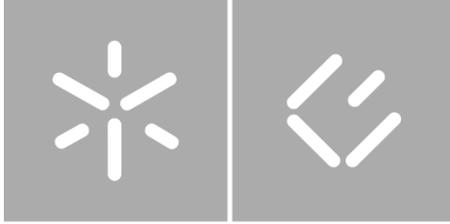


Universidade do Minho
Escola de Economia e Gestão

Rui Tomás Morais Monteiro

Relatório de Avaliação de Empresa: Jerónimo Martins



Universidade do Minho
Escola de Economia e Gestão

Rui Tomás Morais Monteiro

Relatório de Avaliação de Empresa: Jerónimo Martins

Projeto

Mestrado em Gestão - Área de Especialização em Gestão Financeira

Trabalho realizado sob a orientação do

Professor Doutor Artur Rodrigues

maio de 2023

DIREITOS DE AUTOR E CONDIÇÕES DE UTILIZAÇÃO DO TRABALHO POR TERCEIROS

Este é um trabalho académico que pode ser utilizado por terceiros desde que respeitadas as regras e boas práticas internacionalmente aceites, no que concerne aos direitos de autor e direitos conexos.

Assim, o presente trabalho pode ser utilizado nos termos previstos na licença abaixo indicada.

Caso o utilizador necessite de permissão para poder fazer um uso do trabalho em condições não previstas no licenciamento indicado, deverá contactar o autor, através do RepositóriUM da Universidade do Minho.

Licença concedida aos utilizadores deste trabalho



Atribuição

CC BY

<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>

AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar, agradeço aos meus pais e irmã que estiveram sempre ao meu lado desde que iniciei o meu percurso académico que agora termina. Agradeço também à minha namorada por ter acreditado que seria possível terminar esta etapa.

Em segundo lugar quero agradecer ao meu orientador, Professor Doutor Artur Rodrigues, por ter aceitado orientar este projeto, pela sua disponibilidade, apoio e compreensão, fundamentais para a conclusão desta etapa.

Por fim, resta-me agradecer a todos os meus familiares e amigos que fizeram parte deste trajeto.

DECLARAÇÃO DE INTEGRIDADE

Declaro ter atuado com integridade na elaboração do presente trabalho académico e confirmo que não recorri à prática de plágio nem a qualquer forma de utilização indevida ou falsificação de informações ou resultados em nenhuma das etapas conducente à sua elaboração.

Mais declaro que conheço e que respeitei o Código de Conduta Ética da Universidade do Minho.

ISENÇÃO DE RESPONSABILIDADE

Este Relatório de Avaliação de Empresa foi preparado apenas para fins académicos por Rui Tomás Morais Monteiro, um estudante do Mestrado em Gestão - Área de Especialização em Gestão Financeira da Universidade do Minho. O relatório foi supervisionado por um membro do corpo docente, atuando meramente como mentor académico. Nem o autor deste relatório nem o supervisor são consultores de investimento certificados. Este relatório deve ser lido como um mero exercício académico de um estudante de mestrado. A informação utilizada para produzir este relatório está genericamente disponível ao público a partir de diferentes fontes e acredita-se que seja fiável para o estudante. O estudante é o único responsável pela informação utilizada neste relatório, assim como pelas estimativas e previsões, aplicação de métodos de avaliação, e opiniões expressas. A UMinho e os seus membros do corpo docente não têm uma posição única nem formal sobre estes assuntos e não assumem a responsabilidade por quaisquer consequências da utilização deste relatório.

Relatório de Avaliação de Empresa: Jerónimo Martins

RESUMO

Este projeto consiste em estimar o preço alvo das ações da Jerónimo Martins, de acordo com as diretrizes recomendadas pelo Instituto CFA para relatórios de avaliação.

Jerónimo Martins é uma empresa portuguesa que atua no setor do retalho alimentar, essencialmente na distribuição e opera em três países: Portugal, Polónia e Colômbia. As suas ações são negociadas na Euronext Lisbon desde 1989 e é uma das quinze empresas que constitui o índice PSI. A minha escolha recaiu sobre esta empresa por ser das mais antigas e sólidas a atuar neste ramo, sendo uma indústria que desperta a minha curiosidade e deste modo, posso aprofundar o meu conhecimento sobre a empresa em questão.

Este trabalho final de mestrado tem como objetivo analisar as demonstrações financeiras, o balanço, o modelo de negócio, a respetiva indústria e os maiores concorrentes, como parte do processo do relatório de avaliação para estimar o preço alvo e o valor de mercado para, finalmente, apresentar uma recomendação de investimento.

Os métodos escolhidos para fazer a avaliação da empresa foram os Fluxos de Caixa Descontados (DCF) complementado com a avaliação dos múltiplos, obtendo um preço alvo por ação de €19,24, e uma descida potencial de 4,20% comparando com o preço de fecho a 17 de fevereiro de 2023 de €20,08, resultando numa recomendação de investimento de manter.

A Jerónimo Martins está exposta a vários riscos, dos quais se destacam o risco geopolítico e o risco de inflação, que têm como causa principal a guerra na Ucrânia que provocou uma quebra na cadeia de abastecimento e a subida generalizada do preço dos bens.

Palavras-Chave: Custo de Capital Médio Ponderado; Fluxos de Caixa Descontados; Jerónimo Martins; Relatório de Avaliação; Retalho Alimentar.

Equity Research: Jerónimo Martins

ABSTRACT

This project consists in estimating the target price of Jerónimo Martins' shares, according to the guidelines recommended by the CFA Institute for valuation reports.

Jerónimo Martins is a Portuguese company that operates in the food retail sector, mainly in distribution, and operates in three countries: Portugal, Poland and Colombia. Its shares are traded on Euronext Lisbon since 1989 and it is one of the fifteen companies that make up the PSI index. My choice fell on this company for being one of the oldest and most solid operating in this field, being an industry that arouses my curiosity and thus, I can deepen my knowledge about the company in question.

This master's final work aims to analyze the financial statements, the balance sheet, the business model, the respective industry and major competitors as part of the valuation report process to estimate the target price and market value to finally present an investment recommendation.

The methods chosen to evaluate the company were Discounted Cash Flow (DCF) complemented with the evaluation of multiples, obtaining a target price per share of €19.24, and a potential decline of 4.20% compared to the closing price on 17th February 2023 of €20.08, resulting in an investment recommendation to maintain.

Jerónimo Martins is exposed to various risks, including geopolitical risk and inflation risk, the main causes of which are the war in Ukraine, which has caused a break in the supply chain and a generalized rise in the price of goods.

Keywords: WACC; Discounted Cash Flow; Jerónimo Martins; Equity Research; Food Retail.

ÍNDICE

DIREITOS DE AUTOR E CONDIÇÕES DE UTILIZAÇÃO DO TRABALHO POR TERCEIROS	i
AGRADECIMENTOS	ii
DECLARAÇÃO DE INTEGRIDADE	iii
ISENÇÃO DE RESPONSABILIDADE	iv
RESUMO	v
ABSTRACT	vi
ÍNDICE DE FIGURAS	ix
ÍNDICE DE TABELAS	x
LISTA DE ABREVIATURAS, SIGLAS E ACRÓNIMOS	xi
1. INFORMAÇÃO BÁSICA	1
2. DESCRIÇÃO DO NEGÓCIO	1
3. VISÃO GERAL DA INDÚSTRIA E POSICIONAMENTO COMPETITIVO	3
3.1. PERSPETIVA ECONÓMICA	3
3.2. ANÁLISE DO MERCADO	4
3.3. A INDÚSTRIA DO RETALHO ALIMENTAR	4
3.4. ANÁLISE COMPETITIVA	5
3.5. 5 FORÇAS DE PORTER	6
3.5.1. Ameaça de produtos substitutos	6
3.5.2. Ameaça de entrada de novos concorrentes	6
3.5.3. Poder de negociação dos clientes	6
3.5.4. Poder de negociação dos fornecedores	7
3.5.5. Rivalidade entre os concorrentes	7
4. SUMÁRIO DO INVESTIMENTO	8
5. AVALIAÇÃO	9
5.1. FLUXO DE CAIXA LIVRE PARA A EMPRESA	9
5.2. LOJAS E EXPANSÃO	10
5.3. CUSTO DE CAPITAL MÉDIO PONDERADO	11
5.3.1. O Custo da Dívida	11
5.4. VALOR TERMINAL	12
5.5. ANÁLISE DE SENSIBILIDADE	12
5.6. AVALIAÇÃO RELATIVA	13

6. ANÁLISE FINANCEIRA	15
7. RISCOS DE INVESTIMENTO	18
7.1. RISCOS ECONÓMICOS	18
7.1.1. Risco Geopolítico	18
7.1.2. Risco de Tributação	18
7.1.3. Inovação & Concorrência	18
7.2. RISCOS FINANCEIROS	19
7.2.1. Risco de Inflação	19
7.2.2. Risco da taxa de juro	19
7.2.3. Risco cambial	19
7.3. RISCOS OPERACIONAIS	20
7.3.1. Cadeia de abastecimento	20
7.4. RISCOS REGULAMENTARES E LEGAIS	20
7.4.1. Risco Regulamentar e Legal	20
8. AMBIENTAL, SOCIAL E ADMINISTRATIVO (ESG)	21
8.1. AMBIENTAL	21
8.2. SOCIAL	21
8.3. ADMINISTRATIVO	22
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	24
APÊNDICES	25

ÍNDICE DE FIGURAS

FIGURA 1 - PREÇO POR AÇÃO	1
FIGURA 2 - EVOLUÇÃO DAS RECEITAS E LOJAS PINGO DOCE	2
FIGURA 3 - EVOLUÇÃO DAS RECEITAS E LOJAS BIEDRONKA	2
FIGURA 4 - EVOLUÇÃO DAS RECEITAS E LOJAS HEBE.....	2
FIGURA 5 - EVOLUÇÃO DAS RECEITAS E LOJAS ARA.....	2
FIGURA 6 - MAIORES RETALHISTAS EM PORTUGAL.....	5
FIGURA 7 - MAIORES RETALHISTAS NA POLÓNIA	5
FIGURA 8 - MAIORES RETALHISTAS NA COLÔMBIA	5
FIGURA 9 - RECEITAS (MILHÕES €).....	8
FIGURA 10 - MARGEM DE LUCRO BRUTO (%).....	8
FIGURA 11 - MARGEM DE LUCRO OPERACIONAL (%)	8
FIGURA 12 - LOJAS E EXPANSÃO	10
FIGURA 13 - PREVISÃO DO NÚMERO DE LOJAS 2023F - 2027F	10
FIGURA 14 - MATRIZ DE RISCO.....	18
FIGURA 15 - EMISSÕES DE CARBONO AJUSTADAS ÀS VENDAS	21

ÍNDICE DE TABELAS

TABELA 1 - SÍNTESE DO CUSTO DO CAPITAL PRÓPRIO	11
TABELA 2 - SÍNTESE DO CUSTO DA DÍVIDA E CCMP	11
TABELA 3 - VALOR DE MERCADO POR AÇÃO	12
TABELA 4 - VALOR POR AÇÃO: ANÁLISE DE SENSIBILIDADE AO CCMP E TAXA DE CRESCIMENTO TERMINAL.....	13
TABELA 5 - VALOR POR AÇÃO: ANÁLISE DE SENSIBILIDADE AO CCMP E MARGEM EBIT	13
TABELA 6 - RÁCIOS DE ATIVIDADE.....	13
TABELA 7 - AVALIAÇÃO DOS MÚLTIPLOS.....	14
TABELA 8 - PONTOS FINANCEIROS FULCRAIS	15
TABELA 9 - DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS.....	25
TABELA 10 - BALANÇO	26
TABELA 11 - FLUXOS DE CAIXA	28
TABELA 12 - AVALIAÇÃO RELATIVA	29

LISTA DE ABREVIATURAS, SIGLAS E ACRÓNIMOS

CAPEX - *Capital Expenditure*

CAPM - *Capital Asset Pricing Model*

CCMP - Custo de Capital Médio Ponderado

CMV - Custo das Mercadorias Vendidas

DCF - Fluxo de Caixa Descontado

EBIT - *Earnings Before Interest and Taxes*

FCLA - Fluxo de Caixa Livre para o Acionista

FCLE - Fluxo de Caixa Livre para a Empresa

FMI - Fundo Monetário Internacional

JM - Jerónimo Martins

LFL - *Like For Like*

PIB - Produto Interno Bruto

1. INFORMAÇÃO BÁSICA

RECOMENDAÇÃO	MANTER
Data	17/02/2023
Preço Atual	20,08 €
Preço Alvo	19,24 €
Descida Potencial	4,20%
Indústria	Retalho Alimentar
Símbolo	JMT.LS
Bolsa de Valores	Euronext Lisbon
Ações em Circulação	628.434.220
Valor de Mercado	12.098 M €

As ações da Jerónimo Martins são negociadas na Euronext Lisbon sob o símbolo JMT.LS. Em novembro de 1989 as ações do Grupo foram admitidas na Bolsa de Valores.

Atualmente, a empresa tem 628.434.220 ações em circulação, com um valor nominal de 1 euro. Recomenda-se **MANTER**, uma vez que o preço alvo por ação obtido foi de €19,24, representando uma descida potencial de 4,20% comparando com o preço de fecho de €20,08 a 17 de fevereiro de 2023.

Figura 1 - Preço por ação

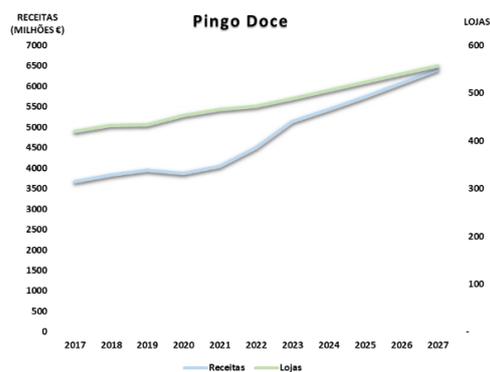


Fonte: Reuters, Autor

2. DESCRIÇÃO DO NEGÓCIO

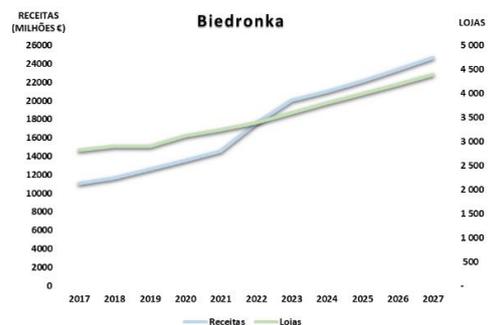
Jerónimo Martins SGPS S.A. é um Grupo internacional com sede em Portugal, que atua no ramo alimentar, essencialmente no setor da distribuição, visando satisfazer as necessidades e expectativas dos seus *stakeholders* e os legítimos interesses dos seus acionistas a curto, médio e longo prazos, ao mesmo tempo que contribui para o desenvolvimento sustentável das regiões onde opera. Para além da distribuição alimentar o Grupo atua em outros segmentos de negócio tais como o retalho especializado e o setor agro-alimentar, que foi criado com o objetivo de garantir acesso direto às fontes de abastecimento de produtos estratégicos.

Figura 2 - Evolução das receitas e lojas Pingo Doce



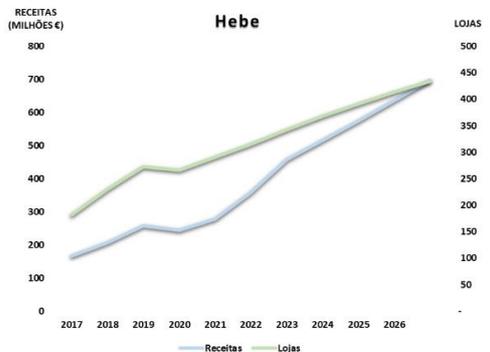
Fonte: Relatório e Contas, Autor

Figura 3 - Evolução das receitas e lojas Biedronka



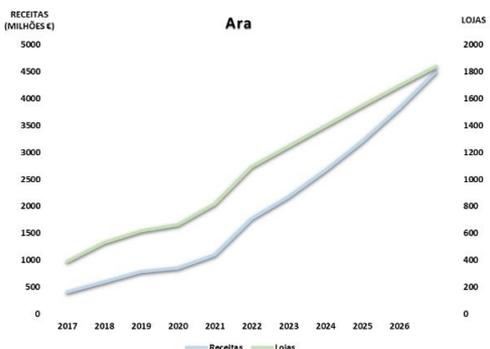
Fonte: Relatório e Contas, Autor

Figura 4 - Evolução das receitas e lojas Hebe



Fonte: Relatório e Contas, Autor

Figura 5 - Evolução das receitas e lojas Ara



Fonte: Relatório e Contas, Autor

A Jerónimo Martins (JM) tem 5.318 lojas e mais de 123.000 colaboradores espalhados pelos três países onde opera. O principal objetivo da empresa é o de fornecer serviços de qualidade baseados numa estratégia de preços competitivos, enquanto satisfaz as expectativas das partes interessadas.

Em Portugal a empresa é líder no segmento dos supermercados através da cadeia Pingo Doce e no segmento de *cash & carry* com o Recheio. Quanto ao Pingo Doce, as vendas desta marca atingiram os 4,5 mil milhões de euros, com um *like for like* (LFL) - que é uma medida de crescimento em vendas - de 9,4%, excluindo tanto combustível, como as lojas que abriram ou encerraram num dos dois períodos. O Recheio atingiu os 1,2 mil milhões de euros em vendas, representando um crescimento de 27,7% em relação ao ano anterior, com um LFL de 23,1%, no ano em que celebrou 50 anos de atividade.

Na Polónia, o grupo detém a cadeia de lojas alimentares Biedronka, que é o seu maior negócio, sendo que conseguiu, no ano de 2022, receitas no valor superior a 17,5 mil milhões de euros, o que significa um crescimento de 20,9% em relação ao período homólogo e inaugurou 174 lojas, terminando o ano com 3.395 lojas abertas ao público.

Ainda na Polónia, o Grupo Jerónimo Martins detém a Hebe, dedicada ao retalho especializado, que alcançou um valor de 358 milhões de euros em vendas, o que representa um crescimento de 28,8% comparativamente com o mesmo período de 2021. Os dois negócios, na Polónia, representam um total de 3.710 postos de venda e cerca de 80.000 colaboradores.

Na Colômbia, a marca Ara que se dedica à distribuição alimentar e conta com um total de 1.093 lojas, registou, à semelhança das outras marcas do Grupo, um incremento nas vendas em 2022, atingindo o valor de 1.768 milhões de euros. Durante este período foram inauguradas 275 novas lojas. A grande aposta do Grupo é na região de Bogotá, a mais rica da Colômbia, que representa cerca de 40% do Produto Interno Bruto (PIB), e onde vivem cerca de 14 milhões de pessoas.

Segundo os dados recolhidos, através do relatório de vendas preliminares de 2022, o valor das vendas do Grupo foi de 25.385 milhões de euros o que representa um crescimento de 21,5% face a 2021. O crescimento foi generalizado em todas as empresas do Grupo, sendo que o Pingo Doce foi a empresa que menos cresceu (11,2%), enquanto a Ara obteve o maior crescimento entre todas as empresas do Grupo (60,5%).

3. VISÃO GERAL DA INDÚSTRIA E POSICIONAMENTO COMPETITIVO

3.1. PERSPETIVA ECONÓMICA

A atividade económica mundial está a desacelerar de uma forma ampla e mais acentuada do que o esperado, com a inflação a atingir novos máximos que já não eram observados há várias décadas. O aumento das dificuldades financeiras na maioria dos países, a invasão da Ucrânia pela Rússia e a pandemia COVID-19 tem um enorme peso sobre as perspetivas económicas.

O Fundo Monetário Internacional (FMI) prevê que o crescimento global desça de uma estimativa de 3,4% em 2022 para 2,9% em 2023 e depois suba para 3,1% em 2024. Esta previsão efetuada para 2023 é 0,2 pontos percentuais superior ao previsto na perspetiva económica mundial, realizada pelo FMI em outubro de 2022. O aumento das taxas dos bancos centrais para combater a inflação e a guerra da Rússia na Ucrânia continuam a pesar na atividade económica. A rápida propagação da COVID-19 na China amorteceu o crescimento em 2022, mas a recente reabertura abriu o caminho para uma recuperação mais rápida do que se esperava. Espera-se que a inflação global caia de 8,8% em 2022 para 6,6% em 2023 e 4,3% em 2024, ainda acima dos níveis pré-pandémicos (2017-2019) de cerca de 3,5%.

Em Portugal, o desemprego atingiu em 2022 os 6,1%, prevendo-se que cresça 0,4 pontos percentuais em 2023. Prevê-se que o crescimento do PIB desça de 6,2% em 2022 para apenas 0,7% em 2023 e que a inflação atinja os 4,7% em 2023.

Na Polónia, a taxa de desemprego prevista, pelo FMI, é de 3,2% para 2023, o que representa um crescimento de 0,4% face a 2022. Prevê-se, ainda, que o PIB atinja os 0,5% em 2023 significando, assim, uma queda face a 2022, ano em que se fixou nos 3,8%. No que concerne à taxa de inflação é previsível que suba de 13,8% em 2022 para 14,3% em 2023.

Na Colômbia, prevê-se uma diminuição da taxa de desemprego de 11,3% em 2022 para 11,1% em 2023, bem como um decréscimo do PIB de 7,6% em 2022 para 2,2% em 2023. À semelhança do que é previsto para Portugal e contrariamente ao que se prevê na Polónia, na Colômbia prevê-se que a taxa de inflação decresça 2,6%, atingindo os 7,1% em 2023.

3.2. ANÁLISE DO MERCADO

Desde o início do século XXI que o mercado retalhista tem vindo a enfrentar mudanças contínuas devido ao aumento das compras online e à entrada de novas empresas internacionais no setor. As empresas estão a lidar com estes desafios, aumentando as pressões competitivas e ajustando o seu comportamento de preços para competir pela quota de mercado.

O facto de os consumidores se terem tornado mais sensíveis aos preços fez com que as empresas ajustassem a sua estratégia de preços, traduzindo-se, geralmente no aumento dos descontos sobre os seus produtos.

O facto de atualmente os consumidores serem capazes de comparar facilmente o preço dos produtos entre diversas empresas e determinar aquela que oferece o preço mais baixo afetou as margens de lucro dos retalhistas, uma vez que estes pretendem manter uma posição de preço mais baixo no mercado.

3.3. A INDÚSTRIA DO RETALHO ALIMENTAR

A indústria de retalho alimentar é um dos maiores segmentos de mercado a nível mundial e a concorrência tem vindo a crescer de forma contínua nos últimos anos.

Esta indústria está a seguir uma nova abordagem de compras online - o *e-commerce* - uma nova tendência que está a começar a ter uma posição forte do lado dos consumidores.

A Jerónimo Martins está a adaptar-se a estas novas abordagens e, em julho de 2019, lançou a opção de *e-commerce* na Hebe, na Polónia, sendo que, em Portugal é possível adquirir os produtos da cadeia alimentar Pingo Doce, através da plataforma Mercadão.

Além disso, o impacto no ambiente é uma grande preocupação para os consumidores que são cada vez mais conscientes e se preocupam cada vez mais com o impacto ambiental. Isto permite que ocorram grandes mudanças no retalho, uma vez que os consumidores estão a ficar mais

preocupados com a ética e as escolhas sustentáveis e ecológicas quando adquirem um bem ou um serviço.

O enorme número de escolhas do lado dos consumidores e as limitações na diferenciação dos produtos, levam à mobilidade do comprador, o que obriga os retalhistas de maior dimensão a manterem estratégias de preços atrativos.

Na Europa, o mercado retalhista alimentar continua a desempenhar um papel importante em termos de valor e emprego. Na verdade, esta tem sido uma consequência da globalização que permitiu um aumento das "vendas" no setor tanto dentro da Europa como internacionalmente.

3.4. ANÁLISE COMPETITIVA

Figura 6 - Maiores retalhistas em Portugal



Fonte: Statista

O Grupo Jerónimo Martins tem uma posição forte no mercado português, apenas superada pelo Grupo Sonae MC que é detentor das lojas Continente, a marca líder de hipermercados no país.

Na Polónia, o principal concorrente do grupo é o Lidl seguido pela Dino Polska, que é uma cadeia de supermercados caracterizada pela escassez de promoções, mas que, ainda assim, continua em expansão. Até ao 3º trimestre de 2022 a cadeia polaca abriu 256 novas lojas ultrapassando a marca das 2.000 lojas em todo o país.

Figura 7 - Maiores retalhistas na Polónia



Fonte: Statista

De maneira a competir contra os seus principais concorrentes, o Grupo aposta na abertura de lojas mais pequenas em locais com menor área servindo, assim, a população dessa área geográfica.

Em Portugal, o retalho alimentar, tipicamente, é extremamente competitivo e a JM enfrenta alguns concorrentes nesta área. No entanto, o Pingo Doce continua a reforçar a sua posição no mercado, através da sua capacidade de inovação na conceção de promoções.

Figura 8 - Maiores retalhistas na Colômbia



Fonte: Statista

Na Colômbia, a Ara representa, apenas, 2,8% da quota de mercado retalhista alimentar daquele país. O Grupo Exito detém 11,2% da quota de mercado, afirmando-se como o maior retalhista do país, seguido pelas Tiendas D1 com 6,6%. Contudo, a forte aposta do Grupo neste país permite-nos antever uma escalada neste mercado através da abertura de lojas em pequenos centros, onde as pequenas lojas de bairro lideram.

3.5. 5 FORÇAS DE PORTER

3.5.1. Ameaça de produtos substitutos: Baixa

Novos serviços disruptivos como os serviços em linha (diretamente ao cliente) e serviços de entrega de mercearia podem ser ameaças potenciais para a JM. Os retalhistas mais pequenos são normalmente mais caros, carecem de diversidade e não proporcionam a mesma experiência de consumo que um retalhista maior pode frequentemente proporcionar, e como os produtos alimentares são essenciais para a vida humana, a ameaça de substituição é baixa.

3.5.2. Ameaça de entrada de novos concorrentes: Moderada

Os novos operadores neste mercado precisam de investir um montante considerável em equipamento e lojas, as margens líquidas não são muito atrativas quando comparadas com outras indústrias, e é crucial reinvestir em infraestruturas para se manterem competitivos.

Comparando os três mercados em que a JM opera, Portugal é o mercado mais maduro com o menor crescimento previsto, e é também o mercado com a menor dimensão de mercado em comparação com a Polónia e Colômbia. Portanto, consideramos que a ameaça de novos operadores em Portugal é moderada. A Polónia é o maior mercado, e os seus motores de procura tornam-no um mercado mais atrativo, embora a Biedronka domine atualmente o mercado, pelo que a ameaça de novos operadores é relativamente baixa. A Colômbia é um mercado com uma maior ameaça de novos operadores porque o mercado está subdesenvolvido com muitas oportunidades de crescimento, acrescentando ao facto de a expectativa dos clientes não ser tão exigente, no que diz respeito à qualidade e dimensão, o que equivale a menores necessidades de investimento inicial.

3.5.3. Poder de negociação dos clientes: Moderado

Em Portugal, os consumidores são muito exigentes e muito preocupados com os preços. Os clientes portugueses têm geralmente, também, acesso a um número considerável de lojas sem terem a necessidade de fazer grandes deslocações, o que significa que o seu poder de negociação é elevado, podendo escolher aquela que consideram a melhor opção. Na Polónia existem menos lojas por metro quadrado comparativamente com Portugal e os clientes não estão tão preocupados com os preços quando

comparados com os consumidores portugueses, pelo que o seu poder de negociação é valorizado como moderado. Na Colômbia a realidade é bem diferente, pois ainda existem poucos intervenientes no mercado em geral e a indústria é dominada por pequenas lojas, logo o poder de negociação dos clientes é moderado.

3.5.4. Poder de negociação dos fornecedores: Baixo

O Grupo tem mantido uma relação sólida com os seus fornecedores, com uma cadeia de abastecimento diversificada e vários centros de distribuição, o que normalmente significa que o poder de negociação dos fornecedores é atenuado, mas no contexto da guerra da Ucrânia, que resultou na rutura da cadeia de abastecimento de alguns produtos de que a JM está fortemente dependente, é de esperar um aumento do poder de negociação dos fornecedores. A Jerónimo Martins tem dezassete centros de distribuição na Polónia e geralmente mais infraestruturas de abastecimento do que os seus concorrentes, o que ajuda a amenizar os efeitos negativos da guerra. Portugal é apoiado pelo setor agro-alimentar e pelo investimento na empresa de salmão Norwich. Na Colômbia, o Grupo ainda está a lançar as bases da sua própria cadeia de abastecimento, o que significa que os fornecedores terão o maior poder de negociação dos três países em que a JM opera.

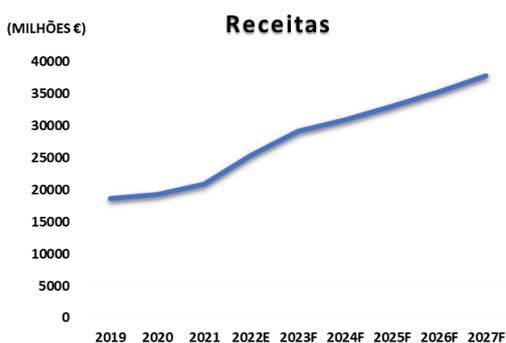
3.5.5. Rivalidade entre os concorrentes: Moderada

Os grandes retalhistas alimentares já têm uma forte presença no mercado português, a concorrência geográfica e de marca é elevada, o que cria um terreno fértil para uma rivalidade incessante. Na Polónia, a Biedronka situa-se confortavelmente no topo por uma grande margem, e embora outros grandes retalhistas também tenham uma forte presença, o mercado não está saturado, pelo que há espaço de crescimento para todos sem ter de disputar agressivamente pelo território, a rivalidade é moderada neste cenário. Na Colômbia, a indústria retalhista alimentar é dominada por pequenas empresas, existem muitas oportunidades de crescimento neste tipo de mercado, que ainda não é propenso a uma rivalidade extensa entre os intervenientes.

4. SUMÁRIO DO INVESTIMENTO

Com um preço alvo de €19,24 por ação e uma descida potencial de 4,20% comparativamente com o preço de fecho de €20,08 a 17 de fevereiro de 2023, utilizando o método do Fluxo de Caixa Descontado que foi complementado pela Avaliação Relativa, a recomendação é para **MANTER**.

Figura 9 - Receitas (milhões €)

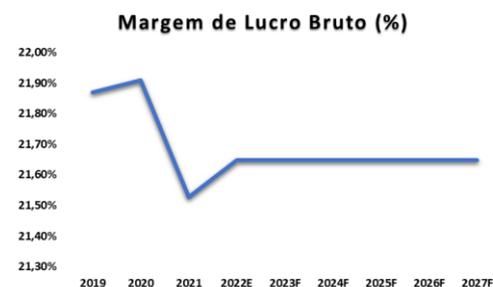


Fonte: Relatório e Contas, Autor

Esta recomendação assenta nos seguintes pontos-chave:

Liderança sólida na Polónia: Apesar do impacto da pandemia e da guerra, a Biedronka mais uma vez superou os seus concorrentes, consolidando a sua posição de líder no retalho alimentar na Polónia, com 25,9% de quota de mercado, e receitas que renderam um aumento de 20,9% em 2022 comparativamente com o ano anterior. O Grupo planeia continuar a sua estratégia de expansão física de lojas, com a abertura prevista de mais de 100 lojas Biedronka por ano nos próximos anos. Espera-se que as receitas mantenham a sua dinâmica, impulsionando o crescimento sustentável do Grupo.

Figura 10 - Margem de Lucro Bruto (%)



Fonte: Relatório e Contas, Autor

Exploração de oportunidades de crescimento na Colômbia: A sua aposta mais ambiciosa e agressiva é com as lojas Ara, que estão a crescer a níveis sem precedentes. Segundo a estimativa, as receitas deverão crescer a uma taxa superior a 18% de 2022E a 2027F, atingindo 4.510 milhões de euros em vendas, mais do que duplicando os seus resultados atuais, tornando-se um futuro grande impulsionador de valor para o Grupo, aumentando a sua representação no total de vendas do Grupo dos atuais 7% para uma estimativa de 11,9% em 2027F.

Figura 11 - Margem de Lucro Operacional (%)



Fonte: Relatório e Contas, Autor

Olhando para os dados históricos da empresa durante o período 2019-2021, no qual as receitas apresentaram um crescimento de 12,08%, espera-se que as receitas continuarão a crescer ano após ano até 2027F, com um incremento de 80,95%, comparativamente com 2021.

No que concerne à Margem de Lucro Bruto, verificou-se uma tendência decrescente de 2019 a 2021, equivalente a 0,34 pontos percentuais, contudo prevê-se que cresça 0,12 p.p., mantendo-se estável durante o período 2022E - 2027F, fixando-se nos 21,6%.

À semelhança da Margem de Lucro Bruto, também a Margem de Lucro Operacional se manterá estável durante o período 2022E - 2027F, após um decréscimo de 0,5 p.p. no período 2019 - 2020.

De igual modo, a Margem de Lucro Líquido apresenta uma tendência de estabilidade, com um ligeiro crescimento em 2027F, mas com um crescimento acentuado, de 47,06%, quando comparado com 2020.

5. AVALIAÇÃO

5.1. FLUXO DE CAIXA LIVRE PARA A EMPRESA

A avaliação da JM foi efetuada através da utilização do método dos Fluxos de Caixa Descontados. A abordagem Fluxo de Caixa Livre para a Empresa (FCLE) foi utilizada, uma vez que a empresa apresenta uma alavancagem instável. Após o cálculo das receitas previstas para cada um dos segmentos de mercado, podemos consolidar os valores das receitas previstas para toda o Grupo.

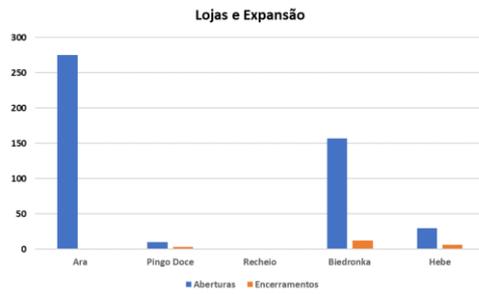
A Polónia, atualmente, é o maior segmento do Grupo, representando 70,7% do total das receitas, de acordo com o relatório da JM para o 3º trimestre de 2022. A empresa continua a apostar fortemente no segmento polaco, com o objetivo final de crescer e continuar a liderar o mercado retalhista daquele país.

Foi em Portugal que a empresa teve o seu lançamento e onde tem operado e continua a fazê-lo até hoje, mantendo a reputação ao longo dos anos. O segmento, no nosso país, representa 22,3% do valor total das receitas do Grupo. De acordo com o CEO da empresa, Pedro Soares dos Santos, existe um sentimento de enfraquecimento da economia portuguesa, a longo prazo, que pode ser explicado pela elevada inflação associada aos baixos rendimentos auferidos pelos portugueses, o que pode explicar o menor crescimento das lojas Pingo Doce e Recheio, quando comparadas com os homólogos colombianos e polacos.

Apesar do forte crescimento e investimento na Colômbia, este mercado representa, apenas, 7% do total das receitas, contudo existem boas perspetivas que esta aposta no mercado sul americano se traduza em números mais expressivos para a JM, tendo em conta a forte aposta que se verificou no último trimestre do ano de 2022.

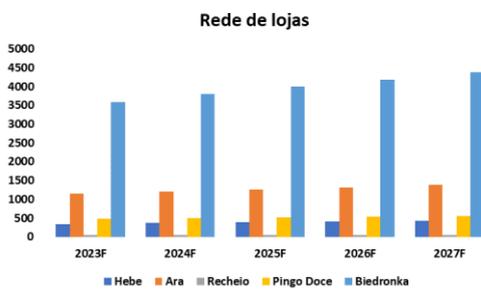
5.2. LOJAS E EXPANSÃO

Figura 12 - Lojas e expansão



Fonte: Relatório e Contas, Autor

Figura 13 - Previsão do número de lojas 2023F - 2027F



Fonte: Autor

No ano de 2022, na Colômbia, foram inauguradas 275 novas lojas Ara e apenas 1 fechou, traduzindo-se, assim em 274 adições líquidas. Em Portugal, o Pingo Doce abriu 10 novas lojas e houve 3 encerramentos, o que representa 7 adições líquidas, enquanto o Recheio abriu apenas 1 nova loja, no 3º trimestre do ano. Na Polónia, a Biedronka contou com 157 novas lojas e 12 encerramentos e a Hebe com 30 novas aberturas e 6 encerramentos, o que se traduz, respetivamente em 145 e 24 adições líquidas. No total, 473 novas lojas foram abertas, e 22 lojas foram encerradas. Na Colômbia, a Ara registou um crescimento de 33,46% em relação ao total de lojas em 2021, o que representa 58,14% de todas as lojas abertas durante esse ano. A Biedronka registou um crescimento de 4,46% quando comparado com o total de lojas em 2021, com uma representação de 33,19% de todas as novas lojas que abriram durante este período.

Ora, podemos concluir que 91,3% das novas aberturas do Grupo durante 2022 tiveram lugar na Colômbia e Polónia, que ganharam, assim, força dentro do Grupo e continuam a mostrar o seu crescimento contrariamente ao que acontece em Portugal, onde o crescimento foi residual.

Para o período 2023F - 2027F foi efetuada uma previsão mais contida no crescimento das lojas do Grupo, em relação ao que se verificou em 2022. Na Polónia, prevê-se um crescimento anual do número de lojas Biedronka a variar entre as 100 e 117, enquanto a Hebe terá entre 18 e 26 novas lojas abertas por ano neste mesmo período. Em Portugal não é previsível que haja novas aberturas ou encerramentos de lojas Recheio, enquanto o Pingo Doce deverá ter 6 novas lojas em funcionamento todos os anos entre 2023F e 2027F. Por fim, foi feita uma previsão de crescimento das lojas Ara abaixo do que se verificou nos últimos dois anos por se tratar de um mercado bastante instável onde as pequenas lojas mantêm uma elevada cota de mercado.

5.3. CUSTO DE CAPITAL MÉDIO PONDERADO

5.3.1. O Custo da Dívida

Tabela 1 - Síntese do Custo do Capital Próprio

	Portugal	Polónia	Colômbia
% Vendas	22,30%	70,70%	7,00%
Prémio de Risco das Ações (PRA)	9,23%	7,40%	9,23%
PRA ponderado pelas vendas	2,06%	5,23%	0,65%
PRA (Média Ponderada)	7,94%		
Beta Não Alavancado	0,51		
Beta Alavancado	0,98		
Rácio de Alavancagem Financeira	1,21		
Custo do Capital Próprio	10,21%		

Fonte: Autor

O custo da dívida é o retorno que uma empresa proporciona aos seus devedores e credores. Estes fornecedores de capital precisam de ser compensados por qualquer exposição ao risco que advém do empréstimo a uma empresa.

Uma vez que as taxas de juro observáveis desempenham um grande papel na quantificação do custo da dívida, é relativamente mais simples calcular o custo da dívida do que o custo do capital próprio. O custo da dívida não só reflete o risco de incumprimento de uma empresa, como também reflete o nível das taxas de juro no mercado. Além disso, é uma parte integrante do cálculo do Custo de Capital Médio Ponderado (CCMP) de uma empresa.

Tabela 2 - Síntese do Custo da Dívida e CCMP

Taxa de Imposto Efetiva	25,77%
Juros Pagos (Milhões €)	152
Empréstimos e Locações	3104
Custo da Dívida	3,64%
Capital Próprio/Ativos Totais	0,72
Dívida/Ativos Totais	0,28
CCMP	8,35%

Fonte: Autor

O Custo da Dívida foi calculado tendo como base os juros totais pagos, a partir de empréstimos e locações, dividido pelo total de empréstimos e locações presentes no Balanço, devidamente, ajustado à taxa de imposto efetiva, que culminou num Custo da Dívida de 3,64%.

O Custo do Capital Próprio, foi calculado através do modelo *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) e as taxas sem risco foram retiradas do *software* Eikon, tendo em conta as obrigações alemãs, que apresentam a taxa isenta de risco mais baixa da zona euro, no valor de 2,459%. O prémio de risco das ações foi retirado do *website* Damodaran, resultando nos seguintes dados: Portugal: 9,23%; Polónia: 7,40% e Colômbia: 9,23%. O prémio de risco das ações da empresa foi calculado como uma média ponderada dos 3 países, de acordo com as vendas em cada um deles, para acomodar os riscos divergentes que uma multinacional enfrenta.

Por fim, foram ainda recolhidos os dados dos betas não alavancados do setor em que a empresa opera em cada país e procedeu-se ao cálculo da média ponderada de acordo com as vendas em cada um dos países. Desta maneira calculou-se o beta alavancado e, assim, chegamos ao Custo do Capital Próprio. Deste modo, obteve-se um Custo de Capital Próprio de 10,21%.

Finalmente, foi calculado o CCMP, através da soma da multiplicação do rácio Dívida/Ativos Totais com o Custo da Dívida, com a multiplicação do rácio Capital Próprio/Ativos Totais com o Custo do Capital Próprio, chegando ao valor de 8,36%.

5.4. VALOR TERMINAL

Segundo Damodaran, a taxa de crescimento terminal não pode exceder a taxa de crescimento da economia em que a empresa opera, mas pode ser mais baixa.

Não há nada que nos impeça de assumir que as empresas maduras se tornarão uma parte menor da economia e pode, de facto, ser a hipótese mais razoável a fazer. Note-se que a taxa de crescimento de uma economia reflete as contribuições tanto das empresas jovens, de crescimento mais elevado, como das empresas maduras, de crescimento estável. Se as primeiras crescem a uma taxa muito superior à taxa de crescimento da economia, as segundas têm de crescer a uma taxa inferior.

A definição de uma taxa de crescimento estável inferior ou igual à taxa de crescimento da economia não só é coerente como também garante que a taxa de crescimento será inferior à taxa de desconto. Isto deve-se ao facto de existir uma ligação entre a taxa sem risco que entra na taxa de desconto e a taxa de crescimento da economia.

A longo prazo, a taxa real sem risco convergirá para a taxa de crescimento real da economia, e a taxa nominal sem risco convergirá para a taxa de crescimento real da economia.

Ao aplicar a taxa de crescimento terminal ao FCLE ao invés das vendas leva ao pressuposto que tanto o Lucro Líquido Depois de Impostos como o Reinvestimento crescem a essa mesma taxa.

5.5. ANÁLISE DE SENSIBILIDADE

Através desta análise podemos observar o resultado de algumas variações das métricas mais relevantes sobre o preço das ações. Para efetuar esta análise foram definidas como variáveis mais importantes o CCMP, a Taxa de Crescimento Terminal e a Margem EBIT.

Como se pode observar na tabela 4, obteve-se um preço por ação de 19,24€, para um CCMP de 8,35% e uma Taxa de Crescimento Terminal de 2,459%. Assumindo um cenário onde a inflação se mantém constante, o preço por ação varia entre 14,11€ e 31,50€.

Tabela 3 - Valor de mercado por ação

	2023
VE (Em Milhões)	13 891 €
VE	13 890 917 322 €
Ações	629 293 220
Ações em circulação	628 434 220
VE por ação	22,10 €
+ Dinheiro e Equivalentes	1 301 760 228 €
- Dívida	3 103 676 667 €
Valor de Mercado	12 089 000 883 €
Valor de Mercado por Ação	19,24 €
Descida Potencial	-4,20%

Fonte: Autor

Tabela 4 - Valor por ação: Análise de sensibilidade ao CCMP e Taxa de Crescimento Terminal

WACC	Taxa de Crescimento Terminal						
	1,75%	2,00%	2,25%	2,46%	2,75%	3,00%	3,25%
7,00%	22,71 €	23,81 €	25,02 €	26,14 €	27,88 €	29,58 €	31,50 €
7,50%	20,39 €	21,28 €	22,26 €	23,16 €	24,53 €	25,86 €	27,34 €
8,00%	18,44 €	19,18 €	19,98 €	20,71 €	21,82 €	22,88 €	24,05 €
8,35%	17,24 €	17,89 €	18,60 €	19,24 €	20,20 €	21,12 €	22,12 €
8,50%	16,78 €	17,40 €	18,07 €	18,67 €	19,59 €	20,45 €	21,39 €
9,00%	15,35 €	15,88 €	16,44 €	16,95 €	17,71 €	18,43 €	19,20 €
9,50%	14,11 €	14,56 €	15,04 €	15,47 €	16,11 €	16,71 €	17,36 €

Fonte: Autor

A escalada da inflação pode ter um elevado impacto nas margens de rentabilidade da JM, e como consequência, também, a Margem EBIT poderá ser afetada. De acordo com a tabela 5, assumindo um valor constante do CCMP (8,35%), num cenário onde a inflação seja elevada o preço será de 17,18€ por ação, enquanto num cenário de baixa inflação, o preço por ação será de 21,09€. Contudo o Grupo poderá tentar amenizar o efeito da inflação de maneira que a margem de rentabilidade se mantenha elevada.

Tabela 5 - Valor por ação: Análise de sensibilidade ao CCMP e Margem EBIT

WACC	Margem EBIT						
	3,69%	3,78%	3,88%	3,98%	4,08%	4,18%	4,28%
7,00%	23,46 €	24,27 €	25,10 €	26,14 €	26,80 €	27,67 €	28,56 €
7,50%	20,75 €	21,47 €	22,22 €	23,16 €	23,75 €	24,53 €	25,33 €
8,00%	18,52 €	19,18 €	19,86 €	20,71 €	21,25 €	21,96 €	22,69 €
8,35%	17,18 €	17,80 €	18,44 €	19,24 €	19,74 €	20,41 €	21,09 €
8,50%	16,67 €	17,27 €	17,89 €	18,67 €	19,17 €	19,82 €	20,49 €
9,00%	15,10 €	15,66 €	16,23 €	16,95 €	17,40 €	18,00 €	18,62 €
12,50%	13,75 €	14,27 €	14,80 €	15,47 €	15,89 €	16,45 €	17,02 €

Fonte: Autor

5.6. AVALIAÇÃO RELATIVA

Tabela 6 - Rácios de atividade

	Carrefour	Tesco	Sainsbury	Exito	Sonae	Dino Polska	Média
VE/Vendas	0,19	0,43	0,40	0,28	0,49	1,39	0,51
VE/EBITDA	3,38	6,59	5,84	3,33	5,86	15,03	6,88
Preço/Rendimentos	9,75	11,57	12,8	3,16	11,64	23,27	12,90
Preço/Fluxo de Caixa	3,27	6,24	4,34	4,47	1,67	16,23	6,56
Preço/Valor Contabilístico	1,00	1,17	0,75	0,72	0,63	6,39	1,83

Fonte: Refinitiv Eikon, Autor

Nota: VE: Valor da Empresa; EBITDA: *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*

De modo a efetuar a avaliação relativa, foi selecionado um grupo de seis empresas, baseado na localização geográfica e no tipo de indústria em que se inserem. Desta forma foi selecionada a Sonae, por se tratar do maior concorrente da JM, em Portugal e o Carrefour, Tesco e Sainsbury por se tratar de grandes empresas europeias do setor da distribuição e do retalho alimentar. Foram também escolhidos os maiores retalhistas do mercado polaco e colombiano, a Dino Polska e o Grupo Exito, respetivamente, já que são dois mercados onde a JM opera. Foram estimados vários múltiplos, tendo em conta o Valor da Empresa (VE) e o Preço, para cada uma das empresas anteriormente mencionadas e por fim foi calculada a média de cada múltiplo.

Tabela 7 - Avaliação dos múltiplos

Avaliação dos Múltiplos	
VE/Vendas	13,80 €
VE/EBITDA	15,28 €
Preço	14,54 €
Descida potencial	27,59%
Preço a 17 de fevereiro de 2023	20,08 €

Fonte: Refinitiv Eikon, Autor

De acordo com os cálculos efetuados, a JM apresenta valores acima da média dos seus concorrentes em todos os rácios, exceto no rácio VE/Vendas. O rácio VE/EBITDA apresenta um valor ligeiramente superior à média dos concorrentes. Normalmente, valores abaixo de 10 neste rácio são considerados saudáveis, pelo que o Grupo apresenta um bom valor no que concerne a esta métrica. O rácio Preço/Rendimentos é aquele em que o Grupo apresenta um valor muito superior quando comparado com a média dos seus pares. Este valor elevado poderá significar que o stock da JM está sobrevalorizado ou que os investidores estão à espera de elevadas taxas de crescimento no futuro.

Por fim, também os rácios Preço/Fluxo de Caixa e Preço/Valor Contabilístico se encontram acima da média dos concorrentes. O primeiro indica-nos a relação entre o preço atual das ações do Grupo relativamente à quantidade de dinheiro gerado, enquanto o segundo nos indica que o valor da JM em bolsa supera o valor total dos ativos líquidos. Conclui-se, através da observação e análise de todas as métricas, que a JM está sobrevalorizada.

Através da avaliação relativa a recomendação é vender com um preço médio de 14,54€ e uma descida potencial de 27,59 %.

6. ANÁLISE FINANCEIRA

Tabela 8 - Pontos Financeiros Fulcrais

Pontos Financeiros Fulcrais	2019	2020	2021	2022E	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Receitas	18638	19293	20889	25369	29009	30637	32472	34523	36707
EBIT	706	639	806	972	1161	1226	1299	1381	1469
Lucro Líquido Depois de Impostos	421	323	484	592	708	746	790	841	896
Variações no Fundo de Maneio	220	246	375	-31	256	872	257	287	305
CAPEX	-577	-510	-604	-642	-656	-669	-682	-694	-706
FCLE	442	452	364	902	759	194	867	901	950
FCLA	339	301	250	773	605	29	692	716	755
Rácios de Rentabilidade									
Margem de Lucro Bruto	21,9%	21,9%	21,5%	21,6%	21,6%	21,6%	21,6%	21,6%	21,6%
Margem de Lucro Líquido	2,3%	1,7%	2,3%	2,3%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%
<i>Return os Assets (ROA)</i>	5,1%	3,4%	7,5%	5,5%	6,1%	5,7%	5,6%	5,6%	5,7%
<i>Return on Equity (ROE)</i>	20,8%	15,7%	21,6%	23,2%	26,7%	26,3%	25,8%	25,4%	25,0%
Rácios de Solvência									
Dívida/Capital Próprio	1,58	1,39	1,25	1,21	1,31	1,26	1,21	1,17	1,12
Rácio de Cobertura de Juros	4,50	3,55	5,23	5,59	5,61	5,54	5,52	5,56	5,61
Rácios de Liquidez									
Rácio de Liquidez	0,48	0,51	0,58	0,57	0,66	0,73	0,77	0,80	0,84
Rotação do Inventário	14,40	14,90	15,70	16,16	15,68	15,10	15,12	15,15	15,15
Rotação de Contas a Receber	42,50	45,60	47,50	46,79	39,91	35,13	35,19	35,25	35,25
Rotação de Contas a Pagar	3,65	3,61	3,67	4,02	4,16	3,81	3,63	3,63	3,63

A métrica mais significativa e que melhor transmite o desempenho de qualquer empresa são as receitas, pois desta forma pode observar-se se a empresa está ou não em fase de crescimento. O aumento significativo das vendas está relacionado com o aumento do número de lojas – exponencial na Colômbia no último trimestre de 2022 – associado à taxa de inflação elevada que se verifica nos países onde a JM opera. Não é de esperar que a inflação afete as margens de lucro do Grupo, uma vez que a mesma é transmitida ao consumidor final, através do aumento do preço dos bens.

O lucro operacional, vulgarmente conhecido pela sua sigla em inglês EBIT, revela-nos um crescimento estimado de 14,78% para 2023F, relativamente inferior ao crescimento de 2022E, e um crescimento esperado de 6,93% de 2024F a 2027F.

O lucro líquido depois de impostos apresenta um crescimento superior ao do lucro operacional, o que pode ser revelador de um posicionamento financeiro do Grupo virado para a gestão da sua estrutura de capital e da dívida.

A variação do fundo de maneo apresenta um resultado negativo em 2022E, o que poderá significar que no curto prazo a JM poderá não ter a liquidez desejada, contudo em 2024F o valor disparará para 904 milhões de euros, o que representa uma boa almofada financeira para o Grupo.

O FCLE pode ser usado como medida de valor de uma empresa e de acordo com os dados obtidos, não existe uma tendência estável de crescimento ou redução desta métrica, contudo prevê-se um crescimento de 2024F até 2027F.

Já o Fluxo de Caixa Livre para o Acionista (FCLA) também não é estável, tal como o FCLE, e a previsão é de crescimento de 2024F até 2027F.

O ROA é uma medida de rentabilidade utilizada para analisar o retorno gerado pelos ativos totais da empresa e espera-se que em 2023F cresça 0,6% comparativamente com 2022E, até que estabilize em 5,7% a partir de 2026F.

Quanto ao ROE que é a designação anglo-saxónica da rentabilidade dos capitais próprios é esperado um crescimento próximo dos 4 p.p. em 2023F quando comparado com 2022E e durante o período 2023F - 2027F prevê-se um decréscimo de 0,4 p.p. por ano. O crescimento acentuado em 2023F poderá ser explicado pela política de investimento agressiva adotada pela JM ao longo dos anos e que se traduz em resultados expressivos desde 2020.

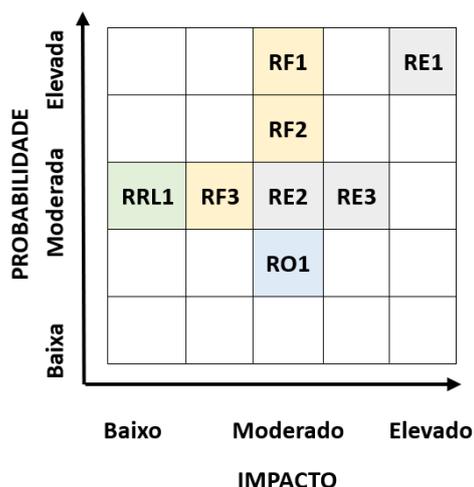
No que diz respeito aos rácios de solvência foram analisados três: o rácio D/E, o rácio de alavancagem financeira e o rácio de cobertura de juros. Prevê-se um crescimento do rácio D/E para 2023F de 10,74%, contudo é expectável que este valor diminua de maneira constante até 2027F até atingir o valor de 2022E. O rácio de alavancagem financeira apresenta uma tendência de crescimento até 2025F, e após esse ano o valor tenderá a decrescer, mantendo-se, contudo, superior aos valores apresentados durante o período 2019 - 2023F.

Por fim, o rácio de cobertura de juros deverá crescer 1,58 p.p. à semelhança do que deverá acontecer com a margem EBIT.

Prevê-se que a liquidez da JM continue a melhorar ao longo do tempo, tal como se pode observar através dos rácios calculados e que se encontram na tabela 8. O Rácio de Liquidez e a Rotação do Inventário apresentam uma tendência de crescimento, enquanto os rácios Rotação de Contas a Receber e Rotação de Contas a Pagar apresentam uma tendência de estabilidade para o período 2024F - 2027F. Esta melhoria na liquidez do Grupo está diretamente relacionada com os fluxos de caixa operacionais que o Grupo irá gerar no longo prazo.

O rácio Rotação do Inventário apresenta um crescimento ténue, tal como mencionei anteriormente, o que significa que existe uma previsão otimista no que concerne aos fluxos de caixa futuros. O valor de 15,68 em 2023F significa que, em média, o stock da JM se mantém armazenado durante cerca de 25 dias, de acordo com a fórmula $(\text{Inventário}/\text{CMV} \times 365)$. Quanto ao rácio Rotação de Contas a Receber, apesar de ter tido um crescimento durante o período 2019 - 2021, prevê-se um decréscimo no período 2022E - 2024F e novo crescimento ligeiro em 2025F - 2027F, refletindo o efeito da desaceleração da economia provocada pela guerra e pela elevada inflação.

Figura 14 - Matriz de Risco



Fonte: Relatório e Contas, Autor

7. RISCOS DE INVESTIMENTO

7.1. RISCOS ECONÓMICOS

7.1.1. Risco Geopolítico (RE1)

Probabilidade: Elevada | Impacto: Elevado

A guerra da Ucrânia teve um impacto significativo nos preços globais dos alimentos, particularmente nos cereais, porque o conflito perturbou a produção agrícola no país, que é um dos maiores exportadores mundiais de cereais. Além disso, a imposição de sanções à Rússia, outro grande exportador de cereais, também contribuiu para o aumento do preço dos alimentos, afetando os custos de muitos retalhistas, como a JM. Conclui-se que o risco geopolítico tem probabilidade e impacto elevados que são representativos não só para a JM como para todos os seus concorrentes.

7.1.2. Risco de Tributação (RE2)

Probabilidade: Moderada | Impacto: Moderado

Uma vez que o Grupo opera em três países: Portugal, Polónia e Colômbia, e planeia expandir-se para novos mercados, a empresa enfrenta a exposição a vários códigos fiscais. Um aumento nas taxas de imposto resultará numa diminuição dos lucros. O governo português aplicará um imposto extraordinário de 33% às empresas do sector da Energia e Distribuição Alimentar que em 2022 registaram lucros de 20% acima da média dos lucros líquidos dos últimos quatro anos, o que inclui a JM. Na Polónia, foi, recentemente, introduzido um imposto destinado aos grandes retalhistas que têm vantagens de preço, equivalente a 1,4% das vendas.

7.1.3. Inovação & Concorrência (RE3)

Probabilidade: Moderada | Impacto: Moderado

Nos últimos anos, o comércio eletrónico tem-se tornado cada vez mais importante devido à conveniência e flexibilidade que oferece tanto às empresas como aos consumidores. Além disso, a procura pelo comércio eletrónico tem sido exponenciada pela pandemia, especialmente para os retalhistas de alimentos, uma vez que muitas lojas físicas fecharam, e as pessoas recorreram às compras em linha como uma alternativa mais segura, apesar de incorrerem em custos extraordinários associados ao transporte.

7.2. RISCOS FINANCEIROS

7.2.1. Risco de Inflação (RF1)

Probabilidade: Elevada | Impacto: Moderado

A JM é uma empresa que depende dos preços da energia, pelo que a inflação pode ter um impacto negativo, refletindo-se, sobretudo nos custos de transporte. A inflação afeta não só os custos de transporte, mas, também, o custo de construção e remodelação das suas lojas e de maneira a mitigar o efeito da inflação nas suas operações, o Grupo pretende passar parte desta inflação para o consumidor final e isso acontece através do aumento do preço dos bens. Embora o retalho seja um setor que sofre muito com a inflação, acredito que o impacto dos riscos relacionados com a inflação é apenas moderado, ainda que a sua probabilidade seja elevada devido às relações estáveis com os fornecedores.

7.2.2. Risco da taxa de juro (RF2)

Probabilidade: Moderada | Impacto: Moderado

O risco de mercado considera o impacto na avaliação da JM como um ativo, uma vez que altera a taxa de desconto que os investidores aplicam quando avaliam investimentos. Com taxas de juro mais elevadas, os investidores exigem mais retorno para o seu capital investido. Uma vez que a maior parte da dívida da empresa é com taxa de juro fixa, pode considerar-se este risco com uma probabilidade baixa.

7.2.3. Risco cambial (RF3)

Probabilidade: Moderada | Impacto: Moderado

O Grupo está exposto ao risco cambial porque opera em três países com três moedas diferentes: o Euro, o Złoty e o Peso Colombiano. A maior parte das receitas da JM encontram-se em Złoty, o que significa que as variações cambiais associadas a esta moeda são relevantes para a empresa. Além disso, o rápido crescimento das operações na Colômbia, significa que o fator cambial associado ao Euro e ao Peso Colombiano será cada vez mais importante ao longo do tempo. Historicamente, a tendência não tem sido favorável à JM, que consolida as suas contas em euros, o que normalmente segue uma tendência de valorização em relação ao peso colombiano e ao polaco Złoty, e como o Grupo está a planear estratégias expansionistas agressivas tanto na Colômbia como na Polónia, que estão a tornar-se

relativamente maiores do que as operações da JM em Portugal, espera-se que este risco aumente.

7.3. RISCOS OPERACIONAIS

7.3.1. Cadeia de abastecimento (R01)

Probabilidade: Moderada | Impacto: Moderada

A pandemia afetou a disponibilidade de bens e serviços, bem como o transporte e logística de mercadorias, pelo que as perturbações da cadeia de abastecimento marcaram 2020 para muitas empresas, incluindo a JM. Não só a pandemia afetou as operações a nível mundial, como o conflito armado na Ucrânia causou grandes ruturas nas cadeias de abastecimento mundiais devido ao choque da produção agrícola no país e à destruição das rotas que traziam esses produtos até ao resto da Europa. Estes acontecimentos sublinham a importância de ter uma cadeia de abastecimento robusta e diversificada para a manutenção das operações do Grupo. O negócio no setor agroalimentar, atualmente a operar em Portugal, apresenta-se como uma solução de maneira a mitigar os efeitos das perturbações anteriormente mencionadas, assegurando a produção e fornecimento regulares aos clientes.

7.4. RISCOS REGULAMENTARES E LEGAIS

7.4.1. Risco Regulamentar e Legal (RRL1)

Probabilidade: Moderada | Impacto: Baixo

Em 2018, o governo polaco implementou a lei "*Sunday Trading ban*", onde grandes retalhistas são obrigados a fechar aos domingos. Além disso, as autoridades *antitrust* têm uma forte presença em Portugal e na Polónia, criando pressão sobre as operações da JM, contrariamente ao que acontece na Colômbia. A indústria retalhista é caracterizada por uma elevada rotatividade de trabalhadores, onde os grandes retalhistas empregam um número considerável de trabalhadores todos os anos, normalmente perto do salário mínimo, pelo que a empresa está sujeita ao risco de um aumento do salário mínimo, que está, normalmente, associado à taxa de inflação, o que criará pressão sobre os custos laborais e reduzirá as margens de lucro.

8. AMBIENTAL, SOCIAL E ADMINISTRATIVO (ESG)

Figura 15 - Emissões de carbono ajustadas às vendas



Fonte: Relatório e Contas

8.1. AMBIENTAL

O Grupo Jerónimo Martins fez progressos bastante significativos na redução do seu impacto ambiental, com um notável enfoque na redução do consumo de energia e água, na produção de resíduos, e no desperdício alimentar, estando próximo dos melhores da indústria e, em geral, acima dos seus pares. Com algumas das medidas mencionadas abaixo, a empresa tem colocado baixo risco ambiental, mantendo uma pontuação ambiental estável nos últimos anos.

Para o período 2021 - 2023, o Grupo estabeleceu, o objetivo de redução das emissões de carbono em pelo menos 40% por cada €1.000 em receitas, quando comparado com 2017. Nos relatórios apresentados em 2021, verifica-se que a JM reduziu as emissões de carbono de âmbito 1 e 2 em 48% por cada €1.000 de vendas, cumprindo, assim, este objetivo.

Relativamente ao consumo de energia, cerca de 36% do consumo total de energia é renovável (2021) e está a aumentar (34% em 2020), e há um aumento do investimento na produção de energia renovável, especialmente na Polónia. Em 2017, foi também fixada uma meta para o consumo de energia para o período 2021 - 2023, visando uma redução de 10% por cada €1.000 em vendas. Em 2021, o consumo tinha sido reduzido em 11%, cumprindo, assim, o objetivo.

8.2. SOCIAL

A nível empresarial, a taxa de rotatividade dos funcionários da JM era de 27,7% no final de 2021, o que significa que por cada 100 colaboradores que se mantiveram no final desse ano, 27,7 saíram da empresa, durante o mesmo período. O número de colaboradores promovidos ultrapassou os 17.400, ministraram-se cerca de 5,6 milhões de horas de formação, correspondendo a um aumento de 44,5% face a 2020 e foram atribuídos prémios, no valor de 217 milhões de euros, que é um sinal demonstrativo da capacitação promovida e do reconhecimento da empresa perante os seus funcionários.

A pontuação social da empresa (93) está muito acima da média da indústria (53) e muito próxima dos melhores (95). Esta pontuação é sustentada, principalmente, pelos seus pilares "Força de Trabalho" e "Responsabilidade

pelo Produto". O rácio salarial decrescente do Grupo (97,6% em 2021 vs. 96,5% em 2020), os esforços de igualdade de género, o aumento da representação feminina na gestão de topo, e a formação dos trabalhadores são considerados os seus pontos sociais fortes. No entanto, a empresa está atrasada em matéria de privacidade e segurança de dados e comportamento empresarial. Nos últimos anos, a JM tem-se envolvido em atividades comerciais controversas excessivas vezes, desde a fixação de preços, abuso de poder de negociação contra fornecedores e marketing desonesto. Este comportamento teve, de facto, impacto na sua reputação, reduzindo a pontuação de 85 para 57 ao ter em conta as controvérsias, e os pagamentos de multas, no valor de 124 milhões de euros e 198 milhões de euros em 2021 e 2020, respetivamente.

8.3. ADMINISTRATIVO

A estrutura de gestão é liderada pelo Conselho de Administração, composto pelo seu Presidente e Administrador-Delegado e nove Administradores. A Direção Executiva dá apoio ao Administrador-Delegado na gestão corrente dos negócios da sociedade.

Pedro Soares dos Santos é o Administrador-Delegado desde abril de 2010 e, também, Presidente do Conselho de Administração desde 18 de dezembro de 2013.

Iniciou a sua carreira profissional no Grupo Jerónimo Martins em 1983, como assistente de compras na área de perecíveis do Pingo Doce, ingressando, mais tarde, na Direção de Operações, como Gerente de Loja.

Em 1985, desempenhou funções nas áreas de Vendas e Marketing da Iglo/Olá (atual Unilever Fima) e, em 1990, ingressou no Recheio/Arminho, onde assumiu vários cargos incluindo o de Diretor de Operações. Em 1995, foi nomeado Diretor-Geral do Recheio e eleito Administrador de Jerónimo Martins, SGPS, S.A.

Tornou-se, em 1999, responsável pelas Operações na Polónia e no Brasil e, em 2001, assumiu também a responsabilidade pela área da Distribuição do Grupo em Portugal.

A sociedade tem vários administradores não-executivos, entre eles, Andrzej Szlęzak desde 10 de abril de 2013, António Viana-Baptista desde 9 de abril de 2010, tendo ainda desempenhado funções como membro da Comissão

de Auditoria desta sociedade nos mandatos 2010-2012 e 2013-2015 e, ainda, Artur Stefan Kirsten desde 9 de abril de 2015.

Clara Christina Streit é, à semelhança de Artur Stefan Kirsten, Administradora Não-Executiva da Sociedade desde 9 de abril de 2015, sendo, também, atualmente Presidente da Comissão de Auditoria da Sociedade e membro do Conselho de Supervisão da Deutsche Börse AG, desempenhando atualmente funções na Comissão de Nomeações.

Entre os vários administradores não-executivos encontram-se Elizabeth Ann Bastoni desde 11 de abril de 2019, tendo sido Presidente da Comissão de Vencimentos do Grupo Jerónimo Martins entre 2016 e 2018. São ainda membros do Conselho de Administração desde essa mesma data, José Soares dos Santos e María Ángela Holguín. São ainda membros, Francisco Seixas da Costa e Sérgio Tavares Rebelo desde 10 de abril de 2013.

A mais recente membro do Conselho de Administração é Natalia Anna Olyneq que exerce o cargo desde 21 de abril de 2022.

Clara Christina Streit, Elizabeth Ann Bastoni e Sérgio Tavares Rebelo são ainda membros do Conselho de Auditoria da Sociedade.

A empresa detém atualmente 859 mil ações próprias adquiridas em 1999. As instituições representam 27,15% da propriedade, sendo a Comgest o maior acionista institucional com 2,06% de propriedade. Com a maior percentagem de propriedade de cerca de 56,14%, a Sociedade Francisco Manuel dos Santos é o principal acionista da empresa. Consideramos os interesses a longo prazo da empresa bem alinhados, dado que o CEO e Presidente do Conselho de Administração é um membro da família que é o acionista maioritário da empresa. Embora não existam restrições em relação aos acionistas minoritários, com controlo maioritário, a sua influência é prejudicada.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

CFI Team. (1 de fevereiro de 2023). Cost of debt. Obtido de CFI: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/cost-of-debt/>

Costa, M. (26 de julho de 2022). Lucros da dona do Pingo Doce crescem 40% até junho para 261 milhões. Obtido de Dinheiro Vivo: <https://www.dinheirovivo.pt/empresas/lucros-da-dona-do-pingo-doce-crescem-40-ate-junho-15049066.html>

Damodaran, A. (janeiro de 2023). Obtido de Damodaran Online: https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

Deco Proteste. (2022). Return on Equity (ROE). Obtido de: <https://www.deco.proteste.pt/investe/lexicon/r/return-on-equity-roe>

Dino Polska. (2022). Dino's network has 2,069 stores; 256 new store openings since the beginning of 2022. Obtido de Dino Polska: <https://grupadino.pl/en/dinos-network-has-2069-stores256-new-store-openings-since-the-beginning-of-2022/>

Do Mar, D. (15 de março de 2022). Mercadona mais do que duplicou vendas em Portugal em 2021 para 415 milhões de euros. Obtido de Jornal de Negócios: <https://www.jornaldenegocios.pt/empresas/detalhe/mercadona-mais-do-que-duplicou-vendas-em-portugal-em-2021-para-415-milhoes-de-euros>

Fonseca, J. M. (3 de novembro de 2022). Desemprego estabiliza nos 6% em setembro na UE. Portugal está ligeiramente acima da média. Obtido de Eco: <https://eco.sapo.pt/2022/11/03/desemprego-estabiliza-nos-6-em-setembro-na-ue-portugal-esta-ligeiramente-acima-da-media/>

Fundo Monetário Internacional (janeiro de 2023). Obtido de Fundo Monetário Internacional: <https://www.imf.org/en/Home>

Fundo Monetário Internacional. (outubro de 2022). A inflação atinge máximos num cenário de baixo crescimento. Obtido de Fundo Monetário Internacional: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2023/01/31/world-economic-outlook-update-january-2023>

Jerónimo Martins. (2022). Relatório e Contas Anual 2021.

Jerónimo Martins. (2022). <https://www.jeronimomartins.com/pt/sobre-nos/conselho-de-administracao/>

Jerónimo Martins. (2022). <https://www.jeronimomartins.com/pt/sobre-nos/onde-estamos/jm-na-colombia/>

Jerónimo Martins. (2022). <https://www.jeronimomartins.com/pt/sobre-nos/quem-somos/a-nossa-abordagem/>

Jerónimo Martins. (2022). <https://www.jeronimomartins.com/pt/sobre-nos/quem-somos/perfil-do-grupo/>

APÊNDICES

Tabela 9 - Demonstração de Resultados

Demonstração de Resultados (Milhões €)	2019	2020	2021	2022E	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Receitas	18638	19293	20889	25369	29009	30637	32472	34523	36707
Custo das Vendas	-14563	-15067	-16392	-19877	-22729	-24005	-25443	-27050	-28761
Lucro Bruto	4076	4227	4497	5492	6280	6632	7029	7473	7946
Margem de Lucro Bruto (%)	21,87%	21,91%	21,53%	21,65%	21,65%	21,65%	21,65%	21,65%	21,65%
Custos de Distribuição	-3031	-3203	-3306	-4009	-4584	-4841	-5131	-5456	-5801
Custos Administrativos	-322	-334	-351	-429	-490	-518	-549	-583	-620
Outros ganhos/perdas operacionais	-16	-50	-34	-39	-45	-47	-50	-53	-57
Despesas de Venda, Gerais e Administrativas	-3369	-3587	-3691	-4477	-5119	-5406	-5730	-6092	-6477
Lucro Operacional	706	639	806	1015	1161	1226	1299	1381	1469
Margem de Lucro Operacional (%)	3,8%	3,3%	3,9%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Custos Financeiros Líquidos	-159	-180	-154	-174	-207	-221	-235	-249	-262
Ganhos ou perdas em outros investimentos	2	-	-	-	-	-	-	-	-
Lucro antes de impostos	549	459	652	841	954	1004	1064	1133	1207
Imposto	-128	-136	-168	-217	-246	-259	-274	-292	-311
Interesses não controlados	31	11	21	43	49	52	55	58	62
Jerónimo Martins Shareholders	390	312	463	582	659	694	735	783	834
Ganhos por acção básicos e diluídos (€)	1	0	1	1	1	1	1	1	1

Tabela 10 - Balanço

Balanço (Milhões €)	2019	2020	2021	2022E	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Ativos Tangíveis	3970	3817	3993	4406	4567	4726	4880	5029	5172
Ativos Intangíveis	794	757	757	739	739	739	739	739	739
Propriedades de Investimento	9	9	8	9	9	9	9	9	9
Ativos de direito de uso	2335	2167	2248	2290	2290	2290	2290	2290	2290
Ativos Biológicos	3	3	5	7	7	8	9	10	11
Investimentos em <i>joint ventures</i> e associadas	5	6	13	15	15	15	15	15	15
Outros Investimentos Financeiros	1	1	2	19	19	19	19	19	19
Trade debtors, accrued income and deferred costs	87	70	57	58	58	58	58	58	58
Ativos por impostos diferidos	138	163	175	175	175	175	175	175	175
Ativos Não Correntes Totais	7342	6993	7258	7718	7879	8039	8194	8344	8489
Inventário	1039	974	1108	1352	1547	1633	1731	1841	1957
Ativos Biológicos	6	5	7	9	9	10	10	11	12
Imposto sobre rendimentos	11	17	23	23	23	23	23	23	23
Instrumentos financeiros derivados	-	4	1	2	2	2	2	2	2
Dinheiro e equivalentes	929	1041	1494	1302	2033	3114	3602	4142	4725
Ativos Correntes Totais	2458	2488	3161	3294	4461	5678	6318	7028	7792
Ativos Totais	9752	9428	10368	11011	12341	13717	14512	15372	16281
Capital Social	629	629	629	629	629	629	629	629	629
Prémios de emissão de ações	22	22	22	22	22	22	22	22	22
Ações Próprias	-6	-6	-6	-6	-6	-6	-6	-6	-6
Outras Reservas	-67	-129	-140	-205	-245	-258	-273	-291	-310

Lucros Retidos	1396	1491	1773	1875	2072	2307	2561	2832	3123
Interesses Não Controlados	254	249	254	254	254	254	254	254	254
Total do Capital Próprio	2228	2256	2532	2569	2726	2948	3186	3440	3712
Empréstimos	309	364	347	255	381	412	445	480	518
Responsabilidades com o arrendamento	1999	1897	1993	2199	2280	2359	2436	2510	2582
Benefícios para os funcionários	70	70	70	72	72	72	72	72	72
Provisões para riscos e contingências	28	33	34	45	45	45	45	45	45
Responsabilidades fiscais diferidas	71	66	66	71	71	71	71	71	71
Passivo Não Corrente Total	2478	2431	2511	2643	2849	2960	3070	3179	3289
Empréstimos	424	160	113	215	466	485	506	529	553
Responsabilidades com o arrendamento	385	377	394	435	451	466	482	496	510
Instrumentos financeiros derivados	3	4	3	4	4	4	4	4	4
Imposto sobre o rendimento	52	50	47	33	39	42	44	47	50
Passivo Corrente Total	5046	4741	5325	5800	6765	7809	8256	8753	9279
Passivo Total	7524	7172	7836	8443	9615	10769	11326	11932	12569
Total do Capital Próprio e Passivo	9752	9428	10368	11011	12341	13717	14512	15372	16281

Tabela 11 - Fluxos de Caixa

Fluxos de Caixa (Milhões €)	2019	2020	2021	2022E	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Dinheiro gerado pelas operações	1647	1623	1931	1744	2225	2923	2397	2524	2645
Impostos pagos	-154	-174	-174	-217	-246	-259	-274	-292	-311
Fluxo de caixa das atividades operacionais	1492	1449	1756	1528	1979	2664	2123	2232	2334
Alienação de ativos corpóreos e incorpóreos	2	4	6	7	7	7	7	8	8
Alienação de outros investimentos financeiros e propriedades de investimento	5	-	-	-	-	-	-	-	-
Juros recebidos	4	2	1	1	1	1	1	1	1
Dividendos recebidos	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Aquisição de activos corpóreos e incorpóreos	-576	-514	-584	-644	-668	-691	-714	-735	-756
Aquisição de outros investimentos financeiros e propriedades de investimento	-	-	-33	-	-	-	-	-	-
Aquisição de negócios	-2	0	-6	-2	-2	-2	-2	-2	-2
Depósitos colaterais associados à dívida financeira	-	19	-	-	-	-	-	-	-
Fluxo de caixa das atividades de investimento	-567	-488	-617	-638	-662	-685	-707	-729	-749
Juros de empréstimos pagos	-33	-28	-22	-22	-22	-22	-22	-22	-22
Juros de arrendamento pagos	-133	-127	-130	-130	-130	-130	-130	-130	-130
Variação líquida nos empréstimos	100	-146	-40	49	257	473	145	146	147
Locações pagas	-265	-274	-286	-316	-327	-339	-350	-360	-370
Dividendos pagos	-220	-232	-198	-262	-297	-312	-331	-352	-375
Fluxo de caixa das atividades de financiamento	-549	-807	-676	-680	-519	-330	-687	-718	-750
Dinheiro e equivalentes no início do ano	546	929	1041	1494	1689	2474	4110	4825	5597
Alterações líquidas em dinheiro e equivalentes	376	153	463	209	799	1650	729	786	834
Efeito das diferenças de conversão de moeda	8	-41	-10	-14	-14	-14	-14	-14	-14
Dinheiro e equivalentes no fim de dezembro	929	1041	1494	1689	2474	4110	4825	5597	6417

Tabela 12 - Avaliação Relativa

Avaliação relativa	Carrefour SA	Tesco PLC	Sainsbury	Exito	Sonae	Dino Polska	Peers Average	JM
Rácios de Rentabilidade								
Margem de Lucro Bruto	20,89%	7,78%	7,88%	25,99%	20,38%	24,87%	17,96%	21,65%
Margem de Lucro Líquido	1,70%	2,50%	2,30%	3,50%	3,90%	6,00%	3,32%	2,34%
<i>Return on Assets</i> (ROA)	2,65%	3,21%	2,60%	3,64%	3,37%	12,64%	4,69%	5,54%
<i>Return on Equity</i> (ROE)	10,12%	10,97%	8,95%	7,26%	10,16%	30,18%	12,94%	23,23%
Rácios de Solvabilidade								
Dívida/Capital Próprio	1,54	0,98	0,88	0,36	1,02	0,48	0,96	1,21
Rácios de Liquidez								
Rácio Atual	0,80	0,73	0,68	0,89	0,79	0,66	0,76	0,57
Rácio de Liquidez Reduzida	0,54	0,59	0,50	0,57	0,52	0,20	0,49	0,33
Rácios de Atividade								
Rotação do Inventário	10,50	25,70	16,10	6,20	8,80	8,90	12,70	16,16
Rotação de Contas a Receber	10,50	14,00	8,10	17,00	21,70	115,70	31,17	46,79