-192.165 €	-509.305 €	
Varição Dívida Líquida	-	164.273 €	249.831 €	-271.765 €	-317.140 €	
Dívida Líquida/Vendas (%)	-2,29%	-1,05%	0,46%	-1,03%	-2,64%	-1,31%

Fonte: Elaboração Própria com base nos Relatórios de Contas do Grupo JM desde 2016 a 2020.

Tabela 42: Cálculo Previsional da Dívida Líquida e da respetiva Variação

Dívida Líquida		Previsão					
Valores em milhares €	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	Perpetuidade
Dívida Líquida	-509.305 €	-272.216 €	-294.236 €	-319.084 €	-347.330 €	-379.698 €	-401.448 €
Variação Dívida Líquida	-317.140 €	237.089 €	-22.020 €	-24.848 €	-28.246 €	-32.368 €	-21.750 €
Dívida Líquida/Vendas (%)	-2,64%	-1,31%	-1,31%	-1,31%	-1,31%	-1,31%	-1,35%

Fonte: Elaboração Própria com base nos Relatórios de Contas do Grupo JM desde 2016 a 2020.

6.1.13. Pressuposto dos dividendos

Em relação à política de distribuição de dividendos do Grupo, de acordo com a informação constante no relatório de contas publicado pelo Grupo Jerónimo Martins em 2020, é possível aferir que “O Conselho de Administração da Sociedade tem mantido uma política de distribuição de dividendos baseada nas seguintes regras:

- i) valor do dividendo entre 40 a 50% dos resultados consolidados ordinários ajustados dos efeitos contabilísticos da adoção da IFRS 16, por os mesmos não representarem desembolsos de caixa;
- ii) se da aplicação do critério acima resultar uma diminuição do dividendo de determinado ano, face ao atribuído no ano precedente, o Conselho de Administração, se considerar que tal diminuição decorre de situações anormais e meramente conjunturais, poderá propor que o anterior valor seja mantido e até mesmo utilizar para o efeito reservas livres existentes, quando tal utilização não ponha em causa os princípios adotados em matéria de gestão de balanço.”

Com efeito, para o valor do dividendo ser superior ao dividendo pago no período anterior (0,29€) de acordo com o previsto na alínea ii) da política de dividendos enunciada em cima, decidiu-se que o *payout ratio* seria igual a 40% a partir de 2021 (cumprindo também o previsto na alínea i). Importa também referir, que com a pandemia do COVID-19, quando a incerteza se encontrava em níveis extremos, o Conselho de Administração decidiu, por prudência, reduzir excecionalmente, de 50% para 30%, o *payout* a aplicar aos resultados de 2019. Não obstante, ocorreu a distribuição de reservas livres no valor bruto de 0,138€ por ação (além do dividendo pago). Para além disso, é importante ter em consideração que os dividendos obtidos num determinado ano (ano n), dizem respeito aos resultados registados nesse mesmo ano (ano n), mas só irão ser pagos no ano n+1.

6.2. Avaliação do Grupo JM

6.2.1. Demonstração de resultados previsional

A Demonstração de Resultados do Grupo JM permite calcular a margem histórica do EBITDA, do EBIT, o peso dos resultados financeiros e da rubrica interesses que não controlam, conforme a Tabela 43.

Tabela 43: Demonstração de Resultados e Margens sobre as Vendas (2016 a 2020)

Demonstração de Resultados							
milhares de euros	2016	2017	2018	2019	2020	Média Arit.	Média Geo.
1. EBITDA	861.819 €	922.000 €	959.826 €	1.436.898 €	1.422.956 €		
Margem EBITDA (%)	5,89%	5,66%	5,54%	7,71%	7,38%	7,54%	7,54%
2. Depreciações e amortizações	294.249 €	330.866 €	363.736 €	715.027 €	733.789 €		
Depreciações e amortizações/Vendas	2,01%	2,03%	2,10%	3,84%	3,80%	2,76%	2,63%
3. EBIT (3=1-2)	567.570 €	591.134 €	596.090 €	721.871 €	689.167 €		
Margem EBIT (%)	3,88%	3,63%	3,44%	3,87%	3,57%	3,68%	3,68%
4. Outras perdas e ganhos operacionais	-31.994 €	-13.940 €	-9.376 €	-15.840 €	-50.280 €		
Outras perdas e ganhos operacionais/Vendas	-0,22%	-0,09%	-0,05%	-0,08%	-0,26%	-0,14%	
5. Resultados Financeiros	208.619 €	-12.377 €	-24.924 €	-156.805 €	-180.231 €		
Resultados Financeiros/Vendas Consol.	1,43%	-0,08%	-0,14%	-0,84%	-0,93%	-0,11%	
6. Resultados Antes de Impostos (RAI) (6=3+4+5)	744.195 €	564.817 €	561.790 €	549.226 €	458.656 €		
7. Imposto s/ Rendimentos	129.969 €	152.236 €	131.930 €	128.459 €	135.936 €		
Taxa de Imposto	17,46%	26,95%	23,48%	23,39%	29,64%	20,43%	
8. Resultado Líquido antes de interesses que não controlam	614.226 €	412.581 €	429.860 €	420.767 €	322.720 €		
9. Interesses que não controlam	21.008 €	27.225 €	28.816 €	30.901 €	10.590 €		
10. Peso Interesses que não controlam (10=9/8)	3,42%	6,60%	6,70%	7,34%	3,28%	5,47%	5,16%
11. Resultado Líquido (11=6-7-9)	593.218 €	385.356 €	401.044 €	389.866 €	312.130 €		

Fonte: Elaboração Própria com base nos Relatórios de Contas do Grupo JM desde 2016 a 2020.

Com efeito, para obter a margem do EBITDA previsional, calculou-se a média aritmética das margens do EBITDA de 2019 e 2020, resultando numa margem média previsional igual a 7,54%. Excluíram-se os anos de 2016 a 2018 do cálculo desta média (antes da implementação da IFRS 16), uma vez que iriam distorcer a análise (iriam baixar a média) e não seria correto, uma vez que a margem do EBITDA apresenta uma tendência de crescimento, passando de 5,54% em 2018 para 7,71% em 2019, e em 2020 manteve o valor de 7%. Na perpetuidade, assumiu-se uma margem de EBITDA igual a 7,60%.

Em relação à rubrica “Outras perdas e ganhos operacionais sobre as vendas”, determinou-se a média aritmética desde 2016 a 2020, tendo-se obtido o valor de -0,14% (sendo este o valor utilizado no cálculo da previsão desde 2021 a 2025, e na perpetuidade).

No que concerne à rubrica “Resultados financeiros sobre as vendas”, determinou-se a média histórica, sendo igual a -0,11%. Este valor foi utilizado para o cálculo das previsões desde 2021 a 2025, e na perpetuidade.

A rubrica “peso dos interesses que não controlam” registou uma média de 2016 a 2020 igual a 5,16% (média geométrica), sendo este o valor utilizado para calcular as previsões de 2021 a 2025, e na perpetuidade.

De acordo com os pressupostos apresentados anteriormente, obteve-se a demonstração de resultados previsional que apresenta os seguintes valores:

Tabela 44: Demonstração de Resultados Previsional

Demonstração de Resultados		Previsão					
milhares de euros	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	Perpetuidade
1. EBITDA	1.422.956 €	1.568.441 €	1.695.315 €	1.838.480 €	2.001.227 €	2.187.725 €	2.260.006 €
Margem EBITDA (%)	7,38%	7,54%	7,54%	7,54%	7,54%	7,54%	7,60%
2. Depreciações e amortizações	733.789 €	769.266 €	807.613 €	849.198 €	894.464 €	943.949 €	994.682 €
Depreciações e amortizações/Vendas	3,80%	3,70%	3,59%	3,48%	3,37%	3,25%	3,34%
3. EBIT (3=1-2)	689.167 €	799.175 €	887.702 €	989.283 €	1.106.763 €	1.243.777 €	1.265.324 €
Margem EBIT (%)	3,57%	3,84%	3,95%	4,06%	4,17%	4,29%	4,26%
4. Outras perdas e ganhos operacionais	-50.280 €	-29.285 €	-31.653 €	-34.327 €	-37.365 €	-40.847 €	-41.878 €
Outras perdas e ganhos operacionais/Vendas	-0,26%	-0,14%	-0,14%	-0,14%	-0,14%	-0,14%	-0,14%
5. Resultados Financeiros	-180.231 €	-23.646 €	-25.559 €	-27.717 €	-30.171 €	-32.982 €	-33.814 €
Resultados Financeiros/Vendas Consol.	-0,93%	-0,11%	-0,11%	-0,11%	-0,11%	-0,11%	-0,11%
6. Resultados Antes de Impostos (RAI) (6=3+4+5)	458.656 €	746.244 €	830.490 €	927.239 €	1.039.228 €	1.169.947 €	1.189.632 €
7. Imposto s/ Rendimentos	135.936 €	152.472 €	169.685 €	189.453 €	212.334 €	239.043 €	243.065 €
Taxa de Imposto	29,64%	20,43%	20,43%	20,43%	20,43%	20,43%	20,43%
8. Resultado Líquido antes de interesses que não controlam	322.720 €	593.772 €	660.805 €	737.786 €	826.893 €	930.904 €	946.567 €
9. Interesses que não controlam	10.590 €	30.619 €	34.075 €	38.045 €	42.640 €	48.003 €	48.811 €
10. Peso Interesses que não controlam (10=9/8)	3,28%	5,16%	5,16%	5,16%	5,16%	5,16%	5,16%
11. Resultado Líquido (11=6-7-9)	312.130 €	563.154 €	626.729 €	699.741 €	784.253 €	882.901 €	897.757 €

Fonte: Elaboração Própria com base nos Relatórios de Contas do Grupo JM desde 2016 a 2020.

6.2.2. Método dos *cash flows* descontados

6.2.2.1. Apuramento do fluxo de caixa livre para a empresa

O fluxo de caixa operacional líquido de impostos corresponde aos meios gerados pelas operações líquidas dos investimentos em ativo fixo e em necessidades em fundo de maneio, necessários para o desenvolvimento da empresa.

Com efeito, foi utilizado o método dos *cash flows* descontados para calcular o valor da empresa, atualizando os *cash flows* libertos desde 2021 e nos anos seguintes, sendo a taxa de atualização igual ao custo médio ponderado do capital (WACC) calculado anteriormente (igual a 5,13%). Para além disso, assumiu-se que a taxa de crescimento perpétuo usada para

calcular o valor residual, seria igual a 0,5% (g = 0,5%), uma vez que foram aplicadas algumas variações nesta taxa e uma variação por exemplo de 0,2% na mesma (passando para 0,7%), já fazia disparar o valor da empresa para números muito elevados.

Desta forma, a fórmula utilizada para calcular os *cash flows* libertos para a empresa é dada por:

$$\text{Fluxo de caixa livre para a empresa (FCL)} = \text{EBIT} \cdot (1-t) + \text{Depreciações/Amortizações} + \text{Provisões} + \text{Perdas Por Imparidade} - \text{ICF} - \Delta\text{NFM} \quad (48)$$

O valor da empresa (VE) é dado por:

$$\text{VE} = \frac{\text{FCL}_{2021}}{(1+WACC)} + \frac{\text{FCL}_{2022}}{(1+WACC)^2} + \frac{\text{FCL}_{2023}}{(1+WACC)^3} + \frac{\text{FCL}_{2024}}{(1+WACC)^4} + \frac{\text{FCL}_{2025}}{(1+WACC)^5} + \frac{\text{FCL}_{\text{Perpetuidade}}}{WACC-g} \cdot \frac{1}{(1+WACC)^5} \quad (49)$$

Onde temos que o valor de continuidade (perpetuidade) é dado pelo valor residual (VR):

$$\text{VR} = \frac{\text{FCL}_{N+1}}{WACC-g} \quad (50)$$

Por sua vez, tem-se:

$$\text{Equity Value} = \text{Valor da Empresa} - \text{Valor de mercado da dívida financeira} \quad (51)$$

Tabela 45: Valor da Empresa - Cash Flows Livres para a Empresa Atualizados

Fluxo de caixa livre (para a empresa) milhares de euros	Previsão						
	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	Perpetuidade
1. EBIT*(1-t)	484.912 €	635.888 €	706.327 €	787.153 €	880.630 €	989.649 €	1.006.794 €
2. Variação das deprec., amort., prov. E perdas imp.	205.031 €	327.691 €	354.198 €	384.109 €	418.112 €	457.076 €	501.570 €
3. CapEx = ICF	-8.106 €	527.144 €	569.786 €	617.903 €	672.601 €	735.282 €	892.108 €
4. Var NFM = ICC	-60.131 €	-243.600 €	-247.791 €	-279.610 €	-317.853 €	-364.239 €	-363.254 €
5. Cash Flow Libertado (5 = 1 + 2 - 3 - 4)	758.180 €	680.034 €	738.530 €	832.969 €	943.993 €	1.075.682 €	979.511 €
Taxa de actualização = (1 + WACC)		1,05131	1,10526	1,16197	1,22160	1,28428	1,28428
Cash Flow Atualizado		646.843 €	668.197 €	716.857 €	772.753 €	837.575 €	16.468.219 €
Valor da Empresa = Σ Cash Flows Atualizados							20.110.445 €

Fonte: Elaboração Própria com base nos Relatórios de Contas do Grupo JM desde 2016 a 2020.

Tabela 46: Pressupostos Resumidos utilizados no Cálculo do Valor da Empresa

t	20,43%
WACC	5,131%
g	0,50%

Fonte: Elaboração Própria.

Desta forma, os cálculos efetuados para se obter o valor da empresa são os seguintes:

$$VE = \frac{680.034\text{€}}{(1,05131)} + \frac{738.530\text{€}}{(1,05131)^2} + \frac{832.969\text{€}}{(1,05131)^3} + \frac{943.993\text{€}}{(1,05131)^4} + \frac{1.075.682\text{€}}{(1,05131)^5} + \frac{979.511\text{€}}{(1,05131)^5} = 20.110.445 \text{ milhares €}$$

Tabela 47: Cálculo do Price Target do Grupo JM e do Valor da Empresa

Fluxo de Caixa Livre (para a empresa) - milhares €	
Taxa de Atualização (WACC)	5,13%
g (crescimento perpétuo)	0,50%
1. Cash Flow atualizado (2021-2025)	3.642.225,62 €
2. Perpetuidade	16.468.219,05 €
3. Valor da Empresa (3=1+2)	20.110.444,67 €
4. Dívida Financeira 2020	524.000,00 €
5. Equity Value (5=3-4)	19.586.444,67 €
6. Número de Ações	629.293
7. Preço por ação - Price Target (7=5/6)	31,12 €
8. Ações próprias	859
9. Price Target (sem ações próprias) (9=5/(6-8))	31,17 €

Fonte: Elaboração Própria.

Com efeito, ao calcular-se o valor da empresa (igual a 20.110.445 milhares €), deduzindo o valor da dívida financeira atual (igual a 524.000 milhares €), obtém-se o *Equity Value*, sendo este igual a 19.586.445 milhares €. Ao dividir este valor pelo número de ações do Grupo JM, obtém-se o *Price Target* (preço alvo), sendo este igual a 31,12€ (se retirarmos as ações próprias, o *Price Target* é igual a 31,17€).

Uma vez que em 2020, o preço de cotação de fecho das ações do Grupo JM era igual a 13,82€, pode dizer-se que as ações estavam subavaliadas, pois o seu *Price Target* era igual a 31,12€. Isto corresponde a um potencial de valorização igual a 17,30€, ou seja, de 125%. Desta forma, a recomendação é de **COMPRA** das ações da Jerónimo Martins, com um *Price Target* igual a 31,12€, uma vez que 31,12€ > 13,82€.

6.2.2.2. Apuramento do fluxo de caixa livre para os acionistas

O fluxo de caixa livre para os acionistas corresponde aos meios financeiros líquidos gerados pelas atividades operacionais, de investimento e de financiamento externo que ficam disponíveis para os acionistas ou sócios.

Foi utilizado o método dos *cash flows* descontados para calcular o *Equity Value* do Grupo JM na ótica dos acionistas, atualizando os *cash flows* libertos desde 2021 e nos anos seguintes, sendo a taxa de atualização igual ao custo do capital próprio (Kp) calculada com base no modelo do CAPM (como está nos pressupostos), sendo igual a 5,283%. Para além disso, assumiu-se que a taxa de crescimento perpétuo usada para calcular o valor residual (valor de continuidade), seria igual a 0,5% ($g = 0,5\%$).

Desta forma, a fórmula utilizada para calcular os *cash flows* libertos para os acionistas é dada por:

$$\text{Fluxo de caixa livre para os acionistas (FCL)} = \text{RL} + \text{Depreciações/Amortizações} + \\ + \text{Provisões} + \text{Perdas Por Imparidade} - \text{ICF} - \Delta\text{NFM} + \Delta\text{Dívida Líquida} \quad (52)$$

Onde:

RL: Resultado Líquido;

ICF: Investimento em Capital Fixo;

$\Delta\text{NFM} = \text{ICC}$: Variação da Necessidade em Fundo de Maneio, que é igual ao Investimento em Capital Circulante.

O *equity value* (EV) é dado por:

$$\text{Equity Value (EV)} = \frac{FCL_{2021}}{(1+Kp)} + \frac{FCL_{2022}}{(1+Kp)^2} + \frac{FCL_{2023}}{(1+Kp)^3} + \frac{FCL_{2024}}{(1+Kp)^4} + \frac{FCL_{2025}}{(1+Kp)^5} + \\ + \frac{FCL_{\text{Perpetuidade}}}{Kp-g} \cdot \frac{1}{(1+Kp)^5} \quad (53)$$

Onde temos que o valor de continuidade (perpetuidade) é dado pelo valor residual (VR):

$$\text{VR} = \frac{FCL_{N+1}}{Kp-g} \quad (54)$$

Tabela 48: *Equity Value - Cash Flows Livres para os Acionistas Atualizados*

Fluxo de caixa livre (para os acionistas)	Previsão						
	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	Perpetuidade
milhares de euros							
1. Resultado líquido	312.130 €	563.154 €	626.729 €	699.741 €	784.253 €	882.901 €	897.757 €
2. Variação das deprec., amort., prov. E perdas imp.	205.031 €	327.691 €	354.198 €	384.109 €	418.112 €	457.076 €	501.570 €
3. ICF = CapEx	-8.106 €	527.144 €	569.786 €	617.903 €	672.601 €	735.282 €	892.108 €
4. ICC = Variação NFM	-60.131 €	-243.600 €	-247.791 €	-279.610 €	-317.853 €	-364.239 €	-363.254 €
5. Variação Dívida Líquida	-317.140 €	237.089 €	-22.020 €	-24.848 €	-28.246 €	-32.368 €	-21.750 €
6. Fluxo de caixa liberto 6=1+2-3-4+5	268.258 €	844.389 €	636.912 €	720.710 €	819.371 €	936.566 €	848.723 €
Taxa de atualização = (1 + Kp)		1,05283	1,10845	1,16701	1,22866	1,29358	1,29358
Cash Flow Atualizado		802.018 €	574.597 €	617.569 €	666.879 €	724.014 €	13.717.399 €
Equity Value = Σ Cash Flows Atualizados							17.102.475 €

Fonte: Elaboração Própria com base nos Relatórios de Contas do Grupo JM desde 2016 a 2020.

Desta forma, os cálculos efetuados para se obter o *Equity Value* da empresa são os seguintes:

$$EV (Equity Value) = \frac{844.389€}{(1,05283)} + \frac{636.912€}{(1,05283)^2} + \frac{720.710€}{(1,05283)^3} + \frac{819.371€}{(1,05283)^4} + \frac{936.566€}{(1,05283)^5} + \frac{848.723€}{\frac{0,05283-0,005}{(1,05283)^5}} = 17.102.475 \text{ milhares €}$$

Tabela 49: *Price Target e Equity Value - Fluxo de Caixa Livre para os Acionistas*

Equity Value	
Fluxo de Caixa Livre (para os acionistas) - milhares €	
Taxa de Atualização Kp (CAPM)	5,283%
g (crescimento perpétuo)	0,5%
t (taxa de imposto sobre rendimento)	20,43%
1. <i>Equity Value</i>	17.102.474,72 €
2. Número de Ações	629.293
3. Preço por ação - <i>Price Target</i> (3=1/2)	27,18 €
4. Ações próprias	859
5. <i>Price Target</i> (sem ações próprias) (5=1/(2-4))	27,21 €

Fonte: Elaboração Própria.

Através do cálculo dos fluxos de caixa livres para os acionistas, obteve-se o *Equity Value* do Grupo JM, que é igual a 17.102.474,72 milhares €. Dividindo este valor pelo número de

ações do Grupo JM, obtém-se o *Price Target*, sendo este igual a 27,18€ (se retirarmos as ações próprias, o *Price Target* é igual a 27,21€).

Uma vez que em 2020, o preço de cotação de fecho das ações do Grupo JM era igual a 13,82€, pode dizer-se que as ações estavam subavaliadas, pois o seu *Price Target* era igual a 27,18€. Assim, verifica-se que o *Price Target* do Grupo JM calculado com base nos *cash flows* libertos para os acionistas, é inferior ao *Price Target* calculado com base nos fluxos de caixa libertos para a empresa (31,12€>27,18€). Desta forma, a recomendação continua a ser de **COMPRA** das ações da Jerónimo Martins, com um *Price Target* igual a 27,18€ (27,18€ > 13,82€).

Posteriormente, nas análises subsequentes, irá ser utilizado o método dos *cash flows* livres para a empresa, dado que foi o método que apresenta o valor do Grupo JM mais próximo da realidade.

6.2.2.3. Equity value através do método dos dividendos

Para calcular o *Price Target* através da ótica dos dividendos, foi necessário recorrer à demonstração de resultados previsionial apresentada anteriormente, de forma a estimar os dividendos pagos no futuro de acordo com a política de dividendos da empresa.

É necessário ter em atenção ao pressuposto 6.1.13 sobre a política de dividendos do Grupo JM, que afirma que o dividendo pago (*payout ratio*) deve representar entre 40% a 50% dos resultados, e caso o valor do dividendo seja inferior ao pago no ano anterior, é mantido o valor mais elevado do ano precedente.

Importa também referir, que com a pandemia do COVID-19, quando a incerteza se encontrava em níveis extremos, o Conselho de Administração decidiu, por prudência, reduzir excecionalmente, de 50% para 30%, o *payout* a aplicar aos resultados de 2019. Não obstante, ocorreu a distribuição de reservas livres no valor bruto de 0,138€ por ação (além do dividendo pago).

Para além disso, é importante ter em consideração que os dividendos obtidos num determinado ano (ano n), dizem respeito aos resultados registados nesse mesmo ano (ano n), mas só irão ser pagos no ano n+1.

Assumiu-se um g (taxa de crescimento perpétuo) igual a 2%.

Para um horizonte finito de T anos, tem-se:

$$P_0 = \sum_{t=1}^T \frac{D_t}{(1+Kp)^t} + \frac{P_T}{(1+Kp)^T} \quad (55)$$

Sendo o valor em T igual:

$$P_t = \frac{D_{t+1}}{Kp-g} \quad (56)$$

A Tabela 50 resume os cálculos realizados.

Tabela 50: *Price Target Estimado e Valor da Empresa na Ótica dos Dividendos*

Método dos Dividendos		Previsão					
Milhares €	Valor Atual	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	Perpetuidade
1. Resultado Líquido		563.154 €	626.729 €	699.741 €	784.253 €	882.901 €	897.757 €
2. <i>Payout Ratio</i>		40,00%	40,00%	40,00%	40,00%	40,00%	40,00%
3. Dividendos (Dt) (3=1*2)		225.261 €	250.692 €	279.897 €	313.701 €	353.160 €	359.103 €
Dividendo por ação (Dt/Nº ações)		0,36 €	0,40 €	0,44 €	0,50 €	0,56 €	0,57 €
Taxa de atualização = 1+Kp		1,05283	1,10845	1,16701	1,22866	1,29358	1,29358
4. Valor atualizado		213.958 €	226.164 €	239.840 €	255.319 €	273.011 €	
5. Valor de continuidade atualizado							8.455.765 €
6. Total Dividendos Atualizados (6=4+5)	9.664.057,43 €						
7. Número de ações	629.293						
8. Ações próprias	859						
9. <i>Price Target</i> estimado (9 = 6/7)	15,36 €						
10. <i>Price Target</i> estimado (10 = 6/(7-8))	15,38 €						
11. <i>Equity Value</i> (11 = 9*7)	9.664.057,43 €						
12. g (taxa crescimento perpétuo)	2,00%						
13. Kp	5,28%						

Fonte: Elaboração Própria.

Desta forma, verifica-se que o *Price Target* estimado na ótica dos dividendos é igual a 15,36€ (ou 15,38€ se retirarmos as ações próprias), e isto origina um valor da empresa igual a 9.664.057,43 milhares €. Este *Price Target* (de 15,36€) já se aproxima mais do preço de cotação bolsista registado pelo Grupo JM no final do ano de 2020 (de 13,82€, em que o valor da empresa seria igual a 8.684.960,92 milhares €).

Uma vez que em 2020, o preço de cotação de fecho das ações do Grupo JM era igual a 13,82€, pode dizer-se que as ações estavam subavaliadas, pois o seu *Price Target* era igual a

15,36€. Desta forma, a recomendação é de **COMPRA** das ações da Jerónimo Martins, dado que $15,36€ > 13,82€$.

6.2.2.4. Resumo métodos de cálculo do valor da empresa e do *Price Target*

Tabela 51: *Price Target, Valor da Empresa e Equity Value pelos diferentes métodos*

	<i>Cash Flows Livres Empresa</i>	<i>Cash Flows Livres Acionistas</i>	<i>Ótica dos Dividendos</i>	<i>Valor de Mercado do CP</i>
<i>Price Target</i>	31,12 €	27,18 €	15,36 €	13,82 €
<i>Valor da Empresa</i>	20.110.445 milhares €	17.102.475 milhares €	9.664.057 milhares €	8.684.961 milhares €
<i>Equity Value</i>	19.586.445 milhares €	17.102.475 milhares €	9.664.057 milhares €	8.684.961 milhares €

Fonte: Elaboração Própria.

6.2.3. Avaliação relativa

A avaliação relativa tem como objetivo a avaliação de ativos/empresas com base na forma como ativos semelhantes são avaliados pelo mercado. Desta forma, o valor de uma empresa, é comparado com os valores atribuídos pelo mercado a empresas comparáveis.

A avaliação relativa é um método que permite avaliar de forma célere uma empresa, e para além disso, possibilita validar os resultados obtidos por outros métodos de avaliação, nomeadamente dos *cash flows* descontados.

Contudo, para aplicar este método de avaliação, é necessário identificar empresas comparáveis e obter os respetivos valores de mercado; converter esses valores de mercado em valores *standardizados*, originando o múltiplo de mercado; efetuar a comparação do múltiplo da empresa em análise com o valor *standardizado* da empresa comparável.

A comparação do múltiplo de mercado da empresa alvo de estudo com o valor *standardizado* de outras empresas comparáveis, permite aferir se a empresa está sub ou sobreavaliada.

Para realizar esta avaliação da empresa, irá comparar-se o Grupo JM com os seus principais concorrentes de mercado.

6.2.3.1. Múltiplo dos resultados líquidos – PER (*Price to Earnings Ratio*)

Um dos múltiplos mais utilizados na avaliação relativa é o *Price to Earnings Ratio* (PER).

De acordo com Neves (2002), o PER corresponde ao índice de avaliação de uma empresa que mede o seu preço de cotação em relação ao resultado por ação. Este múltiplo calcula-se da seguinte forma:

$$PER = \frac{P}{RPA} \quad (57)$$

Onde:

P: Preço de cotação;

RPA: Resultado por ação.

Desta forma, é possível obter o valor da empresa alvo de avaliação (preço de cotação) através do produto entre o PER de empresas comparáveis e o resultado por ação da empresa alvo de estudo. Com efeito:

$$P_{\text{Jerónimo Martins}} = PER_{\text{Emp.comparáveis}} \times RPA_{\text{Jerónimo Martins}} \quad (58)$$

Na Tabela 52, está calculado o PER para o Grupo Jerónimo Martins para 2020.

Tabela 52: Cálculo do *Price to Earnings Ratio* para o Grupo JM em 2020

PER - Price to Earnings Ratio	
	2020
1. Resultado Líquido (RL)	312.130.000 €
2. Nº de ações emitidas	629.293.220
3. RPA=RL/Nº ações (3 = 1/2)	0,496 €
4. Preço cotação de fecho (31/12/2020)	13,82 €
5. PER=P/RPA (5 = 4/3)	27,86

Fonte: Elaboração Própria.

Um dos exemplos que irá ser apresentado de seguida, prende-se com a comparação do Grupo Jerónimo Martins em relação ao Grupo SONAE SGPS. É necessário ter em consideração que apesar do Grupo SONAE atuar no setor do retalho e distribuição alimentar (através do Continente/Modelo), este não é exatamente comparável com o Grupo Jerónimo Martins. O Grupo SONAE atua em setores como: retalho alimentar, saúde e bem-estar (SONAE MC); retalho especializado de desporto e vestuário (SONAE S&F); retalho especializado e de eletrónica (Worten); ativos imobiliários de retalho (SONAE RP); telecomunicações (NOS); desenvolvimento, propriedade e gestão de Centros Comerciais (SONAE SIERRA); entre outros. Desta forma, verifica-se que o Grupo SONAE apresenta um portefólio muito diversificado, que transcende simplesmente o setor da distribuição e retalho alimentar, como é o caso do Grupo Jerónimo Martins, que se dedica essencialmente a este último setor. Contudo, procedeu-se ao cálculo do PER, pois apesar de tudo, o Grupo SONAE é um concorrente do Grupo JM em Portugal, está cotado em bolsa e pode dizer-se assim, comparável. Com efeito, os cálculos efetuados foram os seguintes:

Tabela 53: *PER com base numa Empresa comparável: Grupo SONAE SGPS*

PER - Price to Earnings Ratio	
	2020
1. RPA (J. Martins 2020)	0,496 €
2. Preço cotação G. SONAE SGPS (31-12-2020)	0,6615 €
3. RPA Grupo SONAE SGPS 2020	0,037423 €
4. PER Grupo SONAE SGPS 2020 (4 = 2 / 3)	17,6761389
5. Preço por ação J. Martins (5 = 4*1)	8,767 €
6. Número de ações Grupo JM	629.293.220
7. Equity Value G. Jerónimo Martins (7 = 5*6)	5.517.253.233 €

Fonte: Elaboração Própria com base em dados extraídos do relatório de conta do Grupo SONAE SGPS, do Grupo Jerónimo Martins de 2020, e do *website*: <https://pt.investing.com/equities/sonae>, de onde se extraiu o preço de cotação do Grupo SONAE SGPS a 31/12/2020.

De acordo com o múltiplo dos resultados líquidos (PER), e tendo como base de comparação o Grupo SONAE (que se encontra cotado em bolsa), o valor da empresa Jerónimo Martins é igual a 5.517.253 milhares de euros.

$$\begin{aligned}
 P_{\text{Jerónimo Martins}} &= PER_{\text{SONAE SGPS}} \times RPA_{\text{Jerónimo Martins}} = \quad (59) \\
 &= 17,68 \times 0,496 \text{ €} = 8,767 \text{ €}
 \end{aligned}$$

Como é possível verificar, este valor obtido é muito inferior ao valor da empresa calculado pelo método dos *cash flows* descontados para a empresa (5.517.253 milhares € < 20.110.445 milhares €), o que também se deve ao facto do preço de cotação do Grupo SONAE SGPS (0,6615€ em 2020) ser bastante inferior ao preço de cotação do Grupo Jerónimo Martins (13,82€ em 2020). Assim, uma vez que 13,82€ > 8,77€, verifica-se que as ações estão sobreavaliadas, e recomenda-se aos investidores a **venda** das mesmas.

Para além desta empresa comparável (Grupo SONAE), foi também avaliado o Grupo Jerónimo Martins com base no PER do setor do retalho e distribuição alimentar global. É importante referir que este PER do setor do retalho e distribuição alimentar foi obtido através da base de dados criada por Damodaran (2021) e disponível no *website*: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/dataarchived.html#multiples.

Esta base de dados inclui uma amostra de 171 empresas do setor do retalho e distribuição alimentar a nível mundial, com dados referentes a 2020.

Desta forma, o PER para o setor do retalho e distribuição alimentar global é igual a 63,03 em 2020.

Com efeito, a Tabela 54 demonstra os cálculos efetuados:

Tabela 54: Valor da JM - PER do Setor do Retalho e Distribuição Alimentar

PER - Price to Earnings Ratio	
	2020
1. RPA (J. Martins 2020)	0,496 €
2. PER do setor retalho e distribuição alimentar	63,03
3. Preço por ação JM (3 = 1*2)	31,26 €
4. Nº de ações G. Jerónimo Martins	629.293.220
5. <i>Equity Value</i> Jerónimo Martins (5 = 3*4)	19.673.553.900 €

Fonte: Elaboração Própria com base nos dados extraídos da base de dados Damodaran (2020) para o PER do Setor do Retalho e Distribuição Alimentar do *website*: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/dataarchived.html#multiples.

Com base neste múltiplo de mercado, PER do setor do retalho e distribuição alimentar, é possível concluir que o valor da empresa Jerónimo Martins é igual a 19.673.554 milhares de euros, com um *Price Target* de 31,26€. Como este *Price Target* é superior à cotação bolsista da JM (31,26€ > 13,82€), a recomendação é de **compra** das ações do Grupo JM, uma vez que as ações estão subavaliadas.

Contudo, também foi calculado o PER de algumas empresas do setor do retalho e distribuição alimentar a nível mundial comparáveis com o Grupo Jerónimo Martins. Por conseguinte, foi calculado o PER médio para esta indústria e posteriormente obteve-se o resultado para o valor da empresa Jerónimo Martins.

Quando se utilizam múltiplos de mercado para avaliar uma empresa, é muito importante criar-se um grupo de empresas comparáveis (*Peer Group*), da mesma indústria e setor de atividade (neste caso, no setor do retalho e distribuição alimentar), uma vez que empresas de setores de atividade diferentes ou não comparáveis, podem distorcer a análise realizada pelo método dos múltiplos de mercado, retirando a validade às conclusões obtidas.

Assim, escolheu-se um grupo de empresas que apresenta um perfil semelhante/comparável com o Grupo Jerónimo Martins, uma vez que são empresas multinacionais do retalho e distribuição alimentar.

A Tabela 55 resume os cálculos efetuados:

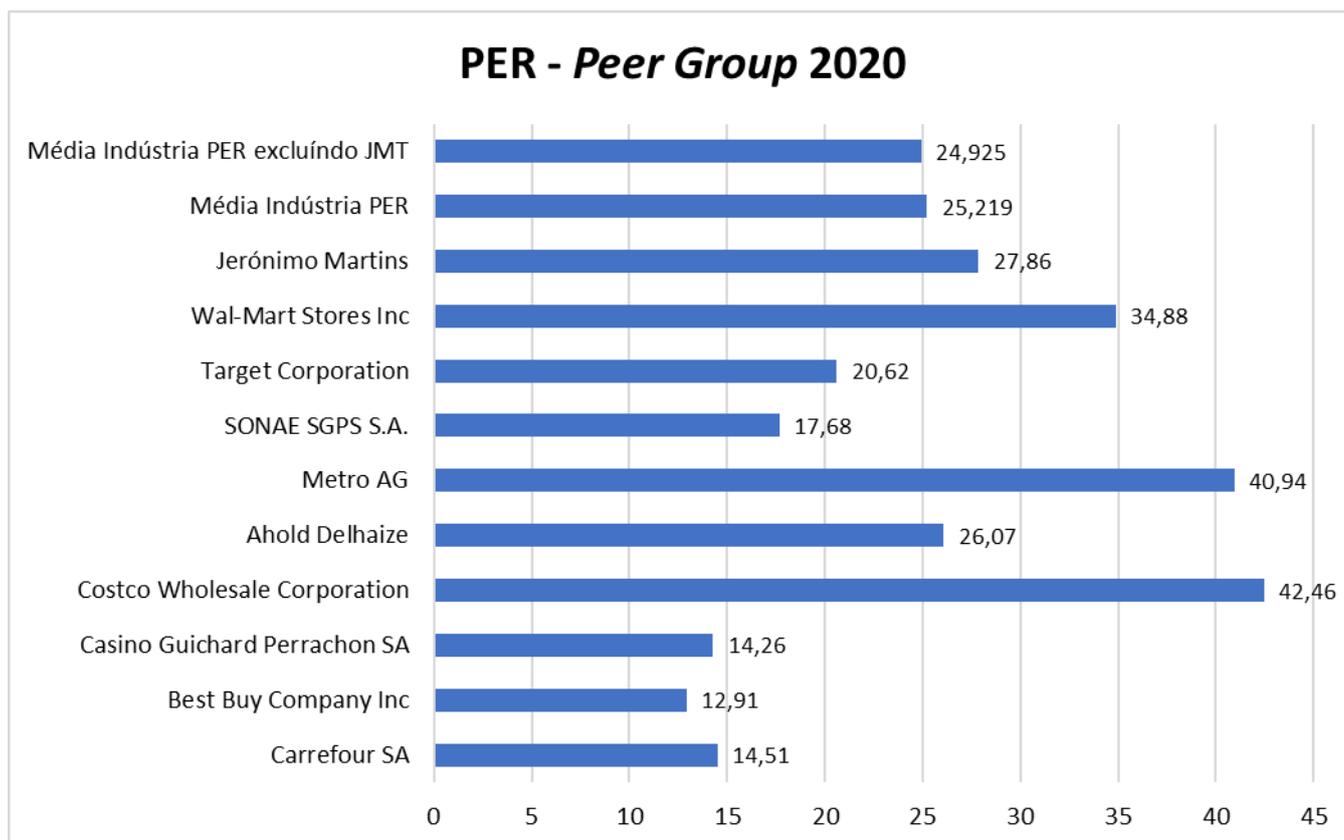
Tabela 55: Valor da JM-PER Peer Group Setor do Retalho e Distribuição Alimentar

	PER 2020
Carrefour SA	14,51
Best Buy Company Inc	12,91
Casino Guichard Perrachon SA	14,26
Costco Wholesale Corporation	42,46
Ahold Delhaize	26,07
Metro AG	40,94
SONAE SGPS S.A.	17,68
Target Corporation	20,62
Wal-Mart Stores Inc	34,88
Jerónimo Martins	27,86
1. Média Indústria PER	25,219
2. Média Indústria PER excluindo JMT	24,925
3. RPA (J. Martins 2020)	0,496 €
4. Preço por ação J. Martins (4=2*3)	12,363 €
5. Número de ações Jerónimo Martins	629.293.220
6. Equity Value Jerónimo Martins (6 = 4*5)	7.779.879.748 €

Fonte: Elaboração Própria com base nos dados do Relatório do Banco de Investimento Global (BIG) sobre a estratégia de crescimento do Grupo Jerónimo Martins; Bloomberg e Yahoo Finance.

Com base neste múltiplo de mercado PER, de um grupo de empresas comparáveis do setor do retalho e distribuição alimentar (*Peer Group*), é possível concluir que o valor da empresa Jerónimo Martins é igual a 7.779.879 milhares de euros. Neste caso, usando o PER da indústria de empresas comparáveis (excluindo a Jerónimo Martins), verifica-se que a empresa está sobreavaliada, pois apresenta um preço de cotação por ação igual a 12,36€ inferior ao registado em bolsa no final de 2020, que era igual a 13,82€, e por sua vez, isto irá refletir-se no seu valor de mercado. Como o preço de cotação em bolsa no final de 2020 é superior ao preço por ação dado pelo método do PER – *Peer Group*, uma vez que $13,82€ > 12,36€$, verifica-se que as ações estão sobreavaliadas, e recomenda-se aos investidores a **venda** das mesmas.

Figura 15: PER do Peer Group do Setor do Retalho e Distribuição Alimentar 2020



Fonte: Elaboração Própria.

6.2.3.2. Múltiplo do valor contabilístico – PBV (*Price to Book Value*)

O *Price to Book Value* (PBV) consiste num múltiplo de mercado que resulta do quociente entre a cotação da empresa e o valor contabilístico do capital próprio (Neves, 2002).

A fórmula de cálculo do PBV é dada por:

$$PBV = \frac{P}{VCA} \quad (60)$$

Onde se tem:

P: preço de cotação da ação;

VCA: valor contabilístico por ação, sendo igual ao capital próprio a dividir pelo número de ações. O valor contabilístico do capital próprio corresponde ao valor do total de capital próprio registado no balanço.

De acordo com Neves (2002), tem-se que:

- ❖ Se o PBV é inferior a 1, significa que as ações da empresa estão a ser vendidas a um valor inferior ao seu valor contabilístico (ações subavaliadas);
- ❖ Se o PBV é superior a 1, indica que as ações da empresa estão a ser vendidas a um valor superior ao seu valor contabilístico (ações sobreavaliadas).

Também é necessário explicitar, que raramente se obtém um valor aproximado entre o método do PBV e o valor de mercado de uma empresa, uma vez que o PBV é um método contabilístico.

A Tabela 56 apresenta o cálculo do *Price to Book Value* (PBV) do Grupo Jerónimo Martins em 2020.

Tabela 56: *Cálculo do PBV do Grupo Jerónimo Martins em 2020*

PBV - Price to Book Value (2020)	
1. Preço cotação de fecho JMT (31/12/2020)	13,82 €
2. Valor contabilístico Capital Próprio	2.694.670.000 €
3. Nº de ações emitidas	629.293.220
4. Valor contabilístico por ação (4 = 2/3)	4,28 €
5. PBV (5 = 1/4)	3,2274
6. <i>Equity Value</i> Jerónimo Martins (6 = 5*3)	2.030.993.629 €

Fonte: Elaboração Própria.

Verifica-se assim, que o *Price to Book Value* (PBV) do Grupo Jerónimo Martins em 2020, era igual a 3,23, sendo este valor superior a 1. Isto significa, que as ações da empresa estão a ser vendidas a um valor superior ao seu valor contabilístico, estando as ações sobreavaliadas.

Multiplicando o PBV do Grupo Jerónimo Martins pelo respetivo número de ações em circulação obtém-se que o valor desta empresa é igual a 2.030.994 milhares de euros, valor muito inferior ao apresentado pelo método de avaliação dos *cash flows* descontados e pelo método do PER, uma vez que se trata de um método contabilístico.

Como foi elaborado para o PER, também irá ser feita a comparação do Grupo Jerónimo Martins em relação ao Grupo SONAE SGPS através do PBV. É necessário ter em consideração que apesar do Grupo SONAE atuar no setor do retalho e distribuição alimentar (através do Continente/Modelo), este não é propriamente comparável com o Grupo Jerónimo Martins pelas razões enumeradas anteriormente.

Contudo, procedeu-se ao cálculo do PBV, pois apesar de tudo, o Grupo SONAE é um concorrente do Grupo JM em Portugal, está cotado em bolsa e pode dizer-se assim, comparável.

Se obtivermos o PBV de empresas concorrentes comparáveis à empresa alvo de avaliação, pode calcular-se o valor da empresa em questão, reescrevendo a fórmula anterior:

$$P_{\text{Jerónimo Martins}} = PBV_{\text{Emp.comparáveis}} \times VCA_{\text{Jerónimo Martins}} \quad (61)$$

Com efeito, os cálculos realizados podem observar-se na Tabela 57:

Tabela 57: PBV com base numa Empresa Comparável: Grupo SONAE SGPS

PBV - Price to Book Value	
	2020
1. VCA - Valor Contabilístico CP por ação - JMT	4,28 €
2. Preço cotação SONAE SGPS (31-12-2020)	0,6615 €
3. Valor contabilístico Capital Próprio Grupo SONAE	2.440.000.000 €
4. Nº ações Grupo SONAE	1.910.236.308
5. Valor contabilístico por ação G. SONAE (5 = 3/4)	1,277 €
6. PBV Grupo SONAE (6 = 2/5)	0,518 €
7. Preço por ação J. Martins (7 = 6*1)	2,22 €
8. Nº ações Grupo Jerónimo Martins	629.293.220
9. <i>Equity Value</i> Jerónimo Martins (9 = 7*8)	1.395.509.203 €

Fonte: Elaboração Própria com base em dados extraídos do relatório de conta do Grupo SONAE SGPS, do Grupo Jerónimo Martins de 2020, e do *website*: <https://pt.investing.com/equities/sonae>, de onde se extraiu o preço de cotação do Grupo SONAE SGPS a 31/12/2020.

De acordo com o múltiplo do valor contabilístico (PBV), e tendo como base de comparação o Grupo SONAE (que se encontra cotado em bolsa), o valor da empresa Jerónimo Martins é igual a 1.395.509 milhares de euros.

Como é possível verificar, este valor obtido é muito inferior ao valor da empresa calculado pelo método dos *cash flows* descontados e pelo método do PER. Como foi dito anteriormente, o PBV é um método contabilístico, e o valor estará abaixo do valor de mercado.

O Grupo Jerónimo Martins foi também avaliado com base no PBV do setor do retalho e distribuição alimentar global. É importante referir que este PBV do setor do retalho e

distribuição alimentar foi obtido através da base de dados criada por Damodaran (2021), tendo por base uma amostra de 171 empresas deste setor de atividade.

Assim, o PBV para o setor do retalho e distribuição alimentar global é igual a 2,28.

Com efeito, a Tabela 58 demonstra os cálculos efetuados:

Tabela 58: Valor da JM - PBV do Setor do Retalho e Distribuição Alimentar

PBV - Price to Book Value	
	2020
1. VCA - Valor Contabilístico CP por ação - JMT	4,28 €
2. PBV do setor retalho e distribuição alimentar	2,28
3. Preço por ação JM (3 = 1*2)	9,76 €
4. Nº de ações G. Jerónimo Martins	629.293.220
5. <i>Equity Value</i> Jerónimo Martins (5 = 3*4)	6.143.847.600 €

Fonte: Elaboração Própria com base nos dados extraídos para o PBV do Setor do Retalho e Distribuição Alimentar do website: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/dataarchived.html#multiples.

Com base neste múltiplo de mercado PBV do setor do retalho e distribuição alimentar, é possível concluir que o valor da empresa Jerónimo Martins é igual a 6.143.848 milhares de euros, sendo este resultado muito inferior ao valor da empresa calculado pelo método dos *cash flows* descontados e pelo método do PER. Isto também ocorre pelo facto do PBV ser um método contabilístico, existindo diferenças para a valorização de mercado.

Contudo, também foi calculado o PBV de algumas empresas do setor do retalho e distribuição alimentar a nível mundial comparáveis com o Grupo Jerónimo Martins (*Peer Group*). Por conseguinte, foi calculado o PBV médio para esta indústria e posteriormente obteve-se o resultado para o valor da empresa Jerónimo Martins.

A Tabela 59 resume os cálculos efetuados:

Tabela 59: Valor da JM-PBV Peer Group setor do retalho e distribuição alimentar

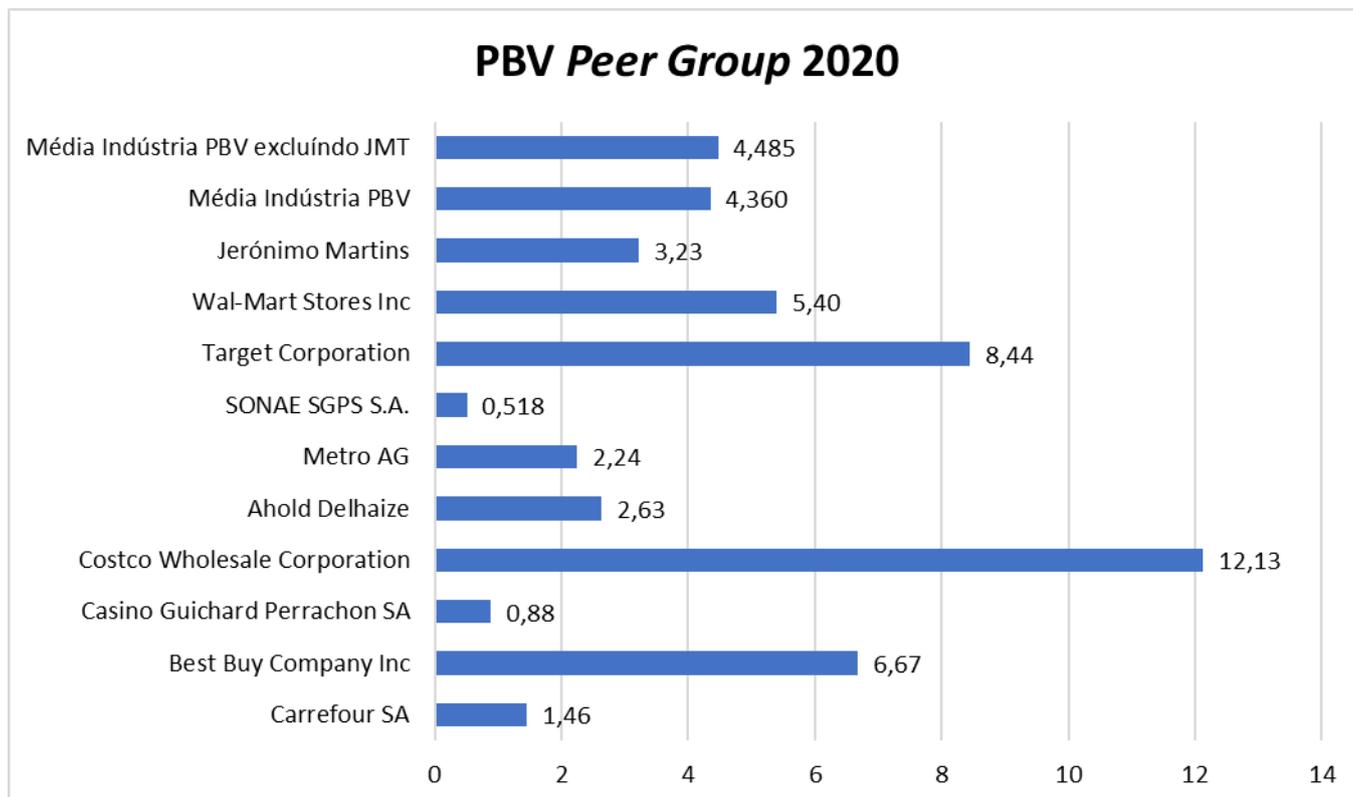
	PBV 2020
Carrefour SA	1,46
Best Buy Company Inc	6,67
Casino Guichard Perrachon SA	0,88
Costco Wholesale Corporation	12,13
Ahold Delhaize	2,63
Metro AG	2,24
SONAE SGPS S.A.	0,518
Target Corporation	8,44
Wal-Mart Stores Inc	5,40
Jerónimo Martins	3,23
1. Média Indústria PBV	4,360
2. Média Indústria PBV excluindo JMT	4,485
3. VCA (J. Martins 2020)	4,282 €
4. Preço por ação J. Martins (4=2*3)	19,206 €
5. Número de ações Jerónimo Martins	629.293.220
6. Equity Value Jerónimo Martins (6 = 4*5)	12.086.456.523 €

Fonte: Elaboração Própria com base nos dados do Relatório do Banco de Investimento Global (BIG) sobre a Estratégia de Crescimento do Grupo Jerónimo Martins; Bloomberg e Reuters.

Com base neste múltiplo de mercado PBV do *Peer Group* do setor do retalho e distribuição alimentar, é possível concluir que o valor da empresa Jerónimo Martins é igual a 12.086.457 milhares de euros. Neste caso, usando o PBV da indústria de empresas comparáveis (excluindo a Jerónimo Martins), verifica-se que a empresa apresenta um preço de cotação por ação igual a 19,206€ superior ao registado em bolsa no final de 2020, que era igual a 13,82€, e por sua vez, as ações estão subavaliadas, sendo recomendado aos investidores a **compra** das mesmas.

No método dos *cash flows* descontados o valor da empresa era igual a 20.110.445 milhares € (ótica da empresa), enquanto que, usando o PBV de um grupo de empresas comparáveis do mesmo setor, obtém-se um resultado bastante inferior, igual a 12.086.457 milhares de euros (dado que é um método contabilístico).

Figura 16: *PBV Peer Group do Setor do Retalho e Distribuição Alimentar 2020*



Fonte: Elaboração Própria.

6.2.3.3. Múltiplo do volume de negócios – PS (*Price to Sales*)

Segundo Neves (2002), o *Price to Sales* (PS) obtém-se através da seguinte fórmula:

$$PS = \frac{P}{VNA} \quad (62)$$

Onde:

P: preço de cotação por ação;

VNA: volume de negócios por ação.

A Tabela 60 apresenta o cálculo do *Price to Sales* (PS) do Grupo Jerónimo Martins em 2020.

Tabela 60: Cálculo do PS do Grupo Jerónimo Martins em 2020

PS - Price to Sales (2020)	
1. Preço cotação de fecho JMT (31/12/2020)	13,82 €
2. Volume de Negócios Grupo JMT	19.293.000.000 €
3. Nº de ações emitidas	629.293.220
4. VNA - Volume de Negócios por ação (4=2/3)	30,66 €
5. Price to Sales - PS (5 = 1/4)	0,4508
6. Equity Value Jerónimo Martins (6 = 5*3)	283.670.637 €

Fonte: Elaboração Própria.

Verifica-se assim, que o *Price to Sales* (PS) do Grupo Jerónimo Martins em 2020, era igual a 0,4508, sendo este valor inferior a 1.

Multiplicando o PS do Grupo Jerónimo Martins pelo respetivo número de ações em circulação, obtém-se que o valor desta empresa é igual a 283.671 milhares de euros, valor bastante inferior ao apresentado pelo método de avaliação dos *cash flows* descontados, pelo método do PER, e pelo método do PBV.

Como foi elaborado para o PER e para o PBV, também irá ser feita a comparação do Grupo Jerónimo Martins em relação ao Grupo SONAE SGPS através do *Price to Sales*.

Procedeu-se ao cálculo do PS para o Grupo SONAE. Com efeito, os cálculos efetuados são apresentados na Tabela 61:

Tabela 61: PS com base numa Empresa Comparável: Grupo SONAE SGPS

PS - Price to Sales (2020)	
	2020
1. VNA - Volume de Negócios por ação - JMT	30,66 €
2. Preço cotação G. SONAE SGPS (31-12-2020)	0,6615 €
3. Volume de Negócios Grupo SONAE	6.827.024.079 €
4. Nº ações Grupo SONAE	1.910.236.308
5. VNA - Volume de Negócios por ação G. SONAE (5 = 3/4)	3,574 €
6. Price to Sales - PS Grupo SONAE (6 = 2/5)	0,1851
7. Preço por ação J. Martins (7 = 6*1)	5,67 €
8. Nº ações Grupo Jerónimo Martins	629.293.220
9. Equity Value Jerónimo Martins (9 = 7*8)	3.570.962.370 €

Fonte: Elaboração Própria com base em dados extraídos do Relatório de Contas do Grupo SONAE SGPS, do Grupo Jerónimo Martins de 2020, e do *website*: <https://pt.investing.com/equities/sonae>, de onde se extraiu o preço de cotação do Grupo SONAE SGPS a 31/12/2020.

De acordo com o múltiplo do volume de negócios (PS), e tendo como base de comparação o Grupo SONAE (que se encontra cotado em bolsa), o valor da empresa Jerónimo Martins é igual a 3.570.962 milhares de euros.

$$P_{Jerónimo Martins} = PS_{Grupo SONAE} \times VNA_{Jerónimo Martins} = \quad (63)$$

$$= 0,1851 \times 30,66€ = 5,67 €$$

$$Equity Value J. Martins = P_{Jerónimo Martins} \times N^{\circ} \text{ de ações} = \quad (64)$$

$$= 5,67€ \times 629.293.220 = 3.570.962.370 €$$

Como é possível verificar, este valor obtido é inferior ao valor da empresa calculado pelo método dos *cash flows* descontados e do PER.

O Grupo Jerónimo Martins foi também avaliado com base no PS do setor do retalho e distribuição alimentar global. É importante referir que este PS do setor do retalho e distribuição alimentar foi obtido através da base de dados criada por Damodaran (2021) já referida anteriormente.

O PS para o setor do retalho e distribuição alimentar global é igual a 0,43 em 2020, tendo por base uma amostra de 171 empresas do setor do retalho e distribuição alimentar.

Com efeito, a Tabela 62 demonstra os cálculos efetuados:

Tabela 62: Valor da JM - PS do Setor do Retalho e Distribuição Alimentar

PS - Price to Sales (2020)	
	2020
1. VNA - Volume de Negócios por ação - JMT	30,66 €
2. PS do setor retalho e distribuição alimentar	0,43
3. Preço por ação JM (3 = 1*2)	13,18 €
4. N ^o de ações Jerónimo Martins	629.293.220
5. <i>Equity Value</i> Jerónimo Martins (5 = 3*4)	8.295.990.000 €

Fonte: Elaboração Própria com base nos dados extraídos para o PS do Setor do Retalho e Distribuição Alimentar do [website:](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/dataarchived.html#multiples) http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/dataarchived.html#multiples.

Com base neste múltiplo de mercado PS do setor do retalho e distribuição alimentar, é possível concluir que o valor da empresa Jerónimo Martins é igual a 8.295.990 milhares de euros, sendo este resultado inferior ao valor da empresa calculado pelo método dos *cash flows* descontados e pelo PER.

Contudo, também foi calculado o PS de algumas empresas do setor do retalho e distribuição alimentar a nível mundial comparáveis com o Grupo Jerónimo Martins (*Peer Group*). Por conseguinte, foi calculado o PS médio para esta indústria e posteriormente obteve-se o resultado para o valor da empresa Jerónimo Martins.

Assim, escolheu-se um grupo de empresas que apresenta um perfil semelhante/comparável com o Grupo Jerónimo Martins, uma vez que são empresas multinacionais do retalho e distribuição alimentar.

A Tabela 63 resume os cálculos efetuados:

Tabela 63: Valor da JM - PS Peer Group Setor do Retalho e Distribuição Alimentar

	PS 2020
Carrefour SA	0,19
Best Buy Company Inc	0,61
Casino Guichard Perrachon SA	0,08
Costco Wholesale Corporation	1,07
Ahold Delhaize	0,40
Metro AG	0,18
SONAE SGPS S.A.	0,185
Target Corporation	1,33
Wal-Mart Stores Inc	0,75
Jerónimo Martins	0,4508
1. Média Indústria PS	0,525
2. Média PS excluindo JMT	0,533
3. VNA (J. Martins 2020)	30,66 €
4. Preço por ação J. Martins (4=2*3)	16,334 €
5. Número de ações Jerónimo Martins	629.293.220
6. Equity Value Jerónimo Martins (6 = 4*5)	10.279.076.930 €

Fonte: Elaboração Própria com base nos dados retirados de Thomson Reuters.

Com base neste múltiplo de mercado PS de um grupo de empresas comparáveis do setor do retalho e distribuição alimentar (*Peer Group*), é possível concluir que o valor da empresa Jerónimo Martins é igual a 10.279.077 milhares de euros. Neste caso, usando o PS da indústria de empresas comparáveis (excluindo a Jerónimo Martins), verifica-se que a empresa está subavaliada, pois apresenta um preço de cotação por ação igual a 16,334€ superior ao registado em bolsa no final de 2020, que era igual a 13,82€, e por sua vez, recomenda-se a **compra** de ações pelos investidores. No método dos *cash flows* descontados o valor da empresa era igual 20.110.445 milhares € (ótica da empresa), enquanto que, usando o PS de um grupo de empresas comparáveis do mesmo setor, obtém-se um resultado bastante inferior, igual a 10.279.077 milhares €. O PBV também apresentava um valor mais elevado.

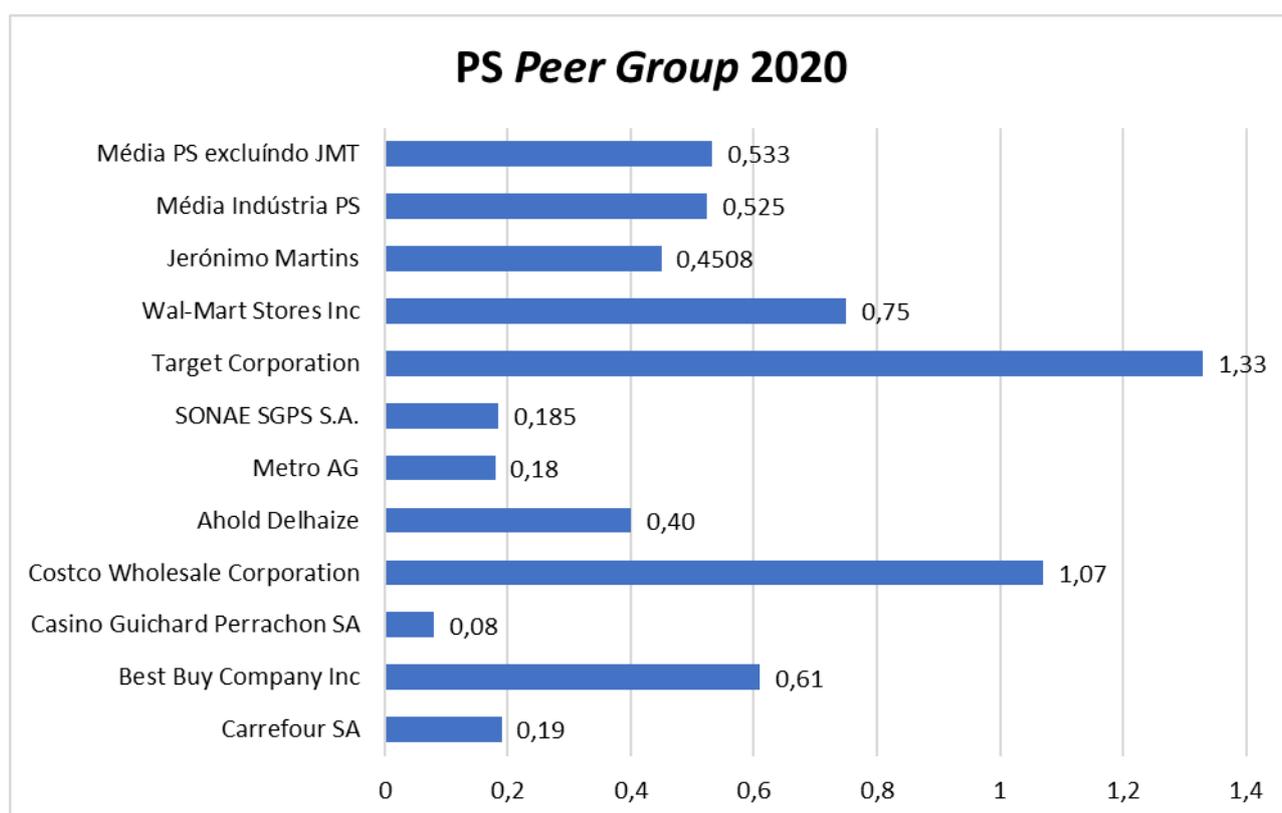
$$P_{\text{Jerónimo Martins}} = PS_{\text{Empresas comparáveis}} \times VNA_{\text{Jerónimo Martins}}$$

$$= 0,533 \times 30,66€ = 16,334€$$

$$\text{Equity Value J. Martins} = P_{\text{Jerónimo Martins}} \times N^{\circ} \text{ de ações} =$$

$$= 16,334€ \times 629.293.220 = 10.279.077 \text{ milhares €}$$

Figura 17: PS do Peer Group do Setor do Retalho e Distribuição Alimentar 2020



Fonte: Elaboração Própria.

6.2.3.4. Resumo dos métodos de avaliação relativa–Cotação estimada

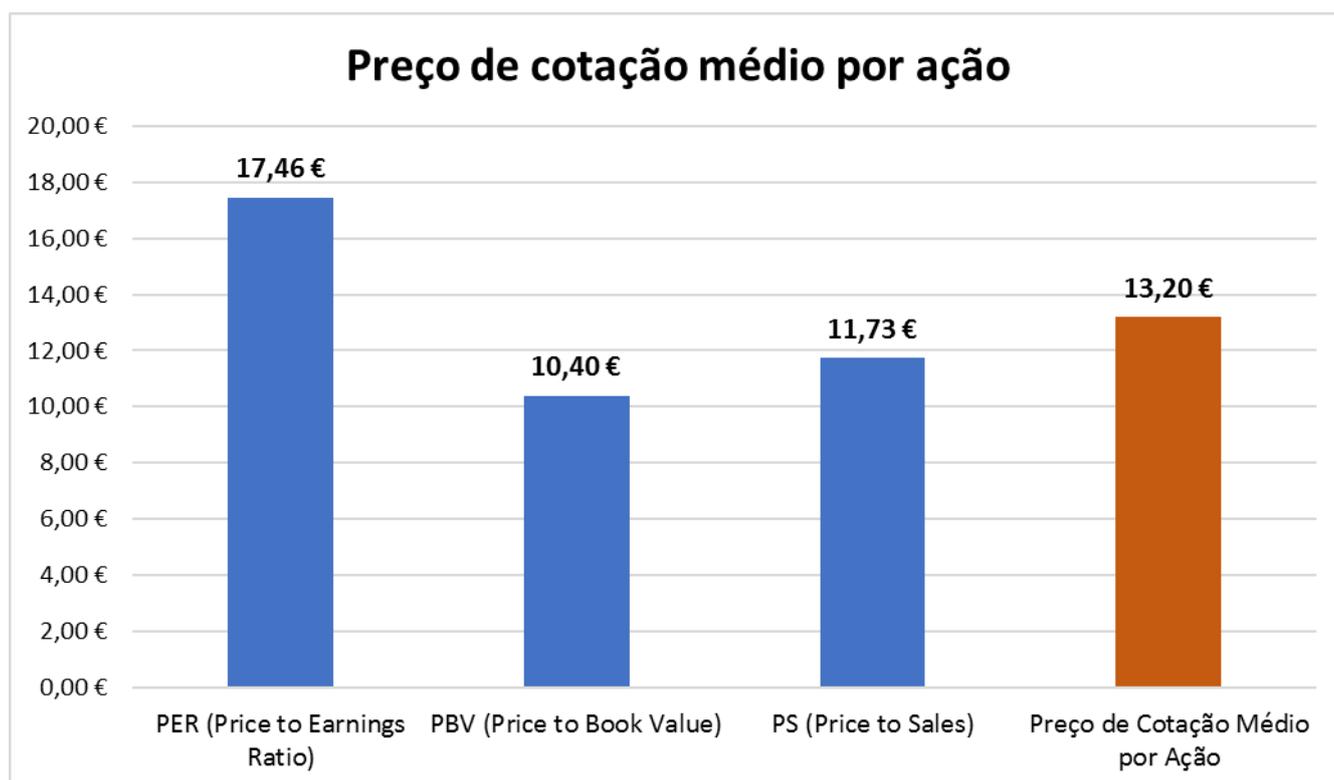
Através do cálculo da média dos três múltiplos de mercado determinados anteriormente, obtém-se uma cotação estimada de 13,20€ por ação, que se aproxima do valor da cotação de fecho das ações da Jerónimo Martins a 31/12/2020, fixando-se nos 13,82€ por ação, conforme se pode observar na Tabela 64.

Tabela 64: Tabela Resumo dos Métodos de Avaliação Relativa

Preço Cotação por Ação	JM vs SONAE	Setor Retalho e Dist. Alim.	Peer Group	Média
PER (Price to Earnings Ratio)	8,77 €	31,26 €	12,36 €	17,46 €
PBV (Price to Book Value)	2,22 €	9,76 €	19,21 €	10,40 €
PS (Price to Sales)	5,67 €	13,18 €	16,33 €	11,73 €
Preço de Cotação Médio por Ação				13,20 €

Fonte: Elaboração Própria.

Figura 18: Preço de Cotação Médio por Ação com base nos Múltiplos de Mercado



Fonte: Elaboração Própria.

6.2.4. Análise de sensibilidade

A análise de sensibilidade consiste na conceção de diferentes cenários alternativos, de forma a compreender como a variação numa variável independente afeta o cenário base, ou seja, permite verificar se a variação de uma variável em particular (mantendo todas as outras constantes, *ceteris paribus*) influencia negativa ou positivamente o valor da empresa alvo de avaliação, e por sua vez, o seu preço por ação.

O objetivo da análise de sensibilidade consiste assim, em determinar o efeito das variações de uma variável chave no preço final por ação, mantendo as restantes variáveis constantes.

Isto ocorre porque todas as previsões/projeções têm um determinado grau de incerteza, podendo as mesmas não se verificar no futuro. Existindo este risco associado, torna-se essencial conceber e analisar cenários alternativos, de forma a aferir quais as variáveis que mais contribuem para criar valor na empresa (isto é, quais são as variáveis chave).

Irá ser feita a análise de sensibilidade para o método de cálculo do valor da empresa: **fluxo de caixa livre para a empresa**, por se considerar ser o método que originou o valor mais próximo da realidade e mais fidedigno.

Desta forma, irão ser analisados diferentes cenários, em que as variáveis chave de criação de valor para o Grupo JM são as seguintes:

- ❖ Volume de vendas consolidadas;
- ❖ WACC (*Weighted Average Cost of Capital*);
- ❖ Taxa de crescimento perpétuo (g);
- ❖ Margem EBITDA.

Esta análise de sensibilidade consiste na variação de dois fatores em simultâneo (WACC e volume de vendas), para se determinar o *Price Target* em cada cenário. Desta forma, no caso das vendas, foram aplicadas variações de -25%, -15%, -10%, -5%, 5%, 10%, 15% e 25%, face ao cenário inicial (cenário base). No que concerne ao WACC, foram aplicadas variações de -30%, -20%, -10%, 10%, 20% e 30%, relativamente ao cenário base.

Com efeito, verifica-se que praticamente em todos os cenários analisados as ações estão subavaliadas (só existem 2 cenários em que isso não acontece), pois os respetivos *Price Target* são sempre superiores à cotação bolsista no fim de 2020 (igual a 13,82€). Existem apenas dois cenários em que isso não ocorre (ações sobreavaliadas), que correspondem ao pior cenário possível em termos das vendas e aos piores cenários no que concerne ao crescimento do WACC, com uma queda de 25% nas vendas e um aumento de 20% e 30% do custo médio ponderado do capital (WACC), originando um *Price Target* de 13,61€ e 12,28€, respetivamente, inferior a 13,82€. Assim, esta análise de sensibilidade vem reforçar a decisão de **compra** de ações, ao demonstrar que em 61 dos 63 cenários analisados, as ações estão subavaliadas (os *Price Target* são superiores à cotação bolsista), o que comprova a robustez dos resultados obtidos.

Tabela 65: Análise de Sensibilidade: WACC e Vendas Consolidadas

Price Target		Variação Vendas e PS								
		-25%	-15%	-10%	-5%	Cenário base	5%	10%	15%	25%
Variação WACC	-30%	26,95 €	35,14 €	39,24 €	43,33 €	47,43 €	51,53 €	55,62 €	59,72 €	67,91 €
	-20%	22,76 €	29,83 €	33,37 €	36,91 €	40,45 €	43,98 €	47,52 €	51,06 €	58,13 €
	-10%	19,61 €	25,85 €	28,97 €	32,09 €	35,20 €	38,32 €	41,44 €	44,56 €	50,79 €
	Cenário base	17,17 €	22,75 €	25,54 €	28,33 €	31,12 €	33,92 €	36,71 €	39,50 €	45,08 €
	10%	15,21 €	20,27 €	22,80 €	25,33 €	27,86 €	30,39 €	32,92 €	35,45 €	40,51 €
	20%	13,61 €	18,24 €	20,56 €	22,87 €	25,19 €	27,50 €	29,82 €	32,13 €	36,76 €
	30%	12,28 €	16,55 €	18,69 €	20,83 €	22,96 €	25,10 €	27,23 €	29,37 €	33,64 €

Fonte: Elaboração Própria.

Realizou-se outra análise de sensibilidade, desta vez fazendo variar em simultâneo as duas variáveis chave – margem do EBITDA e a taxa de crescimento perpétuo (g). Desta forma, no caso da margem do EBITDA, foram aplicadas variações de -30%, -20%, -10%, 10%, 20% e 30%, face ao cenário inicial. No que concerne à taxa de crescimento perpétuo (g), calcularam-se variações com base no valor absoluto da mesma, ou seja, determinaram-se os *Price Target* para os cenários em que o g é igual a 0,1%, 0,2%, 0,3%, 0,5% (cenário base), 0,7%, 0,8% e 0,9%.

Assim, verifica-se que praticamente em todos os cenários analisados as ações estão subavaliadas (existem apenas 4 cenários em que isso não acontece), pois os respetivos *Price Target* são superiores à cotação bolsista no fim de 2020 (igual a 13,82€). Existem apenas 4 cenários num total de 49 em que isso não ocorre, que correspondem ao pior cenário possível relativamente à margem do EBITDA, com uma queda de 30% nesta margem, originando que os *Price Target* sejam inferiores a 13,82€. Assim, esta análise de sensibilidade vem reforçar a decisão de **compra** de ações, ao demonstrar que em 45 dos 49 cenários analisados, as ações estão subavaliadas (os *Price Target* são superiores à cotação bolsista). Para além disso, esta análise também comprova a conclusão obtida anteriormente pelo método do fluxo de caixa livre para a empresa, recomendando-se aos investidores a **compra** de ações do Grupo JM.

Também é possível verificar que os *Price Target* são mais sensíveis às variações na margem do EBITDA do que às variações na taxa de crescimento perpétuo.

Tabela 66: Análise de Sensibilidade: Margem EBITDA e Tx. Cresc. Perpétuo (g)

Price Target		Variação Margem EBITDA						
		-30%	-20%	-10%	Cenário base	10%	20%	30%
Valor absoluto	0,10%	12,53 €	17,92 €	23,32 €	29,04 €	34,10 €	39,50 €	44,89 €
	0,20%	12,74 €	18,22 €	23,71 €	29,53 €	34,67 €	40,16 €	45,64 €
	0,30%	12,97 €	18,54 €	24,12 €	30,04 €	35,27 €	40,84 €	46,42 €
	Cenário base (0,5%)	13,44 €	19,21 €	24,99 €	31,12 €	36,53 €	42,31 €	48,08 €
	0,70%	13,96 €	19,95 €	25,94 €	32,31 €	37,91 €	43,90 €	49,89 €
	0,80%	14,24 €	20,34 €	26,45 €	32,94 €	38,65 €	44,76 €	50,86 €
	0,90%	14,53 €	20,75 €	26,98 €	33,60 €	39,42 €	45,65 €	51,87 €

Fonte: Elaboração Própria.

7. CONCLUSÕES

O objetivo inicial deste estudo consistia em realizar uma avaliação financeira do Grupo Jerónimo Martins, com o intuito de obter o valor da empresa e das suas ações, sendo esta informação útil para todos os interessados na atividade do Grupo, nomeadamente os investidores.

Para além disso, este trabalho de investigação tem como objetivo ajudar no processo de tomada de decisão dos investidores, isto é, se devem ou não investir nas ações do Grupo. Ao longo de todo este estudo, foram apresentadas informações no âmbito da estrutura de capitais, da política de dividendos, do nível de endividamento, e por fim, da avaliação da empresa (objetivo principal).

Desta forma, foram utilizados diversos métodos para avaliar o Grupo JM, nomeadamente os que vão ser enumerados de seguida.

O primeiro método utilizado foi o **Método dos Cash Flows Livres para a Empresa**, em que o *Price Target* calculado era igual a 31,12€, superior à cotação bolsista no final de 2020 (13,82€), podendo dizer-se que as ações do Grupo JM estavam subavaliadas. Isto corresponde a um potencial de valorização igual a 17,30€, ou seja, de 125,18%. O valor da empresa neste método era igual a 20.110.445 milhares de euros. Desta forma, a recomendação é de **COMPRA** das ações do Grupo.

Recorreu-se também ao **Método dos Cash Flows Livres para os Acionistas**, em que o *Price Target* era igual a 27,18€, superior à cotação bolsista no final de 2020 (13,82€), e as ações estavam subavaliadas. O valor da empresa neste método era igual a 17.102.475 milhares de euros. A recomendação continua a ser de **COMPRA** das ações.

Para além disso, também foi utilizada a ótica dos dividendos, através do **Modelo de Gordon**, em que o *Price Target* calculado foi igual a 15,36€, superior à cotação bolsista no final de 2020, e as ações estavam subavaliadas. O valor da empresa neste método era igual a 9.664.057 milhares de euros. A recomendação continua a ser de **COMPRA** das ações.

Em relação aos métodos de avaliação relativa foi o **PER (Price to Earnings Ratio)** que mais se aproximou do valor da empresa obtido pelo método dos *Cash Flows Livres* para a Empresa. Para calcular o PER, utilizou-se o PER do setor do retalho e distribuição alimentar global (171 empresas), sendo o *Price Target* igual 31,26€, superior à cotação bolsista no final de 2020, recomendando-se a **COMPRA** das ações. Contudo, os métodos **PBV (Price to Book Value)** e **PS (Price to Sales)**, retiram força a esta conclusão, uma vez que ambos indicavam

que as ações estavam sobreavaliadas (com base no setor do retalho e distribuição alimentar), dado que os respetivos *Price Target* eram inferiores à cotação bolsista no final de 2020, recomendando-se a **VENDA** de ações através destes dois métodos.

No que concerne à análise de sensibilidade, quando foi analisada a variação em simultâneo das Vendas e do WACC, apenas em 2 cenários as ações estavam sobreavaliadas, estando nos restantes 61 cenários as ações subavaliadas, o que vem reforçar a decisão de **COMPRA** das mesmas. Na segunda análise de sensibilidade, na qual se realizou uma variação em simultâneo da Margem do EBITDA e da taxa de crescimento perpétuo (g), em 4 cenários num total de 49, as ações estavam sobreavaliadas, retirando a força à decisão de **COMPRA** das ações.

Em suma, todos os métodos apresentados anteriormente validam a decisão de **COMPRA** das ações do Grupo Jerónimo Martins, uma vez que estas estão subavaliadas.

Este estudo tem essencialmente duas limitações. Em primeiro lugar, é possível identificar que as perspetivas macroeconómicas não são imutáveis, e acresce o facto de se viver em contexto de crise pandémica de Covid-19, onde existe incerteza em relação ao futuro, sendo necessário ter em atenção que os pressupostos criados poderão não se verificar no longo prazo, em função de alterações na evolução da economia, no setor do retalho alimentar, no consumo, ou noutra variável macroeconómica, ou ainda, do facto do plano de vacinação de Covid-19 não ser eficaz e decorrer no tempo previsto. Isto poderá provocar alterações nas previsões realizadas, afetando o valor da empresa.

A segunda limitação consiste no facto, de neste estudo académico ter sido assumida uma estrutura de capitais estável/estática no longo prazo, de forma a poder aplicar-se o WACC (*Weighted Average Cost of Capital*).

Para investigações futuras, sugere-se o estudo de diferentes estruturas de capitais da empresa no longo prazo, ou seja, estudar-se o efeito de variações na combinação entre capital próprio e capital alheio no valor final da empresa, passando a existir uma estrutura de capitais dinâmica ao longo dos anos.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Agência para o Investimento e Comércio Externo de Portugal - AICEP. (2021). *Dados Macroeconómicos Colômbia*. <https://myaicep.portugalexporta.pt/mercados-internacionais/co/colombia?setorProduto=-1>.

Banco de Investimento Global – BiG. (2021). *Relatório sobre a estratégia de crescimento do Grupo Jerónimo Martins*. <https://www.big.pt/Reports/StockInfo/StockInfoDetails/JMT%20AE?bOpenQuotesPopup=False>.

Banco de Portugal. (2021). *Boletim Económico de 2020*. <https://www.bportugal.pt/publications/banco-de-portugal/all/381>.

Banco de Portugal. (2021). *Taxa de rentabilidade OT a 10 anos*. <https://bpstat.bportugal.pt/serie/12099464>.

Banco Nacional da Colômbia. (2021). *Actividad económica, mercado laboral y cuentas financieras*. <https://www.banrep.gov.co/es/estadisticas/actividad-economica-mercado-laboral-y-cuentas-financieras>.

Banco Nacional da Polónia. (2021). *Macroeconomic Data*. https://www.nbp.pl/homen.aspx?f=/en/statystyka/makro_gus.html.

Bastardo, C. M. C., & Gomes, A. R. (1996). *O Financiamento e as Aplicações Financeiras das Empresas*. (3ª ed.). Lisboa: Texto Editora, Lda.

Bhojraj, S., & Lee, C. M. (2002). Who is my peer? A valuation-based approach to the selection of comparable firms. *Journal of Accounting Research*, 40(2), 407-439.

Bloomberg. (2021). *Histórico de cotação de ações e múltiplos: PER, PBV e PS*. <https://www.bloomberg.com/markets/stocks>.

Cheng, C. A., & McNamara, R. (2000). The valuation accuracy of the price-earnings and price-book benchmark valuation methods. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 15(4), 349-370.

Conselho das Finanças Públicas. (2021). *Projeções Macroeconómicas*. <https://www.cfp.pt/pt/dados/projecoes-macroeconomicas>.

Copeland, T. E., & Keenan, P. T. (1998). How much is flexibility worth?. *The McKinsey Quarterly*, (2), 38.

Corelli, A. (2017). The Value of the Firm. In *Inside Company Valuation* (pp. 1-13). Springer, Cham.

Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation*. (3rd Ed.). John Wiley & Sons.

Damodaran, A. (2006). *Valuation approaches and metrics: a survey of the theory and evidence*. Now Publishers Inc.

Damodaran, A. (2010). *Applied corporate finance*. (4th Ed.). John Wiley & Sons.

Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset* (Vol. 666). John Wiley & Sons.

Damodaran, A. (2020). *Country Default Spreads and Risk Premiums*. <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.

Damodaran, A. (2020). Equity risk premiums: Determinants, estimation and implications-the 2020 edition. *NYU Stern School of Business*.

Damodaran, A. (2021). *Data: Archives – Multiples*. http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/dataarchived.html#multiples.

Departamento Administrativo Nacional de Estadística da Colômbia – DANE. (2021). *Contas Nacionais Colômbia*. <https://www.dane.gov.co/index.php/estadisticas-por-tema/cuentas-nacionales>.

Economist Intelligence Unit – EIU. (2021). *Macroeconomic and sectoral statistics*. <https://store.eiu.com/product/countrydata>.

Euromonitor International. (2021). *Poland Market Research 2020*. <https://www.euromonitor.com/poland>.

Eurostat. (2021). *Estatísticas Europeias*. https://ec.europa.eu/info/departments/eurostat-european-statistics_pt.

Fairfield, P. M. (1994). P/E, P/B and the present value of future dividends. *Financial Analysts Journal*, 50(4), 23-31.

Fernández, P. (2001a). Valuation using multiples. How do analysts reach their conclusions. *IESE Business School*, 1, 1-13.

Fernández, P. (2001b). Valuing real options: frequently made errors. *Journal of Financial Economics*.

Fernández, P. (2007). Company valuation methods. The most common errors in valuations. *IESE Business School*, 449, 1-27.

Fernandez, P., de Apellániz, E., & F Acín, J. (2020). Survey: Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 81 countries in 2020. *IESE Business School*.

Fischer Black and Myron Scholes (1973). The Pricing of Options and Corporate Liabilities. *Journal of Political Economy*, 81 (3), 637-654.

Foerster, S. R., & Sapp, S. G. (2005). The dividend discount model in the long-run: A clinical study. *Journal of Applied Finance*, 15(2).

Global Agricultural Information Network (GAIN). (2018). *Relatório Retail Foods Guide Poland* 2018.
https://apps.fas.usda.gov/newgainapi/api/report/downloadreportbyfilename?filename=Poland%20Retail%20Sector_Warsaw_Poland_6-27-2018.pdf.

Global Agricultural Information Network (GAIN). (2021). *Relatório Retail Foods Guide Colombia* 2020.
https://apps.fas.usda.gov/newgainapi/api/Report/DownloadReportByFileName?fileName=Retail%20Foods_Bogota_Colombia_06-30-2021.

Gordon, M. J., & Shapiro, E. (1956). Capital equipment analysis: the required rate of profit. *Management science*, 3(1), 102-110.

Gordon, M. (1962). *The Investment, Financing, and Valuation of the Corporation*. The Irwin Series in Economics.

Instituto Nacional de Estatística - INE. (2021). *Estatísticas macroeconómicas*.
https://ine.pt/xportal/xmain?xpgid=ine_main&xpid=INE.

International Monetary Fund - IMF. (2021). *World Economic Outlook*.
<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2021/01/26/2021-world-economic-outlook-update>.

Investing.com. (2021). *Preço histórico das ações da Jerónimo Martins*.
<https://pt.investing.com/equities/j-martins-historical-data>.

Investing.com. (2021). *Preços históricos de PSI-20*. <https://pt.investing.com/indices/psi-20-historical-data>.

Jerónimo Martins. (2015). *Relatório & Contas Jerónimo Martins 2015*.
<https://www.jeronimomartins.com/pt/investidor/apresentacoes-e-relatorios/>.

Jerónimo Martins. (2016). *Relatório & Contas Jerónimo Martins 2016*.
<https://www.jeronimomartins.com/pt/investidor/apresentacoes-e-relatorios/>.

Jerónimo Martins. (2017). *Relatório & Contas Jerónimo Martins 2017*.
<https://www.jeronimomartins.com/pt/investidor/apresentacoes-e-relatorios/>.

Jerónimo Martins. (2018). *Relatório & Contas Jerónimo Martins 2018*.
<https://www.jeronimomartins.com/pt/investidor/apresentacoes-e-relatorios/>.

Jerónimo Martins. (2019). *Relatório & Contas Jerónimo Martins 2019*.
<https://www.jeronimomartins.com/pt/investidor/apresentacoes-e-relatorios/>.

Jerónimo Martins. (2020). *Relatório & Contas Jerónimo Martins 2020*.
<https://www.jeronimomartins.com/pt/investidor/apresentacoes-e-relatorios/>.

Kim, M., & Ritter, J. R. (1999). Valuing ipos. *Journal of financial economics*, 53(3), 409-437.

Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2005). The right role for multiples in valuation. *McKinsey on Finance*, (15), 7-11.

Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2015). *Valuation: measuring and managing the value of companies*. (7th Ed.). John Wiley & Sons.

Lie, E., & Lie, H. J. (2002). Multiples used to estimate corporate value. *Financial Analysts Journal*, 58(2), 44-54.

Liu, J., Nissim, D., & Thomas, J. (2002). Equity valuation using multiples. *Journal of Accounting Research*, 40(1), 135-172.

Luehrman, T. a. (1997). What's It Worth? A General Manager's Guide to Valuation. *Harvard Business Review*, 75(3), 132-142.

Meitner, M. (2006). *The market approach to comparable company valuation* (Vol. 35). Springer Science & Business Media.

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, 48(3), 261-297.

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American economic review*, 53(3), 433-443.

Neves, J. C. D. (2002). *Avaliação de empresas e negócios*. Portugal: McGraw-Hill.

Nielsen. (2021). *Retalho Alimentar*. <https://www.nielsen.com/pt/pt/>.

Penman, S. H., & Sougiannis, T. (1997). The dividend displacement property and the substitution of anticipated earnings for dividends in equity valuation. *Accounting Review*, 1-21.

Sabal, J. (2008). Wacc or apv?. *Journal of Business Valuation and Economic Loss Analysis*, 2(2).

Sharma, M., & Prashar, E. (2013). A conceptual framework for relative valuation. *The Journal of Private Equity*, 16(3), 29-32.

Silva, J. V., & Ferreira, P. J. S. F. (2014). *Princípios de gestão financeira*. (1ª Ed.). Editora Rei dos Livros.

Sontchi, C. S. (2012). Valuation Methodologies: A Judge's View. *Am. Bankr. Inst. L. Rev.*, 20, 1.

Statista. (2021). *Average market risk premium (MRP) for selected countries in Europe as of 2021*. <https://www.statista.com/statistics/664786/average-market-risk-premium-selected-countries-europe/>.

Steiger, F. (2008). The validity of company valuation using Discounted Cash Flow methods. *European Business School*.

Thomson Reuters. (2021). *Histórico de cotação de ações e múltiplos: PER, PBV e PS*. <https://www.thomsonreuters.com/en.html>.

Turismo de Portugal. (2021). *Mercados e Estatísticas*.
http://www.turismodeportugal.pt/pt/Turismo_Portugal/Mercados_Estatisticas/Paginas/default.aspx.

Williams, J. (1938). *The Theory of Investment Value*. Harvard University Press, Cambridge.

Yahoo Finance. (2021). *Histórico de cotação de ações e múltiplos: PER, PBV e PS*.
<https://finance.yahoo.com/>.

ANEXOS

Anexo 1: Balanço do Grupo Jerónimo Martins (2016 – 2020)

Valores expressos em milhares €	2016	2017	2018	2019	2020
Activo					
Activos não correntes:					
Activos fixos tangíveis	3.023.360,00 €	3.474.835,00 €	3.687.053,00 €	3.969.937,00 €	3.817.255,00 €
Activos intangíveis	786.983,00 €	811.040,00 €	792.514,00 €	794.010,00 €	757.368,00 €
Propriedades de investimento	13.952,00 €	13.714,00 €	11.676,00 €	8.563,00 €	8.523,00 €
Direitos de uso				2.334.949,00 €	2.166.551,00 €
Activos biológicos			3.398,00 €	3.336,00 €	3.338,00 €
Partes de capital em <i>joint ventures</i> e associadas		1.557,00 €	3.245,00 €	5.193,00 €	5.594,00 €
Empréstimos a subsidiárias					
Outros investimentos financeiros	1.000,00 €	1.417,00 €	1.321,00 €	1.327,00 €	1.327,00 €
Devedores, acréscimos e diferimentos	112.836,00 €	111.383,00 €	84.713,00 €	86.767,00 €	70.338,00 €
Instrumentos financeiros derivados		227,00 €			
Impostos diferidos activos	69.756,00 €	106.025,00 €	114.840,00 €	138.130,00 €	163.420,00 €
Total activos não correntes	4.007.887,00 €	4.520.198,00 €	4.698.760,00 €	7.342.212,00 €	6.993.714,00 €
Activos correntes:					
Existências	718.618,00 €	841.565,00 €	970.653,00 €	1.038.627,00 €	973.919,00 €
Activos biológicos	1.181,00 €	5.498,00 €	3.790,00 €	5.563,00 €	4.786,00 €
Empréstimos a subsidiárias					
Imposto sobre o rendimento a receber	2.037,00 €	5.094,00 €	5.035,00 €	11.469,00 €	17.467,00 €
Devedores, acréscimos e diferimentos	311.130,00 €	387.833,00 €	435.642,00 €	424.689,00 €	393.023,00 €
Instrumentos financeiros derivados	1.277,00 €	294,00 €	59,00 €		3.611,00 €
Caixa e equivalentes de caixa	643.512,00 €	681.333,00 €	545.988,00 €	929.311,00 €	1.041.390,00 €
Total activos correntes	1.677.755,00 €	1.921.617,00 €	1.961.167,00 €	2.409.659,00 €	2.434.196,00 €
Total do Activo	5.685.642,00 €	6.441.815,00 €	6.659.927,00 €	9.751.871,00 €	9.427.910,00 €
Capital próprio e Passivo	5.685.642,00 €	6.441.815,00 €	6.659.927,00 €	9.751.871,00 €	9.427.910,00 €
Capital próprio:					
Capital	629.293,00 €	629.293,00 €	629.293,00 €	629.293,00 €	629.293,00 €
Prémios de emissão	22.452,00 €	22.452,00 €	22.452,00 €	22.452,00 €	22.452,00 €
Ações próprias	-6.060,00 €	-6.060,00 €	-6.060,00 €	-6.060,00 €	-6.060,00 €
Outras reservas	-96.865,00 €	-51.109,00 €	-77.046,00 €	-67.011,00 €	-128.654,00 €
Resultados retidos	1.189.191,00 €	1.193.319,00 €	1.209.259,00 €	1.396.293,00 €	1.491.097,00 €
Total do capital próprio atribuível aos accionistas da emp-mãe	1.738.011,00 €	1.787.895,00 €	1.777.898,00 €	1.974.967,00 €	2.008.128,00 €
Interesses que não controlam	252.500,00 €	225.298,00 €	238.356,00 €	253.941,00 €	249.063,00 €
Total do Capital Próprio	1.990.511,00 €	2.013.193,00 €	2.016.254,00 €	2.228.908,00 €	2.257.191,00 €
Passivo:					
Passivo não corrente:					
Empréstimos obtidos	114.829,00 €	237.762,00 €	288.390,00 €	308.764,00 €	363.798,00 €
Responsabilidades com locações				1.999.293,00 €	1.896.547,00 €
Credores, acréscimos e diferimentos	793,00 €	779,00 €	774,00 €	764,00 €	779,00 €
Instrumentos financeiros derivados	293,00 €	0,00 €	62,00 €		
Benefícios concedidos a empregados	61.823,00 €	66.482,00 €	65.069,00 €	69.669,00 €	70.079,00 €
Provisões para riscos e encargos	21.582,00 €	29.308,00 €	26.565,00 €	27.780,00 €	32.831,00 €
Impostos diferidos passivos	59.742,00 €	71.579,00 €	75.627,00 €	70.678,00 €	65.808,00 €
Total de passivos não correntes	259.062,00 €	405.910,00 €	456.487,00 €	2.476.948,00 €	2.429.842,00 €
Passivo corrente:					
Empréstimos obtidos	224.581,00 €	299.505,00 €	350.814,00 €	423.685,00 €	159.730,00 €
Responsabilidades com locações				384.980,00 €	376.694,00 €
Credores, acréscimos e diferimentos	3.166.527,00 €	3.662.293,00 €	3.794.411,00 €	4.182.149,00 €	4.153.837,00 €
Instrumentos financeiros derivados	317,00 €	2.805,00 €	159,00 €	3.056,00 €	404,00 €
Imposto sobre o rendimento a pagar	44.644,00 €	58.109,00 €	41.802,00 €	52.145,00 €	50.212,00 €
Total de passivos correntes	3.436.069,00 €	4.022.712,00 €	4.187.186,00 €	5.046.015,00 €	4.740.877,00 €
Total do Passivo	3.695.131,00 €	4.428.622,00 €	4.643.673,00 €	7.522.963,00 €	7.170.719,00 €
Total do Capital Próprio e do Passivo	5.685.642,00 €	6.441.815,00 €	6.659.927,00 €	9.751.871,00 €	9.427.910,00 €

Fonte: Relatório de Contas Grupo Jerónimo Martins (2016 – 2020).

Anexo 2: Demonstração de Resultados Grupo Jerónimo Martins (2016 – 2020)

Demonstração de Resultados por naturezas (valores em milhares €)	2016	2017	2018	2019	2020
Vendas e prestação de serviços	14.621.738,00 €	16.276.150,00 €	17.336.708,00 €	18.638.220,00 €	19.293.497,00 €
Custo das mercadorias vendidas e matérias consumidas (CMVMC)	-11.491.109,00 €	-12.798.905,00 €	-13.569.503,00 €	-14.540.197,00 €	-15.024.745,00 €
Margem bruta (Vendas - CMVMC)	3.130.629,00 €	3.477.245,00 €	3.767.205,00 €	4.098.023,00 €	4.268.752,00 €
Variação de produção	930,00 €	4.430,00 €	19.998,00 €	2.587,00 €	3.373,00 €
Descontos pronto pagamento líquidos e juros pagos a fornecedores	24.240,00 €	23.621,00 €	27.340,00 €	36.590,00 €	23.074,00 €
Comissões sobre meios de pagamento electrónicos	-24.543,00 €	-28.962,00 €	-32.957,00 €	-35.463,00 €	-41.870,00 €
Outros custos suplementares	-5.274,00 €	-3.078,00 €	-4.650,00 €	-5.951,00 €	-5.847,00 €
Fornecimentos e serviços externos	-546.416,00 €	-594.822,00 €	-634.639,00 €	-688.601,00 €	-751.169,00 €
Publicidade	-88.300,00 €	-114.748,00 €	-111.799,00 €	-110.422,00 €	-96.527,00 €
Rendas & alugueres	-331.922,00 €	-359.515,00 €	-390.262,00 €	-17.922,00 €	-15.635,00 €
Custos com pessoal	-1.153.063,00 €	-1.306.131,00 €	-1.470.027,00 €	-1.629.433,00 €	-1.750.891,00 €
Depreciações e amortizações	-294.327,00 €	-330.910,00 €	-363.736,00 €	-393.612,00 €	-418.109,00 €
Depreciações de direitos de uso				-321.758,00 €	-315.680,00 €
Ganhos/perdas com activos tangíveis e intangíveis	-15.133,00 €	-10.028,00 €	-3.897,00 €	-7.441,00 €	-6.109,00 €
Ganhos/perdas com direitos de uso				1.367,00 €	1.190,00 €
Custos de transporte	-150.824,00 €	-169.046,00 €	-187.649,00 €	-204.325,00 €	-200.568,00 €
Outras naturezas de ganhos e perdas	-10.421,00 €	-10.862,00 €	-28.213,00 €	-17.608,00 €	-55.097,00 €
Resultados operacionais	535.576,00 €	577.194,00 €	586.714,00 €	706.031,00 €	638.887,00 €
Custos financeiros líquidos	-17.356,00 €	-12.166,00 €	-25.112,00 €	-158.704,00 €	-180.489,00 €
Ganhos (perdas) em <i>joint ventures</i> e associadas	10.271,00 €	-13,00 €	188,00 €	-2,00 €	114,00 €
Ganhos na alienação de negócios	220.678,00 €	0,00 €			
Ganhos/Perdas em outros investimentos	-4.974,00 €	-198,00 €		1.901,00 €	144,00 €
Resultados antes de impostos	744.195,00 €	564.817,00 €	561.790,00 €	549.226,00 €	458.656,00 €
Imposto sobre o rendimento do exercício	-129.969,00 €	-152.236,00 €	-131.930,00 €	-128.459,00 €	-135.936,00 €
Resultados líquidos (antes de interesses que não controlam)	614.226,00 €	412.581,00 €	429.860,00 €	420.767,00 €	322.720,00 €
Atribuível a Interesses que não controlam	21.008,00 €	27.225,00 €	28.816,00 €	30.901,00 €	10.590,00 €
Resultado líquido aos Accionistas de Jerónimo Martins	593.218,00 €	385.356,00 €	401.044,00 €	389.866,00 €	312.130,00 €
Resultado básico e diluído por acção - Euros	0,9440 €	0,6132 €	0,6382 €	0,6204 €	0,4967 €

Fonte: Relatório de Contas Grupo Jerónimo Martins (2016 – 2020).

Anexo 3: Valor de Dívida de Clientes (2015 – 2020)

Devedores, acréscimos e diferimentos	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Ativo Corrente (milhares €)						
Clientes comerciais	53.501,00 €	45.928,00 €	56.424,00 €	58.417,00 €	64.188,00 €	42.827,00 €
Outros devedores	87.770,00 €	93.117,00 €	122.316,00 €	128.523,00 €	124.371,00 €	117.175,00 €
Total clientes	141.271,00 €	139.045,00 €	178.740,00 €	186.940,00 €	188.559,00 €	160.002,00 €

Fonte: Relatório de Contas Grupo Jerónimo Martins (2015 – 2020).

Anexo 4: Valor de Dívida a Fornecedores (2015 – 2020)

Credores, acréscimos e diferimentos	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Passivo Corrente (milhares €)						
Outros credores comerciais	2.359.812,00 €	2.560.840,00 €	2.913.196,00 €	3.039.806,00 €	3.320.957,00 €	3.255.756,00 €
Outros credores não comerciais	182.184,00 €	228.713,00 €	302.020,00 €	233.232,00 €	334.128,00 €	278.645,00 €
Total Fornecedores	2.541.996,00 €	2.789.553,00 €	3.215.216,00 €	3.273.038,00 €	3.655.085,00 €	3.534.401,00 €

Fonte: Relatório de Contas Grupo Jerónimo Martins (2015 – 2020).

Anexo 5: Mapa de Compras Jerónimo Martins (2016 – 2020)

	2016	2017	2018	2019	2020
CMVMC	11.491.109,00 €	12.798.905,00 €	13.569.503,00 €	14.540.197,00 €	15.024.745,00 €
Inv. Final	718.618,00 €	841.565,00 €	970.653,00 €	1.038.627,00 €	973.919,00 €
Inv. Inicial	638.339,00 €	718.618,00 €	841.565,00 €	970.653,00 €	1.038.627,00 €
Compras	11.571.388,00 €	12.921.852,00 €	13.698.591,00 €	14.608.171,00 €	14.960.037,00 €

Fonte: Elaboração Própria.

Anexo 6: Juros Suportados Grupo JM (2016 - 2020)

milhares €	2016	2017	2018	2019	2020
Juros suportados com empréstimos	-12.833 €	-15.157 €	-21.745 €	-26.484 €	-21.466 €
Juros suportados com locações	-	-	-	-132.642 €	-126.830 €
Juros obtidos	1.909 €	3.512 €	2.113 €	3.595 €	2.210 €
Dividendos	63 €	79 €	46 €	-	-
Diferenças de câmbio	-3.090 €	3.923 €	-969 €	-475 €	-8.256 €
Diferenças de câmbio em responsabilidades com locações	-	-	-	2.955 €	-21.439 €
Outros Custos e Proveitos Financeiros	-3.405 €	-4.078 €	-4.407 €	-5.239 €	-6.636 €
Justo valor instrumentos financeiros derivados	-	-445 €	-150 €	-414 €	1.928 €
Total	-17.356 €	-12.166 €	-25.112 €	-158.704 €	-180.489 €

Fonte: Relatório de Contas Grupo Jerónimo Martins (2016 – 2020).

Anexo 7: Modelo para Calcular o Beta da Ação da Jerónimo Martins

Data	Cotação da ação JM	Índice Bolsista PSI-20 (pontos)	Taxa OT's portuguesas 10 anos	Ri	Rm	Rf mensal	Ri - Rf	Rm - Rf
31-12-2015	11,9950 €	5.313,17	2,49%					
29-01-2016	12,8400 €	5.065,67	2,71%	0,0681	-0,0477	0,000023	0,0681	-0,0477
29-02-2016	13,0250 €	4.767,28	3,23%	0,0143	-0,0607	0,000027	0,0143	-0,0607
31-03-2016	14,3800 €	5.020,61	2,84%	0,0990	0,0518	0,000024	0,0989	0,0518
29-04-2016	14,2900 €	5.052,52	3,13%	-0,0063	0,0063	0,000026	-0,0063	0,0063
31-05-2016	14,5600 €	4.957,85	3,14%	0,0187	-0,0189	0,000026	0,0187	-0,0189
30-06-2016	14,1600 €	4.453,66	3,20%	-0,0279	-0,1072	0,000027	-0,0279	-0,1073
29-07-2016	14,9750 €	4.747,72	3,06%	0,0560	0,0639	0,000025	0,0559	0,0639
31-08-2016	14,4650 €	4.711,91	2,91%	-0,0347	-0,0076	0,000024	-0,0347	-0,0076
30-09-2016	15,4350 €	4.597,29	3,26%	0,0649	-0,0246	0,000027	0,0649	-0,0247
31-10-2016	15,6700 €	4.651,93	3,33%	0,0151	0,0118	0,000028	0,0151	0,0118
30-11-2016	14,9100 €	4.454,87	3,51%	-0,0497	-0,0433	0,000029	-0,0497	-0,0433
30-12-2016	14,7400 €	4.679,20	3,74%	-0,0115	0,0491	0,000031	-0,0115	0,0491
31-01-2017	15,6550 €	4.475,03	3,95%	0,0602	-0,0446	0,000033	0,0602	-0,0446
28-02-2017	15,1800 €	4.647,90	4,04%	-0,0308	0,0379	0,000034	-0,0308	0,0379
31-03-2017	16,7700 €	5.007,85	3,99%	0,0996	0,0746	0,000033	0,0996	0,0746
28-04-2017	16,8500 €	5.033,66	3,77%	0,0048	0,0051	0,000031	0,0047	0,0051
31-05-2017	17,7200 €	5.289,98	3,29%	0,0503	0,0497	0,000027	0,0503	0,0496
30-06-2017	17,0900 €	5.152,96	2,97%	-0,0362	-0,0262	0,000025	-0,0362	-0,0263
31-07-2017	16,6250 €	5.189,23	3,03%	-0,0276	0,0070	0,000025	-0,0276	0,0070
31-08-2017	16,7600 €	5.156,67	2,83%	0,0081	-0,0063	0,000024	0,0081	-0,0063
29-09-2017	16,6900 €	5.409,58	2,63%	-0,0042	0,0479	0,000022	-0,0042	0,0479
31-10-2017	15,6000 €	5.475,67	2,32%	-0,0675	0,0121	0,000019	-0,0676	0,0121
30-11-2017	16,5000 €	5.363,07	1,98%	0,0561	-0,0208	0,000016	0,0561	-0,0208
29-12-2017	16,1950 €	5.388,33	1,83%	-0,0187	0,0047	0,000015	-0,0187	0,0047
31-01-2018	17,1600 €	5.663,44	1,85%	0,0579	0,0498	0,000015	0,0579	0,0498
28-02-2018	17,0600 €	5.468,21	2,03%	-0,0058	-0,0351	0,000017	-0,0059	-0,0351
29-03-2018	14,8100 €	5.405,57	1,79%	-0,1414	-0,0115	0,000015	-0,1414	-0,0115
30-04-2018	14,5400 €	5.512,29	1,66%	-0,0184	0,0196	0,000014	-0,0184	0,0195
31-05-2018	13,4500 €	5.468,67	1,84%	-0,0779	-0,0079	0,000015	-0,0779	-0,0080
29-06-2018	12,3700 €	5.528,50	1,87%	-0,0837	0,0109	0,000016	-0,0837	0,0109
31-07-2018	12,7300 €	5.619,80	1,76%	0,0287	0,0164	0,000015	0,0287	0,0164
31-08-2018	12,9000 €	5.422,58	1,82%	0,0133	-0,0357	0,000015	0,0133	-0,0357
28-09-2018	12,6900 €	5.359,27	1,88%	-0,0164	-0,0117	0,000016	-0,0164	-0,0118
31-10-2018	10,8600 €	5.030,71	1,96%	-0,1557	-0,0633	0,000016	-0,1557	-0,0633
30-11-2018	10,5400 €	4.914,14	1,90%	-0,0299	-0,0234	0,000016	-0,0299	-0,0235
31-12-2018	10,3400 €	4.731,47	1,71%	-0,0192	-0,0379	0,000014	-0,0192	-0,0379
31-01-2019	12,3700 €	5.129,02	1,67%	0,1793	0,0807	0,000014	0,1792	0,0807
28-02-2019	13,2500 €	5.185,43	1,55%	0,0687	0,0109	0,000013	0,0687	0,0109
29-03-2019	13,1500 €	5.206,61	1,32%	-0,0076	0,0041	0,000011	-0,0076	0,0041
30-04-2019	14,5200 €	5.390,56	1,18%	0,0991	0,0347	0,000010	0,0991	0,0347
31-05-2019	13,6300 €	5.043,99	1,02%	-0,0633	-0,0665	0,000008	-0,0633	-0,0665
28-06-2019	14,1600 €	5.137,47	0,59%	0,0381	0,0184	0,000005	0,0381	0,0184
31-07-2019	14,6000 €	5.010,90	0,44%	0,0306	-0,0249	0,000004	0,0306	-0,0249
30-08-2019	15,0100 €	4.887,63	0,17%	0,0277	-0,0249	0,000001	0,0277	-0,0249
30-09-2019	15,4800 €	4.973,76	0,20%	0,0308	0,0175	0,000002	0,0308	0,0175
31-10-2019	15,0500 €	5.119,62	0,19%	-0,0282	0,0289	0,000002	-0,0282	0,0289
29-11-2019	14,4900 €	5.127,43	0,35%	-0,0379	0,0015	0,000003	-0,0379	0,0015
31-12-2019	14,6600 €	5.214,14	0,41%	0,0117	0,0168	0,000003	0,0117	0,0168
31-01-2020	15,5400 €	5.252,03	0,37%	0,0583	0,0072	0,000003	0,0583	0,0072
28-02-2020	15,9000 €	4.765,73	0,25%	0,0229	-0,0972	0,000002	0,0229	-0,0972
31-03-2020	16,4400 €	4.069,55	0,71%	0,0334	-0,1579	0,000006	0,0334	-0,1579
30-04-2020	15,4100 €	4.284,18	0,97%	-0,0647	0,0514	0,000008	-0,0647	0,0514
29-05-2020	15,3800 €	4.330,67	0,81%	-0,0019	0,0108	0,000007	-0,0020	0,0108
30-06-2020	15,5900 €	4.390,25	0,53%	0,0136	0,0137	0,000004	0,0136	0,0137
31-07-2020	14,3000 €	4.295,82	0,40%	-0,0864	-0,0217	0,000003	-0,0864	-0,0217
31-08-2020	13,7600 €	4.301,08	0,36%	-0,0385	0,0012	0,000003	-0,0385	0,0012
30-09-2020	13,7000 €	4.067,02	0,32%	-0,0044	-0,0560	0,000003	-0,0044	-0,0560
30-10-2020	13,6400 €	3.945,12	0,18%	-0,0044	-0,0304	0,000001	-0,0044	-0,0304
30-11-2020	14,3600 €	4.604,72	0,07%	0,0514	0,1546	0,000001	0,0514	0,1546
31-12-2020	13,8200 €	4.898,36	0,03%	-0,0383	0,0618	0,000000	-0,0383	0,0618
Média			1,858%			0,002593%		

Fonte: Elaboração própria com dados extraídos do Banco de Portugal e do website: Investing.com.

Anexo 8: Cálculo da Taxa Média das OT's a 10 anos (desde 2016 a 2020)

Data	Taxa OT's portuguesas 10 anos
29-01-2016	2,71%
29-02-2016	3,23%
31-03-2016	2,84%
29-04-2016	3,13%
31-05-2016	3,14%
30-06-2016	3,20%
29-07-2016	3,06%
31-08-2016	2,91%
30-09-2016	3,26%
31-10-2016	3,33%
30-11-2016	3,51%
30-12-2016	3,74%
31-01-2017	3,95%
28-02-2017	4,04%
31-03-2017	3,99%
28-04-2017	3,77%
31-05-2017	3,29%
30-06-2017	2,97%
31-07-2017	3,03%
31-08-2017	2,83%
29-09-2017	2,63%
31-10-2017	2,32%
30-11-2017	1,98%
29-12-2017	1,83%
31-01-2018	1,85%
28-02-2018	2,03%
29-03-2018	1,79%
30-04-2018	1,66%
31-05-2018	1,84%
29-06-2018	1,87%
31-07-2018	1,76%
31-08-2018	1,82%
28-09-2018	1,88%
31-10-2018	1,96%
30-11-2018	1,90%
31-12-2018	1,71%
31-01-2019	1,67%
28-02-2019	1,55%
29-03-2019	1,32%
30-04-2019	1,18%
31-05-2019	1,02%
28-06-2019	0,59%
31-07-2019	0,44%
30-08-2019	0,17%
30-09-2019	0,20%
31-10-2019	0,19%
29-11-2019	0,35%
31-12-2019	0,41%
31-01-2020	0,37%
28-02-2020	0,25%
31-03-2020	0,71%
30-04-2020	0,97%
29-05-2020	0,81%
30-06-2020	0,53%
31-07-2020	0,40%
31-08-2020	0,36%
30-09-2020	0,32%
30-10-2020	0,18%
30-11-2020	0,07%
31-12-2020	0,03%
Média	1,848%

Fonte: Elaboração Própria com dados extraídos do Banco de Portugal (URL: <https://bpstat.bportugal.pt/serie/12099464>).

Anexo 9: Dívida Líquida

milhões €	2016	2017	2018	2019	2020
1. Total de Empréstimos	335 €	529 €	624 €	732 €	524 €
2. Locações Financeiras	4 €	8 €	15 €	17 €	11 €
3. Locações Operacionais Capitalizadas	-	-	-	-	-
4. Acréscimos e Diferimentos de Juros	0 €	4 €	2 €	3 €	-3 €
5. Títulos Negociáveis e Depósitos Bancários	-674 €	-712 €	-562 €	-945 €	-1.041 €
6. Dívida Líquida (6 = 1+2+3+4+5)	-335 €	-170 €	80 €	-192 €	-509 €

Fonte: Relatório de Contas Grupo Jerónimo Martins (2016 – 2020).