



Análise do Grupo Jerónimo Martins

O antes e após crise

Jorge Augusto Ramires Ramos

Mestrado em Finanças

Orientador:  
Prof. Doutor Pedro Leite Inácio, Prof. Auxiliar ISCTE Business School, Departamento  
Finanças e Contabilidade

Setembro 2016

## **Resumo**

O setor do retalho atingiu especial relevância na economia portuguesa nos últimos anos, sendo um dos poucos setores que sempre manteve resultados positivos, apesar da recessão económica mundial.

Este estudo baseia-se na comparação de três mercados, onde se encontra inserido o Grupo Jerónimo Martins, nomeadamente os mercados português, polaco e colombiano. A comparação acima referida é realizada através de indicadores económicos provenientes de cada um dos mercados e da concorrência nestes últimos.

Além disso, o presente estudo decorre num dos períodos de maior recessão a nível mundial, pelo que são ainda apresentadas as medidas que foram implementadas para superar esta época crítica.

Por último, conclui-se que o mercado polaco assume especial importância no contexto global do Grupo Jerónimo Martins, ao longo dos últimos anos, e que o Grupo continua a promover investimentos para maior projeção a nível mundial.

**Palavras Chave: Retalho, Grupo Jerónimo Martins, Polónia, Colômbia**

## **Abstract**

Over the past few years the retail sector has reached special relevance in the Portuguese economy being one of the few sectors that has been keeping constantly positive results, despite world economic recession.

This study based on the comparison of three markets where Jerónimo Martins Group is established, namely the Portuguese, the Polish and the Colombian markets. The comparison take into account economic indicators from each one of these mentioned markets and their competitors.

Moreover, because this study covers a period of great global recession, the measures implemented to overcome this critical time are also presented.

Finally, the main conclusion is that the Polish market assumed a particular relevance in the global context within Jerónimo Martins Group over the last few years. The group is still doing further investments in order to achieve a greater worldwide projection.

**Keywords: Retail, Jerónimo Martins Group, Poland, Colombia**

# Índice

Introdução .....	1
<b>Capítulo I ~ Análise Financeira</b>	
1. Revisão da Literatura .....	2
1.1. Rentabilidade .....	4
1.2. Crescimento .....	5
1.3. Equilíbrio Financeiro .....	5
1.4 Risco.....	5
<b>Capítulo II ~ Estudo do Caso</b>	
2. Sector.....	7
A empresa Jerónimo Martins	
2.1 Apresentação.....	9
2.2 Cronologia.....	11
2.3 Contexto da economia nacional.....	13
3. A empresa Jerónimo Martins	
3.1 Portugal.....	15
3.1.1 Análise comparada com SONAE.....	18
3.1.2 Análise comparada com o Sector.....	21
3.1.3 Análise comparada com o investidor.....	23
3.1.4 Análise da Rentabilidade Económica.....	24
3.2 Polónia.....	24
3.2.1 Análise comparada com o Carrefour.....	32
3.3 Colômbia.....	32
Conclusão.....	36
Bibliografia.....	38

## Agradecimentos

À minha esposa, pelo apoio incondicional e pela ajuda que me facultou ao longo desta fase da minha vida e, com ela, tudo se tornou possível.

Aos meus pais, que representaram uma das chaves essenciais para a concretização deste mestrado.

À minha irmã, por estar presente nos momentos mais importantes da minha vida.

Aos meus sogros e à minha cunhada, pelo apoio incansável e por acreditarem sempre em mim.

Ao Professor Pedro Inácio, pelas observações pertinentes e pela disponibilidade em conceder material ao longo da tese.

Ao Doutor António Pereira, pela contribuição decisiva e pelos esclarecimentos sobre a forma de atuar no Grupo Jerónimo Martins.

Ao André Rodrigues, pela cedência de dados referentes ao Grupo Jerónimo Martins.

## SUMÁRIO EXECUTIVO

O estudo dos vários indicadores económicos e financeiros tem vindo a ganhar força, transmitindo não só uma perceção realista como também a informação necessária para os investidores internacionais. Sendo o mercado financeiro um mercado global, cada vez mais as empresas sentem a necessidade de atrair capital estrangeiro através do mercado bolsista.

A escolha do mercado de distribuição alimentar tornou-se o alvo de estudo, devido à “crise de *subprime*” e ao impacto que esta teve no consumo privado, afetando de forma significativa os hábitos de consumo das famílias. Esta nova tendência, causada pela crise, despoletou medidas preventivas e incentivadoras tomadas pelas empresas de distribuição alimentar, nomeadamente através de inúmeras campanhas de promoção. Com a implementação destas medidas, o Grupo Jerónimo Martins reduziu, em termos da quota de mercado, a distância para a Sonae no mercado português, no período entre 2011 a 2015.

No período em estudo, o Grupo JM iniciou a sua atividade no mercado colombiano e reforçou a sua posição de líder no mercado polaco, sendo que neste último ano este foi o mercado mais valioso para o Grupo. É importante salientar que o Grupo JM encerrou o ano de 2015 com 142 lojas na Colômbia, representando um marco de consolidação no mercado e de afirmação para o futuro.

Comparando os três mercados onde se insere o Grupo (português, polaco e colombiano), podemos afirmar que a JM superou os obstáculos originados pela “crise do *subprime*” e reforçou a sua posição de empresa de sucesso no mercado de distribuição alimentar mundial.

## **Introdução**

Este estudo representa uma análise ao grupo Jerónimo Martins (JM) realizada sob várias dimensões e reflete sobre a forma como estas últimas têm afetado as decisões tomadas pela empresa.

O seguinte estudo encontra-se estruturado em duas partes. A primeira destina-se à revisão da literatura onde são abordados os mapas financeiros necessários a uma análise financeira e desenvolvidas, de forma sintética, as questões que estes documentos pretendem responder. A segunda parte contempla o setor da distribuição alimentar e a evolução das principais empresas do mesmo. Apresenta-se sucessivamente a descrição cronológica da empresa, desde a sua criação, e a análise das principais variáveis económicas nos países onde o grupo JM está presente. Posteriormente efetua-se uma análise aos principais indicadores do grupo JM nos mercados português, colombiano e polaco, dando especial incidência a este último devido à sua importância nos resultados obtidos e ao fato de representar o atual “motor” do grupo JM.

No último ponto, abordam-se as perspectivas para o ano 2016 e as medidas que se concretizarão de forma a manter a liderança no mercado polaco e reforçar as posições nos restantes mercados.

## REVISÃO DA LITERATURA

### 1. Análise Financeira

A análise financeira opera-se através da recolha e do tratamento da informação financeira de uma empresa na perspetiva de avaliar a mesma. Este estudo é baseado em três mapas financeiros designados por *balanço*, *demonstração de resultados* e *demonstração de fluxos de caixa*. Estes documentos permitem aos *stakeholders*<sup>1</sup> uma visão global económica e financeira da empresa. Esta última deve cumprir três critérios relevantes com o objetivo de facultar uma leitura clara e sintética dessa análise para todos os interessados. Mota e Custódio (201, 25 e 26) realçam as seguintes características: “a relevância, a fiabilidade e a comparabilidade”. Segundo os mesmos, a primeira componente traduz-se “na possibilidade de previsão de eventos futuros e de controlo de eventos passados”; a segunda pretende uma informação financeira “liberta de erros ou enviesamentos suscetíveis de alterar a sua interpretação” e, por fim, a última componente exige “um certo grau de uniformidade nas políticas contabilísticas adotadas, quer entre diferentes empresas, quer dentro da mesma empresa entre diferentes períodos (...)”.

Apesar de assumir uma análise distinta, cada um dos mapas referidos previamente complementam-se no intuito de formar uma visão financeira global. O balanço é o único documento que apresenta uma abordagem financeira. Enquanto a demonstração de fluxos de caixa apresenta os fluxos de entrada e saída de dinheiro na empresa, a demonstração de resultados tem o intuito de quantificar o valor gerado na empresa, ou seja, assume uma perspetiva económica.

O **balanço** é um documento que reflete a situação financeira da empresa num determinado momento. Este mapa espelha não só os bens e os direitos da empresa, como também as obrigações para com as outras entidades. A diferença entre duas rubricas é denominada por *capital próprio*, dando azo à seguinte fórmula  $\text{Ativo} = \text{Capital próprio} + \text{Passivo}$ . O balanço dividir-se-á, de forma amiúde, em dois elementos, por um lado, o ativo e, por outro lado, o passivo e o capital próprio, ou seja, o segundo membro.

---

<sup>1</sup> Este termo engloba os acionistas, os gestores, o Estado, os empregados, os concorrentes, os credores, os clientes, os fornecedores que transmitem uma visão detalhada e completa de acordo com os interesses respetivos.



Figura 1 – Principais membros do Balanço

Ativo	Capital Próprio
	+
	Passivo

Fonte: Mota e Custódio (2012).

A **demonstração de resultados** é o documento económico que representa o valor da riqueza gerada pela empresa num determinado período, o qual está delimitado por dois balanços consecutivos. Este mapa indica os rendimentos e os gastos da empresa, originando a seguinte equação: “Resultado = Rendimentos<sup>2</sup> – Gastos<sup>3</sup>”. Estes indicadores são, comumente, desagregados pela sua natureza. Desse modo, existem os rendimentos/gastos operacionais que têm origem na atividade principal da empresa, os rendimentos/gastos financeiros resultam da atividade financeira da empresa e os proveitos/custos extraordinários surgem da atividade que não é usual da empresa.

Tabela 1- Demonstração de Resultados

	Anos	
	X	X-1
<b>Vendas e serviços prestados</b>		
Custo das mercadorias vendidas e das matérias consumidas		
Fornecimento e serviços externos		
Gastos com o pessoal		
Outros rendimentos e Gastos		
Outros Gastos e Perdas		
<b>EDITDA</b>		
Gastos/reversões de depreciação e de amortização		
Imparidade de investimentos depreciáveis/amortizáveis		
<b>EBIT</b>		
Juros e Gastos similares suportados		
Imposto sobre o rendimento do período		
<b>Resultado Líquido do Período</b>		

Fonte: Mota e Custódio (2012).

2 Este conceito contempla as vendas de produtos, a prestação de serviços, as rendas recebidas, e os juros recebidos.

3 Estão incluídas as perdas por imparidade, assim como o custo dos bens vendidos, o custo das matérias-primas incorporadas na produção, o consumo de água, a eletricidade, os serviços de comunicação, os salários, as rendas pagas ou os juros pagos.

Para completar a avaliação da empresa e numa ótica monetária, importa referir a **demonstração de fluxos de caixa** que determina um mapa de recebimentos e pagamentos, tendo como objetivo a verificação das disponibilidades da empresa no início e no fim do período em análise. Este tipo de demonstração só será realmente útil, quando realizada a curto prazo.

Existe, além disso, uma classificação dos pagamentos e recebimentos operados que é efetuada consoante as atividades da empresa. Os fluxos que são gerados pela atividade normal da empresa são denominados *Operating cash flow*, enquanto os fluxos monetários produzidos por atividades não correntes são intitulados “*Investing cash flow*”. Os fluxos, associados ao capital alheio, são designados “*Financing cash flow*”.

No que concerne à demonstração de fluxos de caixa, existem duas formas de apresentar a mesma, como explanam Mota e Custódio (2012, 61), “(...) o método direto, através do qual se registam todos os pagamentos e recebimentos nas rubricas correspondentes, e o método indireto, que consiste no ajustamento do resultado líquido para uma base monetária, excluindo-se as rubricas da demonstração dos resultados, ou parte destas, que não apresentem as correspondentes saídas ou entradas de fundos”.

## 1.1 Rentabilidade

Como mencionado inicialmente, as peças contabilísticas – o balanço, a demonstração de resultados e a demonstração de fluxos de caixa – não só se complementam, como também pretendem avaliar a empresa segundo alguns critérios. Sendo a rentabilidade um desses critérios, será necessário recorrer à demonstração de resultados para proceder à análise desse indicador. Desse modo, para proceder a um estudo de rentabilidade, é recorrente efetuar duas análises: uma global da empresa e outra na ótica do acionista. Na primeira análise citada, importa ressaltar o cálculo do ROA - *Return on assets*, desenvolvendo os seguintes rácios:

$$NET ROA = \frac{Net\ Income}{Activo\ Total\ (assets)} \quad (1) \quad GROSS ROA = \frac{EBIT}{Activo\ Total\ (assets)} \quad (2)$$

Porém, na segunda análise, o acionista ambiciona averiguar a rentabilidade dos seus capitais que nela foram investidos. Esse estudo materializa-se através do “cálculo do ROE” e expressa-se da seguinte forma:

$$ROE = \frac{Net\ Income}{Equity} \quad (3)$$

## 1.2 Crescimento

Na perspetiva de analisar o crescimento, temos de considerar não só os termos quantitativos, como também reter informações sobre a empresa, as estratégias tomadas, as vantagens competitivas e a forma como as utiliza. Para proceder a tal análise, recorre-se ao modelo BCG, que pressupõe que as empresas com maior quota de mercado conseguem uma rentabilidade do investimento mais elevada do que as empresas com uma quota de mercado mais reduzida.

## 1.3 Equilíbrio Financeiro

Como verificamos, a gestão financeira é essencial na tomada das decisões em prol do *equilíbrio financeiro*. Este conceito “ (...) significa, em termos práticos, a empresa ter capacidade para solver os seus compromissos, não havendo lugar a ruturas da sua tesouraria”<sup>4</sup>. Este princípio está diretamente relacionado com a rentabilidade, pois, se houver sucessivos prejuízos, o *equilíbrio financeiro* não se pode verificar.

A fim de criar *equilíbrio financeiro*, é fulcral obedecer à seguinte regra: “Ativo de curto prazo  $\geq$  Passivo de curto prazo” ou “Ativo Não Corrente  $\leq$  Capitais permanentes”, ou seja terá de haver um Fundo de Maneio positivo e como tal uma parcela dos capitais permanentes deverá estar a financiar ativos correntes (circulantes, ou de curto prazo).

## 1.4 Risco

Um dos objetivos que se pretende com a análise financeira é quantificar o risco associado aos capitais investidos na empresa. Este risco será interpretado consoante a variação dos fluxos gerados no futuro. Na ótica financeira, o risco pode apresentar-se sob duas formas díspares que têm como pressuposto inicial a demonstração de resultados.

O risco operacional está diretamente relacionado com a componente dos custos fixos que esta última assume na estrutura de custos da empresa. Segundo Neves (2005, 188), “as

---

<sup>4</sup> Custódio, C., & Mota, A. G..2012. *Finanças da empresa: Booknomics*

indústrias de capital intensivo ou as que usam pessoal muito especializado e que durante uma recessão teriam de manter os custos fixos (...) são indústrias com um elevado risco operacional” e, por conseguinte, “ (...) um elevado grau de alavanca operacional”. Este conceito traduz-se através do seguinte rácio:

$$\frac{\textit{Margem de contribuição}}{\textit{Resultado operacional}} \quad (4)$$

No entanto, além deste indicador de análise de risco, há quem prefira considerar o ponto crítico das vendas ou a margem de segurança operacional. O primeiro conceito referido indica o valor das vendas para que o lucro seja nulo e o segundo tem como objetivo identificar qual o valor da quebra das vendas para que o resultado seja nulo. Para uma análise mais aprofundada do risco da empresa, esta terá de ser avaliada consoante a sua rentabilidade a fim de fazer face às suas responsabilidades financeiras.

Alguns estudos demonstram que a empresa, apesar de ter uma estrutura financeira equilibrada, pode não apresentar rentabilidade suficiente para superar os encargos resultantes da dívida. Para determinar o risco associado à utilização da dívida, denominado de grau de alavanca financeiro, quantificar-se-á o seguinte rácio:

$$\frac{\textit{Resultados Operacionais}}{\textit{Resultados Correntes}} \quad (5)$$

## 2. Setor da Distribuição

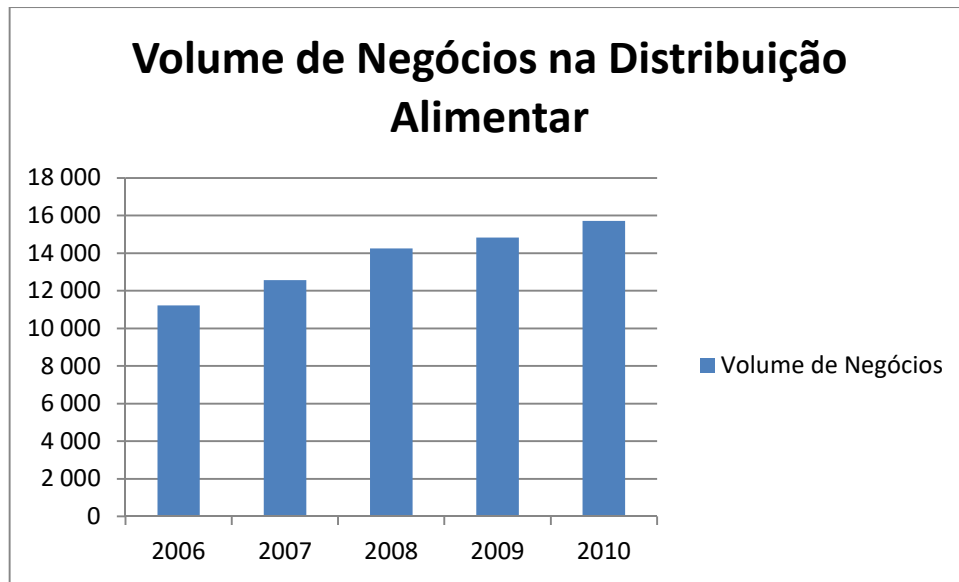
O setor da distribuição representa uma atividade económica que assegura a intermediação entre os produtores e os consumidores. Apesar de a economia portuguesa atravessar um período de recessão – gerador de uma quebra do consumo privado, da falência de inúmeras empresas e da alteração dos hábitos de consumo dos consumidores – o setor da distribuição alimentar obteve um crescimento de 1,3%, segundo o relatório de 2012 da APED (Associação Portuguesa de Empresas de Distribuição).

Contudo, o setor alimentar tem sofrido alterações devido à emergência de novas empresas e à concentração das atividades. As medidas adotadas pelos grandes espaços comerciais, nomeadamente a modernização da distribuição alimentar, novas ofertas, novos estabelecimentos e preços mais competitivos, têm engendrado o desaparecimento do comércio tradicional.

A quota de mercado dos maiores grupos ascende a 69,9%, segundo o relatório da APED de 2010. Porém, este valor permanece, em termos médios, abaixo da média europeia. A aquisição do Carrefour pelo grupo Sonae e do Plus pelo grupo JM contribuiu para aumentar a concentração do mercado.

No ano de 2010, segundo a APED e considerando o universo das empresas que a constituem, o volume de negócios no setor alimentar avalia-se em 15.708 milhões de euros, propiciando um aumento de 6% relativamente ao ano de 2009, como exemplifica a tabela 1. Em termos de número de espaços comerciais, existe um especial destaque para o Minipreço com 524 lojas.

Figura 2

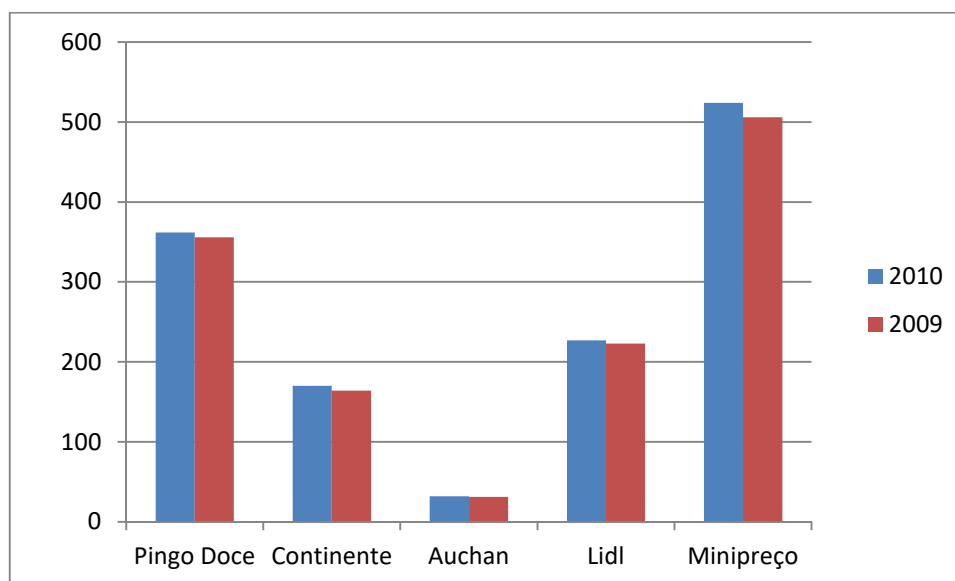


Fonte : Relatório APED 2010

No que concerne ao número de colaboradores, importa destacar o grupo JM com um total de 21.429 trabalhadores, sendo a empresa que mais postos de trabalho criou em 2010, cerca de 2723.

Apesar do aumento da quota de mercado dos principais espaços comerciais, o número de lojas *discount* (Lidl e Minipreço) têm vindo a aumentar.

Figura 3 - Número de lojas



Fonte: Relatório APED

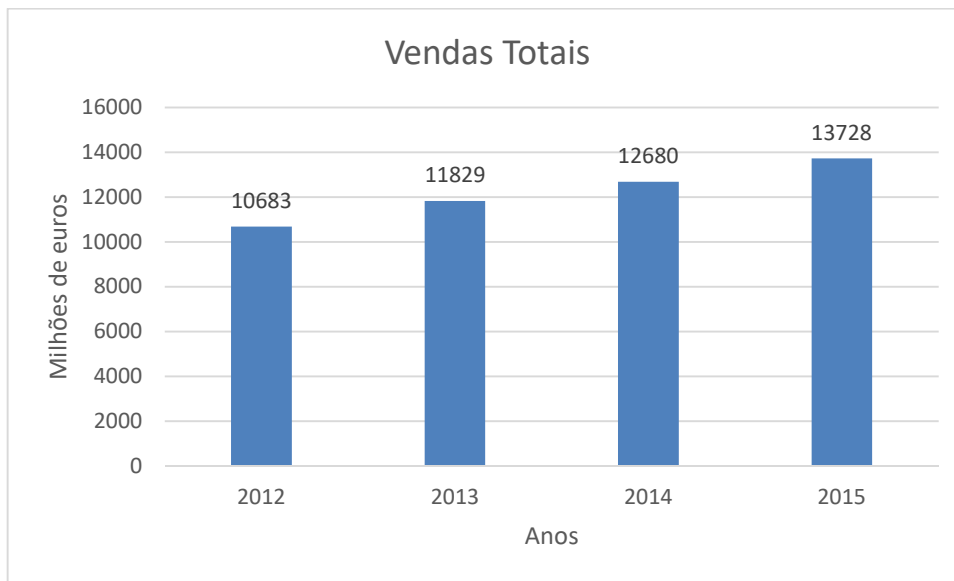
Para esta subida considerável, tem contribuído o fator preço que ganha bastante relevância devido à redução do rendimento disponível dos consumidores. Com efeito, uma relação qualidade/preço notória combina com a oferta maioritariamente em marcas pouco conhecidas. Este novo hábito dos consumidores levou outras empresas do ramo alimentar a apostar em marcas pouco conhecidas e a lançar produtos gourmet e biológicos (chocolates, frutas, legumes, carnes, azeites, leite..)

## 2. Empresa Jerónimo Martins (JM)

### 2.1. Apresentação

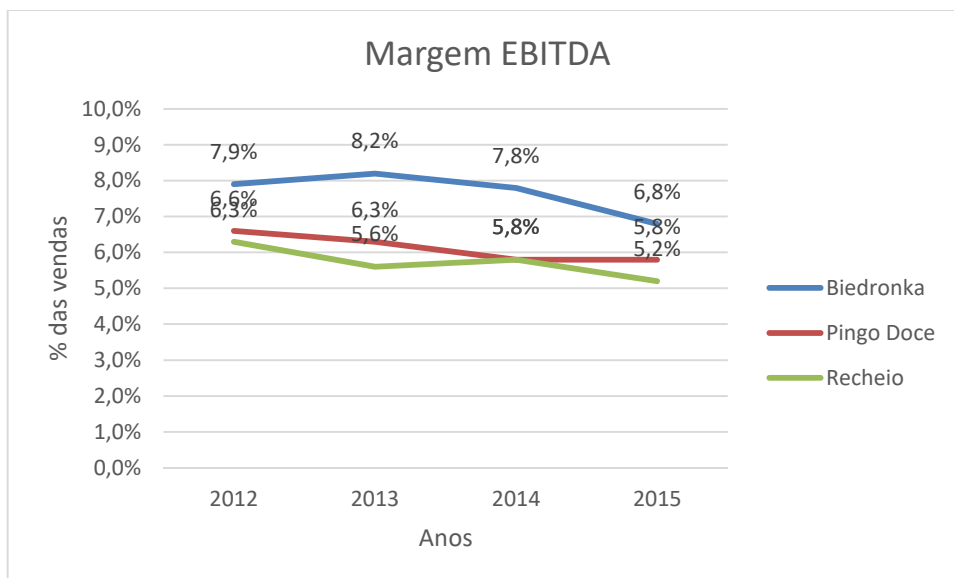
A JM é um Grupo de Distribuição Alimentar, com posições de liderança de mercado na Polónia e em Portugal. Para além do ramo alimentar, a JM opera igualmente nos setores da distribuição, indústria e serviços. O grupo registou, em 2015, vendas no valor de 13.728 mil milhões de euros (66,5% na Polónia e 31,8% em Portugal), um aumento de 8,3%, e uma margem EBITDA, em % das vendas, de 7% na Polónia e 5,5% em Portugal. Atualmente, contabiliza cerca de 86.566 colaboradores no grupo.

Figura 4 – Vendas Totais



Fonte: Relatório e Contas do grupo JM do ano 2015.

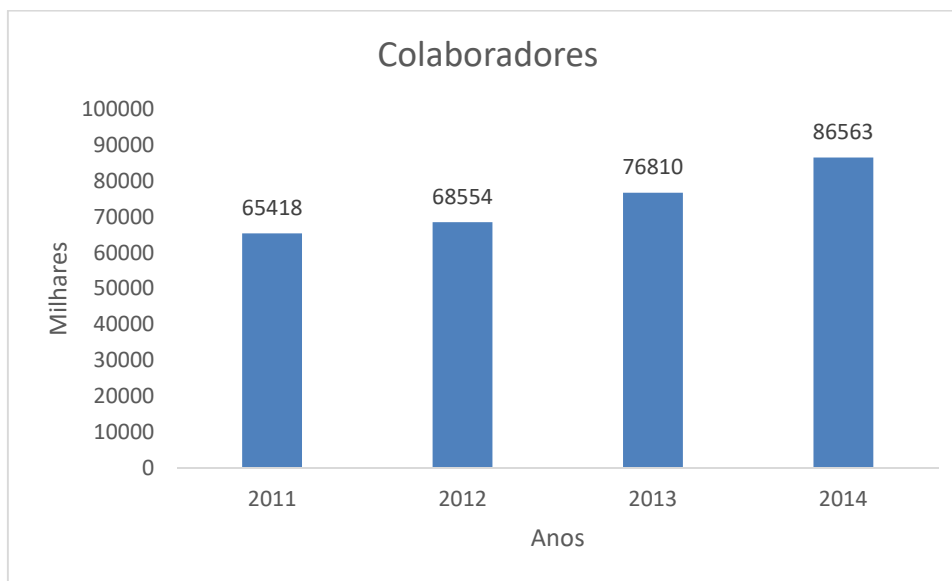
Figura 5 – Margem EBITDA



Fonte: Relatório e Contas do grupo JM do ano 2015.



Figura 6 – Número de Colaboradores



Fonte: Relatório e Contas do grupo JM do ano 2014.

## 2.2. Cronologia

A JM foi criada em 1792, três anos depois da revolução industrial, por um jovem galego chamado Jerónimo Martins, que em busca de maior estabilidade, abre uma loja no Chiado onde começa a vender produtos de consumo, entre outros bens. Ao longo dos séculos XIX e XX, a sua oferta de produtos aumenta e dá início ao desenvolvimento de atividades no setor industrial através da Joint-Venture com a Unilever, parceria que ainda perdura até hoje.

O grupo JM foi constituído em 1980 e marca o regresso à sua atividade principal: a distribuição. Devido a um período de grande crescimento, o grupo adquiriu o Recheio (“*Cash & Carry*”) para satisfazer os clientes de grande consumo (segmento “Horeca”) e, em 1987, adquiriu a Supa, cadeia de supermercados do Brasil, e quinze supermercados da cadeia Pão de Açúcar.

Posteriormente, o grupo JM expandiu as suas atividades para o mercado externo ao adquirir em 1995 uma rede *Cash and Carry* na Polónia com a insígnia *Eurocash*. Foi neste período que iniciou o projeto Biedronka. Apostando numa ótica de internacionalização, o grupo JM adquiriu em 1997 os supermercados Sé no Brasil e na Polónia ao formalizar a compra da Biedronka, através da obtenção de 243 espaços comerciais.

Apesar da expansão, a empresa iniciou um plano de reestruturação financeira em 2001, período em que o grupo passou por graves dificuldades financeiras. Com efeito, a empresa sofreu de um fraco desempenho no negócio da distribuição alimentar em Portugal e teve de enfrentar uma forte concorrência, o que levou a uma redução do número de clientes e do valor médio de cada compra. O plano de reestruturação financeira concretizou-se através da venda de todos os negócios fora do âmbito da atividade central. Dando seguimento a esta reorganização, o grupo alienou as suas participações ou os seus negócios no Brasil e no Reino Unido.

Para combater este período de resultados negativos, o grupo JM concentrou toda a sua atividade na insígnia Pingo Doce (utilizava também a insígnia Feira Nova, para o segmento hipermercados). Deu-se continuidade a esta reestruturação ao apostar na qualidade dos seus produtos, ao criar uma marca própria com produtos frescos e preços baixos todos os dias, como já era o caso na Polónia. As medidas tomadas suscitaram um aumento significativo no volume de vendas. Devido a este plano bastante eficiente e reforçando a sua posição no contexto empresarial, a JM inaugurou 100 lojas Biedronka e 20 lojas em Portugal no ano de 2006, tendo a partir de então continuado a desenvolver-se, como ilustra a seguinte tabela:

Figura 7

**Número de lojas e área de venda**

	2010	2009	2008	2007	2006
Pingo Doce – Supermercados*	340	334	334	210	189
m <sup>2</sup>	359.036	352.276	350.396	183.770	161.279
Pingo Doce – Hipermercados*	9	9	9	46	38
m <sup>2</sup>	78.281	82.468	82.653	172.039	150.189
Madeira	15	15	15	15	15
m <sup>2</sup>	14.253	14.300	14.626	14.626	13.697
Recheio	38	35	35	33	33
m <sup>2</sup>	123.532	114.410	115.724	109.634	110.005
Biedronka	1.649	1.466	1.359	1.045	905
m <sup>2</sup>	938.218	814.493	753.531	536.729	452.952

\* Em 2008, considera-se a conversão de 37 lojas compactas de Feira Nova para Pingo Doce.

Fonte: Relatório e contas de 2010 do grupo *Jerónimo Martins*.

Em termos de marketing, o grupo JM reformulou o logótipo e lançou diversas campanhas publicitárias, recorrendo a figuras públicas para reforçar a credibilidade da empresa. Também

foram criados novos *slogans*, “*Preços baixos todos os dias*” e, posteriormente, “*Sabe bem pagar tão pouco*”.

### 2.3. Contexto da Economia Nacional

Apesar do forte crescimento da economia portuguesa na década de 90, a economia, em consonância com o resto da Europa, começou a ter um crescimento pouco sustentável. No ano 2002, houve uma preocupação de corrigir as contas públicas mas, como não se verificaram incentivos à economia, houve uma recessão económica em 2003 com o PIB a ter um crescimento de -0,9%. A economia portuguesa obteve, posteriormente, crescimentos irregulares e, em 2008, com a crise do “*subprime*”, Portugal entrou novamente em recessão e foram efetuados vários ajustamentos para corrigir os resultados macroeconómicos negativos.

Estes ajustamentos originaram um impacto negativo no rendimento disponível, através de efeitos fiscais, quer a nível individual quer a nível empresarial.

Devido à forte recessão e com a finalidade de cumprir com as suas obrigações, Portugal teve de pedir ajuda financeira no valor de 78 mil milhões de euros para que não entrasse em “*default*”.

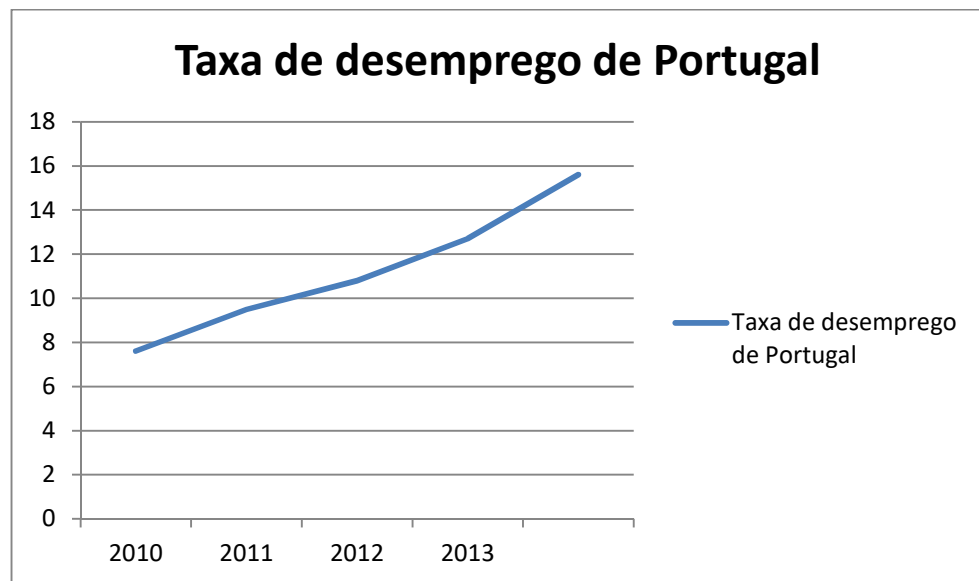
Figura 8 – Dívida Pública em % do PIB



Fonte: Eurostat

Devido à crise económica internacional, Portugal sofreu uma grave recessão o que contribuiu para um aumento significativo da Dívida Publica. No ano de 2011 era cerca de 111,1% do PIB e em 2014 atingiu 130,2%, traduzindo um crescimento da dívida de 14,66% em 4 anos.

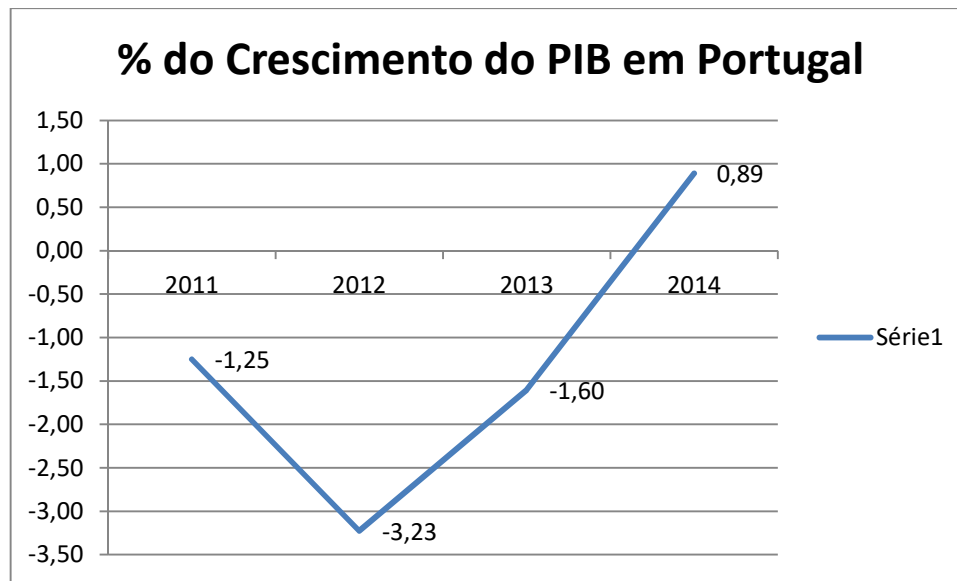
Figura 9 - Evolução do Desemprego



Fonte : World Bank

Como foi mencionado anteriormente, Portugal atravessou um período difícil o que se destacou numa elevada taxa de desemprego com um crescimento entre os períodos 2010-2013 de aproximadamente de 105%, ou seja, passou de 7,59% em 2010 para cerca de 15,5% em 2013.

Figura 10 – Crescimento do PIB



Fonte: World Bank

Verifica-se, no gráfico acima, uma redução significativa do crescimento do PIB até meados de 2012 devido à recessão instalada em Portugal. Após este período, graças às medidas implementadas para fomentar o crescimento económico, Portugal revelou uma melhoria, pelo que este indicador em 2014 já atingia valores positivos, aproximadamente 0,9%.

### 3. Contexto do Grupo Jerónimo Martins

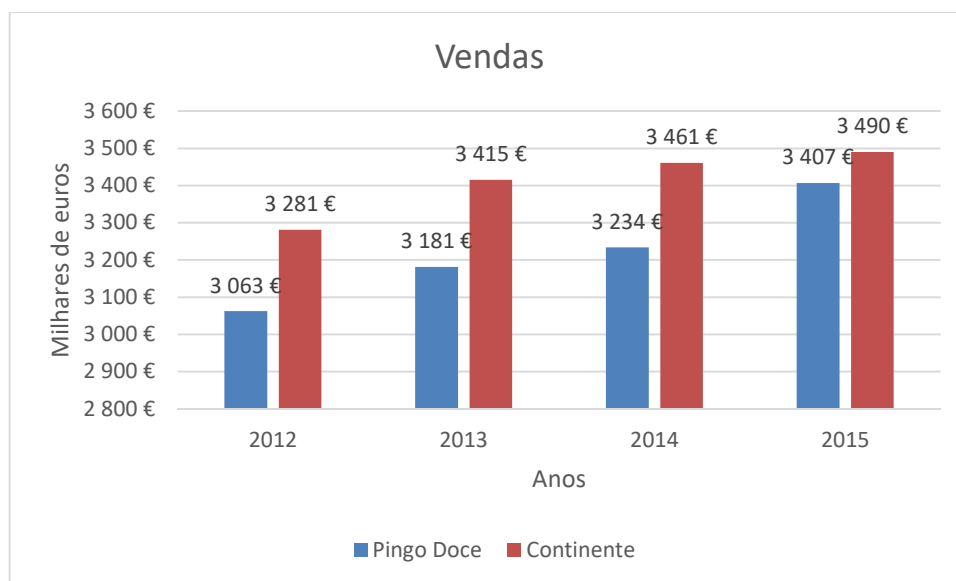
#### 3.1. Portugal

Atualmente, a quota de mercado do Pingo Doce tem vindo a reduzir a distância em relação ao líder Sonae, detentor da marca Continente. Esta aproximação resultou da adoção em Portugal das políticas anteriormente aplicadas na Polónia. Estas medidas consistem essencialmente no aumento de centros de distribuição, sendo o último no Algarve, na redução da oferta de produtos que se concentram em apenas três a quatro marcas diferentes para cada categoria de produtos, dando especial relevância à denominada “marca própria”. Outras medidas tomadas foram o maior controlo sobre os produtos, possuir uma rede de fornecedores que garantem a qualidade dos produtos e trabalhar em conjunto com os produtores para minimizar custos. Além disso, o acesso a linhas de crédito tornou-se recorrente no sentido de desenvolver as atividades dos fornecedores. Porém, a crise fez com que este custo ficasse

mais elevado, colocando muitos fornecedores em risco. Para salvaguardar os interesses do grupo e não haver risco de rotura de *stock*, o que seria bastante prejudicial, a JM deu o seu aval para reduzir os custos com as linhas de crédito e assim poderem manter os fornecedores. Todas estas medidas têm como objetivo reduzir o preço dos produtos. Esta especial atenção ao fator preço deve-se ao facto de o hábito dos consumidores se ter vindo a alterar, por força da redução do rendimento disponível das famílias, e estes darem primazia ao preço ao invés da qualidade. Por este meio, o consumo das marcas próprias tem vindo a ter um crescimento substancial ao longo dos últimos anos.

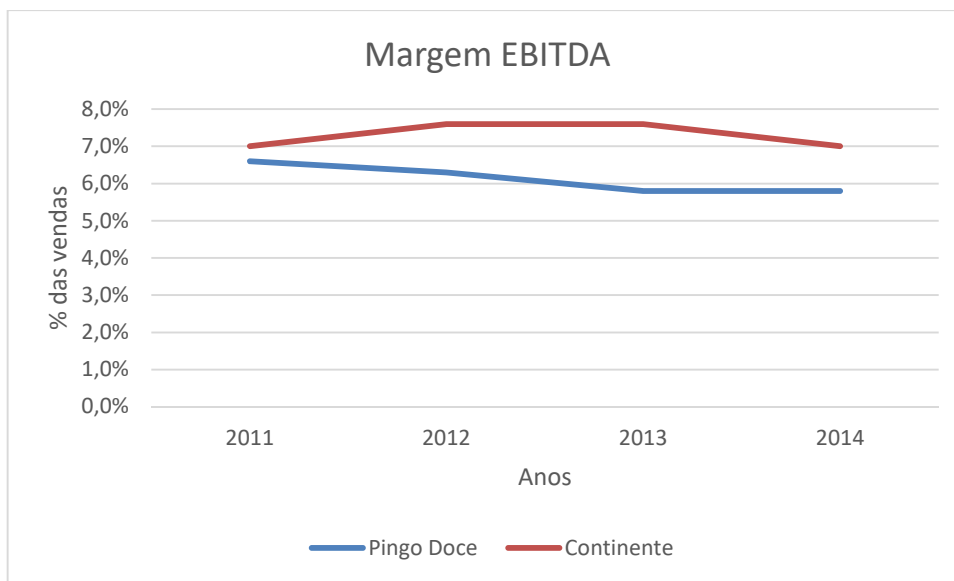
Apesar da quota de mercado do Pingo Doce ter vindo a crescer nos últimos anos, a pressão pela redução dos preços através de promoções agressivas, com especial relevância para a de 1º Maio, tem reduzido a margem EBIT a partir de 2011. Apesar da melhoria no indicador das vendas, o grupo Continente tem conseguido acompanhar o aumento da quota de mercado da marca Pingo Doce com a implementação de fortes campanhas de promoções, com a divulgação de promoções associadas ao cartão Continente, onde consegue um aumento significativo na fidelização de clientes. Outro aspeto que favorece a progressão da quota de mercado é a criação de várias marcas próprias associadas ao mesmo produto e uma aposta forte no comércio *online*. Estas medidas dos dois grupos referenciados contribuíram para o aumento das suas vendas, mesmo considerando uma redução do consumo interno.

Figura 11 – Evolução das Vendas (Pingo Doce vs. Continente)



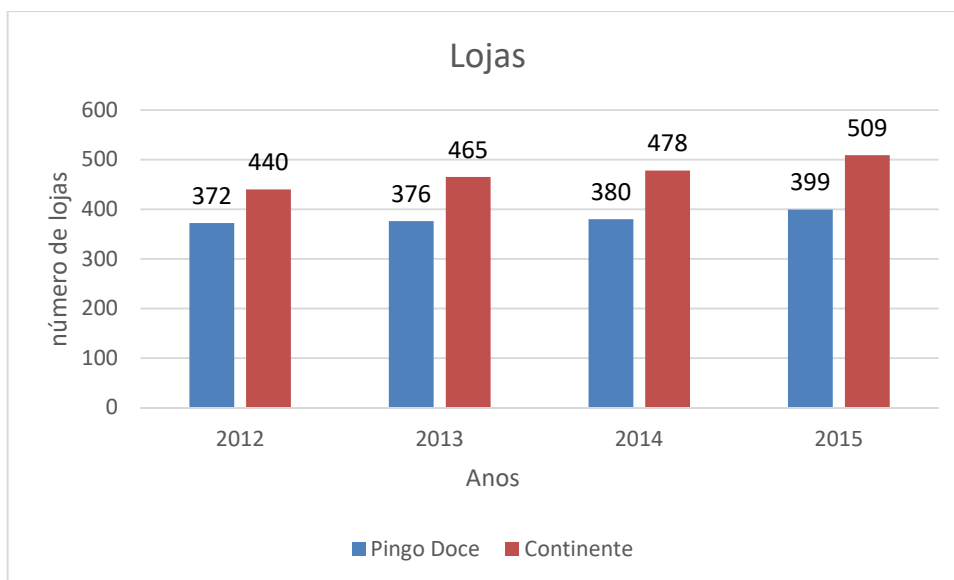
Fonte: Relatórios e Contas do grupo JM e SONAE do ano 2015.

Figura 12 – Evolução da Margem de EBITDA (Pingo Doce vs. Continente)



Fonte : Relatórios e Contas do grupo JM e SONAE do ano 2014.

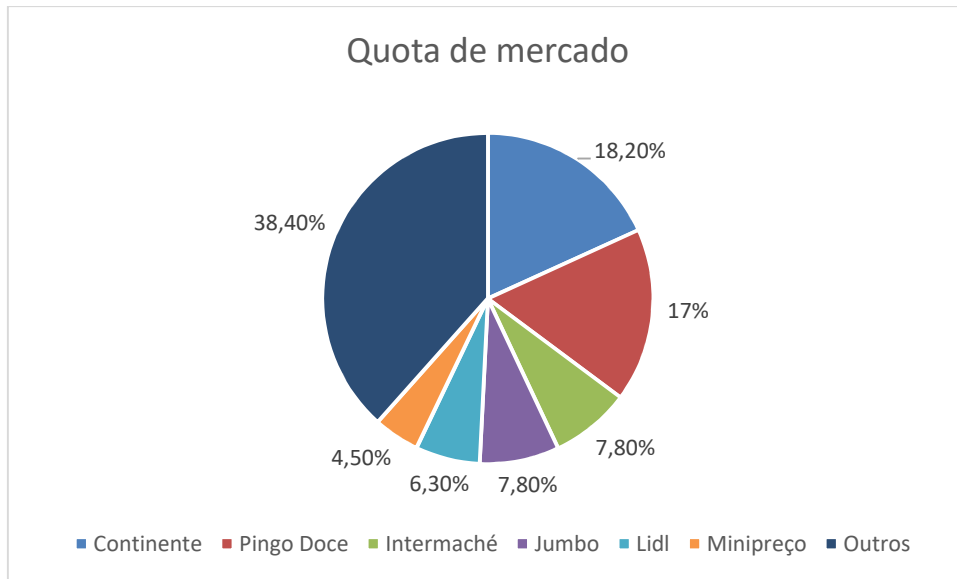
Figura 13 – Evolução do Número de Lojas (Pingo Doce vs. Continente)



Fonte: Relatórios e Contas do grupo JM e SONAE do ano 2015.

Apesar de uma redução do crescimento dos resultados, ambos os grupos tem vindo a investir na abertura de novas lojas para contrariar a redução das vendas, nomeadamente onze lojas do grupo JM e de quarenta e duas lojas da SONAE.

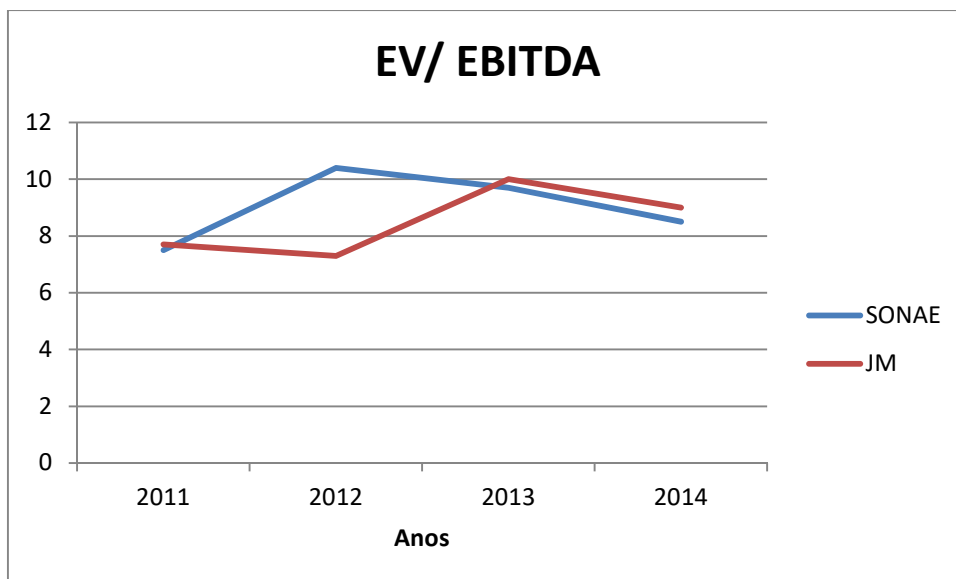
Figura 14 – Estimativa das quotas de Mercado em 2013



Fonte: CaixaBI\_ 16-12-2013\_ Company Report

### 3.4. Análise comparada com SONAE

Figura 29 – EV/EBITDA (JM vs. Sonae)

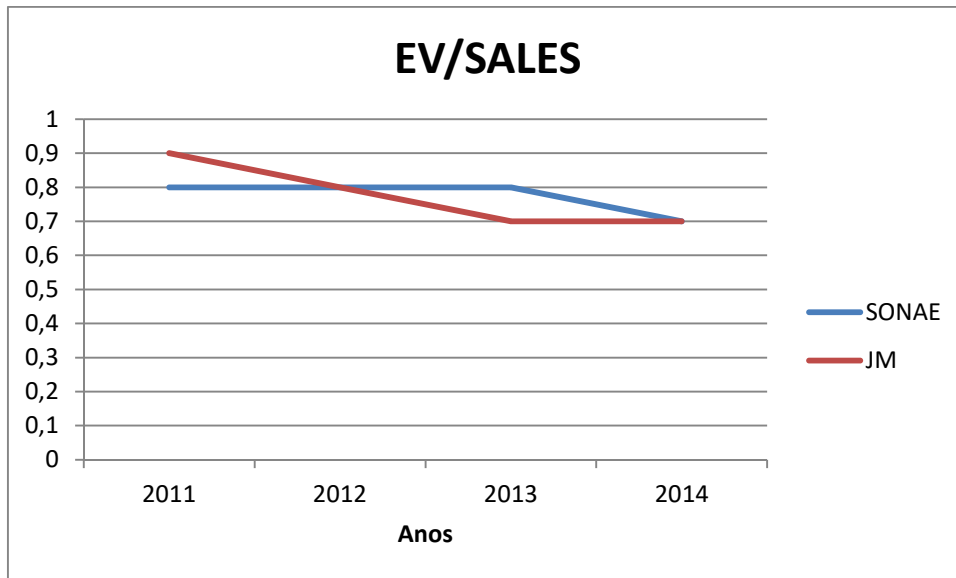


Fonte : <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>



O rácio EV/EBITDA (*Enterprise value/ Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*) é o indicador mais usado para analisar o valor da empresa. A sua grande vantagem é que pode ser usado como termo de comparação entre empresas do mesmo setor. Como ilustra o gráfico acima, entre os anos 2011 e 2013, a JM apresentou indicadores inferiores, ocorrendo desse modo uma maior libertação de meios brutos em relação ao valor da empresa. No entanto, mais recentemente o múltiplo da JM passou a estar ligeiramente acima do da Sonae, mostrando que atualmente o mercado valoriza melhor o grupo JM, provavelmente por admitir que tem um maior potencial de crescimento.

Figura 29 – Enterprise Value/Sales (JM vs. Sonae)

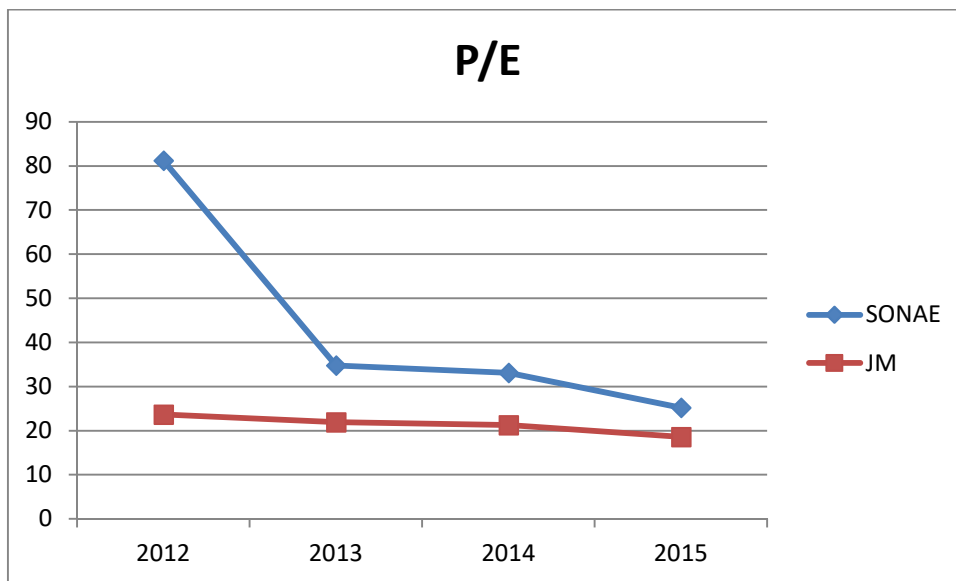


Fonte : <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

No rácio EV/Sales, a JM começou por estar acima da Sonae em 2011, depois inverteu a sua posição, sendo que actualmente as empresas têm um rácio igual de 0,7. Curiosamente há

menor variabilidade neste indicador do que no múltiplo EV/EBITDA. O que denota maiores diferenças nas margens de EBITDA entre os dois grupos. Como esta margem da Sonae é superior tal muito provavelmente compensa face às maiores perspectivas de crescimento por parte da JM.

Figura 30 – Price Earnings (JM vs. Sonae)

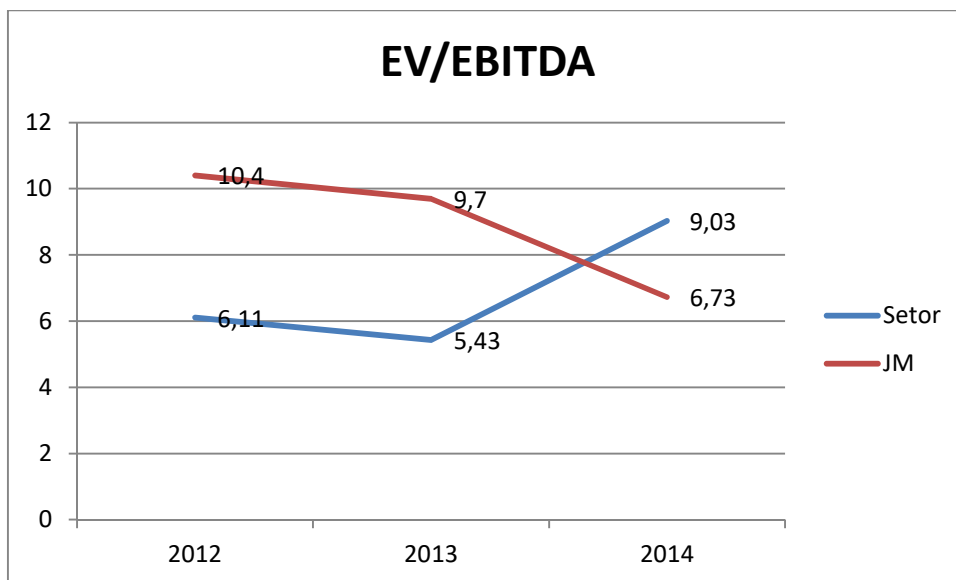


Fonte : <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

O P/E representa a relação entre o preço da ação da empresa e o lucro por ação respetivo. Em consequência, quanto maior for o lucro por ação, menor será o rácio, e quanto maior for a cotação maior será o múltiplo, pelo que podemos verificar que a JM tem conseguido ao longo dos últimos anos um maior lucro, quando comparado com o valor de cotação respetivo, ou seja, que este não tem sido apreciado pelo mercado ao mesmo nível do gerado pela Sonae. Este múltiplo inferior indica uma subvalorização relativa, ou eventualmente uma menor qualidade dos resultados. Esta última pode dever-se a uma maior perceção quanto ao risco ou a uma menor expectativa de crescimento, que é duvidosa face aos valores evidenciados pelos outros dois indicadores (EV/EBITDA e EV/Sales). Podemos estar perante uma maior exposição ao risco financeiro devido a um maior recurso ao endividamento.

### 3.5. Análise comparada com o Setor

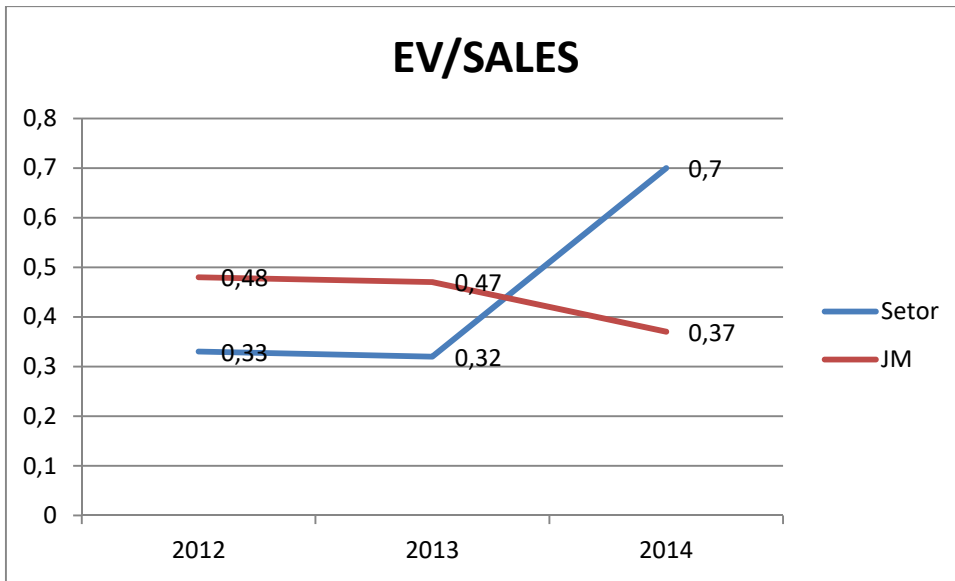
Figura 31 – EV/EBITDA (JM vs. Setor)



Fonte : <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Comparando o percurso da JM com a média europeia, aferimos que, até ao ano 2014, os rácios da média europeia eram menores, contudo, a partir desse ano, a JM atingiu um rácio de 6,73, contrariando a tendência do Setor que, após o ano 2013, começou a aumentar, atingindo o rácio 9,03 no ano 2014. Esta divergência face à média europeia denota que o mercado diferencia a JM das restantes empresas do setor e que presentemente a penaliza.

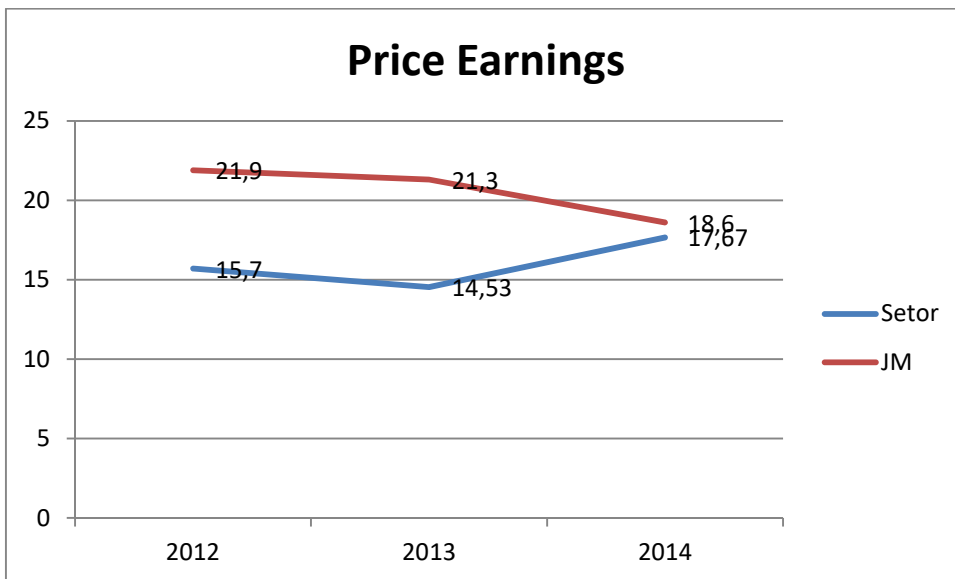
Figura 32 – EV/Sales (JM vs. Setor)



Fonte : <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Comparando o rácio *EV/SALES*, destaca-se que a JM tem tido um comportamento mais regular que a média do setor, estando presentemente a ser bastante penalizada. Atingindo em 2014 um rácio de 0,37, contrariando o Setor com um rácio de 0,7. Uma vez mais fica evidenciada uma possível subavaliação do Grupo JM face à Média Setorial.

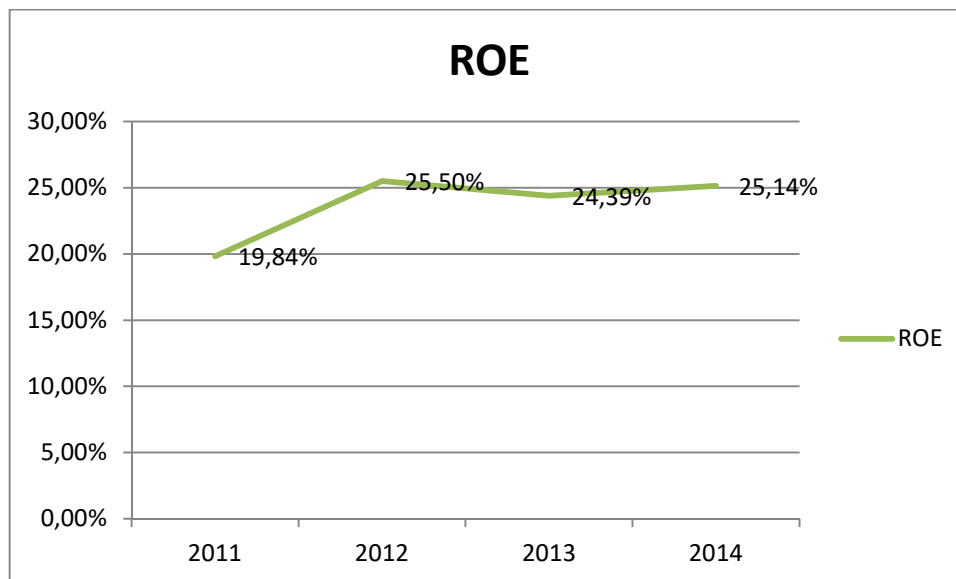
Figura 33 – Price/Earnings (JM vs. Setor)



Fonte : <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

No que respeita à comparação entre o *price earnings* do Setor e da JM, verificamos que a JM teve sempre um indicador acima da média, mas que essa diferença se tem vindo a atenuar, devido simultaneamente a uma descida do múltiplo da JM acompanhada por uma subida do múltiplo médio setorial. O mercado tem vindo a reduzir o múltiplo da JM o que pode resultar de uma descida da expectativa de crescimento e/ou de uma subida do risco percebido. Com efeito, o crescimento do grupo JM tem sido proveniente da sua maior presença relativa em mercados emergentes.

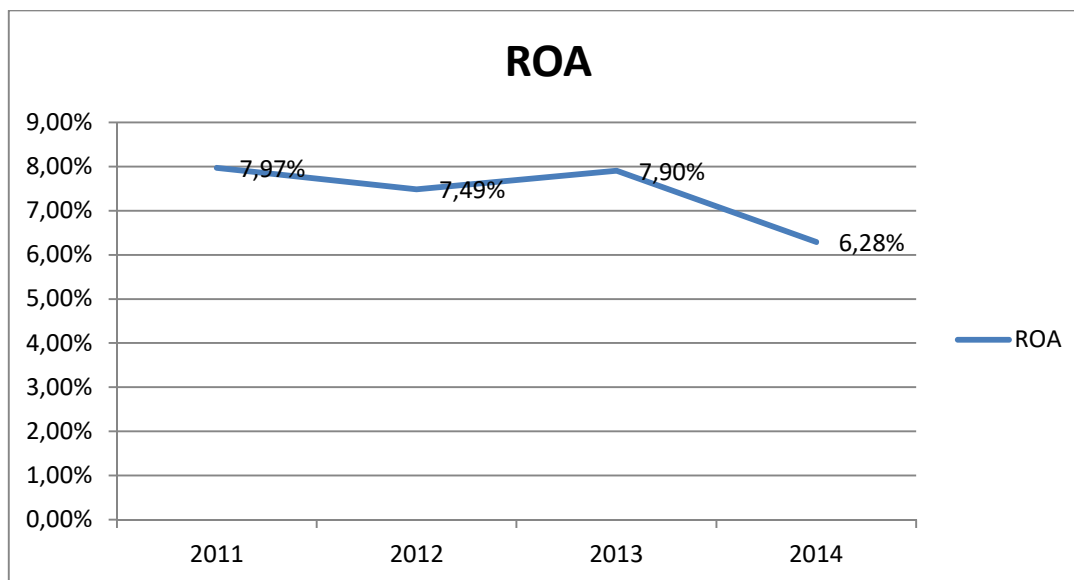
### 3.6. Análise da Rentabilidade do Investidor



Fonte: Relatório de contas de 2014 e 2012 da Jerónimo Martins

Na perspetiva da rentabilidade do investidor, denota-se um aumento significativo entre 2011 e 2012, com um crésimo de 22,16%, devido à subida dos lucros no mercado polaco. Além disso, este rácio de rentabilidade dos capitais revelou um ligeiro aumento a partir de 2013, fruto da entrada no mercado colombiano no período entre 2011 e 2014. Desse modo, esse indicador apenas sofreu um revés devido ao desaceleramento do crésimo económico na Polónia e das intensivas campanhas promocionais.

### 3.7. Análise da Rentabilidade Económica



Fonte: Relatório de contas de 2014 e 2012 da Jerónimo Martins

Na vertente da rentabilidade económica, no período entre 2011-2014, assiste-se a uma redução expressiva de 21,1% entre os anos de 2013 e 2014, passando de 7,90% para 6,28% respetivamente, devido a um decréscimo do EBIT e dos rendimentos operacionais. No ano de 2013, este indicador apresentou um aumento graças aos ganhos em Joint Venture e ao acréscimo dos custos financeiros líquidos.

### 3.2. Polónia

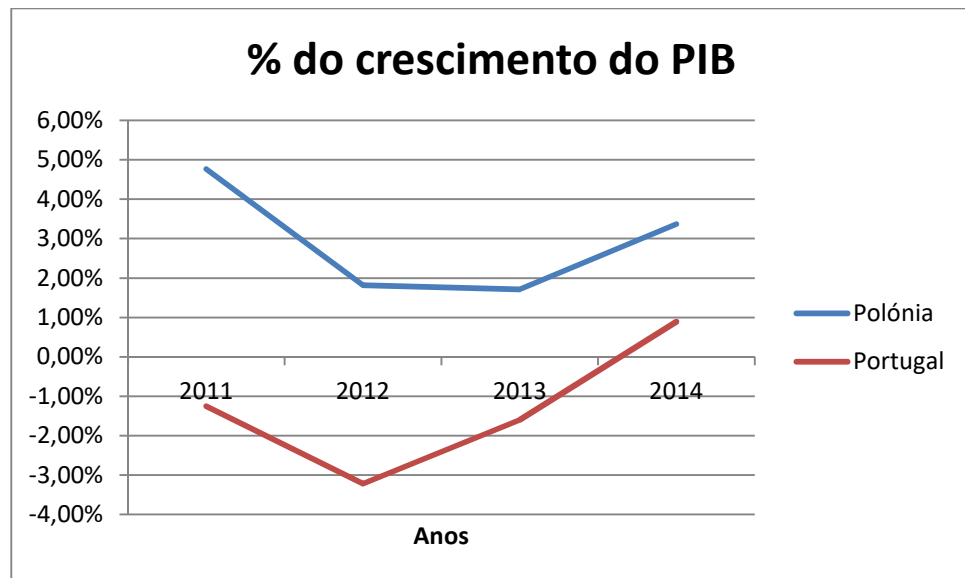
Muito se especulou sobre o investimento em mercados externos, essencialmente depois do fracasso no início da década, que poderia ter ditado então a falência do grupo se não fosse o apoio de três bancos portugueses.

Os países, que mais geraram consenso, foram o Brasil e a Ucrânia, contudo, existiam rumores sobre a possibilidade da Polónia. A primeira hipótese seria reincidente, pois houve uma primeira tentativa fracassada, no entanto, esta gerava maior consenso pela aproximação a Portugal. A possibilidade da Ucrânia seria um investimento bastante arriscado pela instabilidade política, e por nela estar instaurado um regime que não protege a propriedade privada e ainda por ser um país com ligações fortes à Rússia. A Polónia surgiu então como

uma aposta menos arriscada, muito pelo regime que vigora e por ser um país que pretende aproximar-se da União Europeia.

Desde esse momento que a Polónia assegura um lugar como o mercado mais rentável do grupo JM. Desde 2008, a Polónia apresenta crescimentos acima da União Europeia, alcançando os 4,45% em 2011, situação que se deveu essencialmente à desvalorização da sua moeda, o Zloty. Em termos da dívida pública, esta permanece abaixo dos 60%, valor exigido pela União Europeia, demonstrando ser um país com controlo sobre as contas públicas.

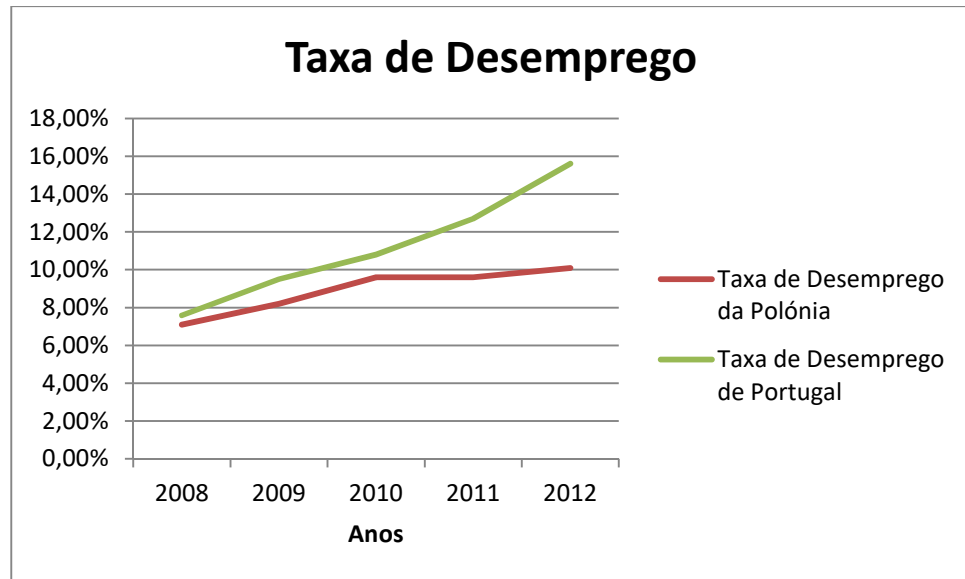
Figura 15 – Crescimento do PIB (Portugal vs. Polónia)



Fonte: World Bank

Como se pode verificar no gráfico, a Polónia sempre teve um crescimento do PIB superior a Portugal mas no entanto ambos tiveram uma redução significativa de crescimento até 2012. A partir desse momento, Portugal tem recuperado de forma gradual e a Polónia apenas teve um crescimento da sua taxa a partir de 2013.

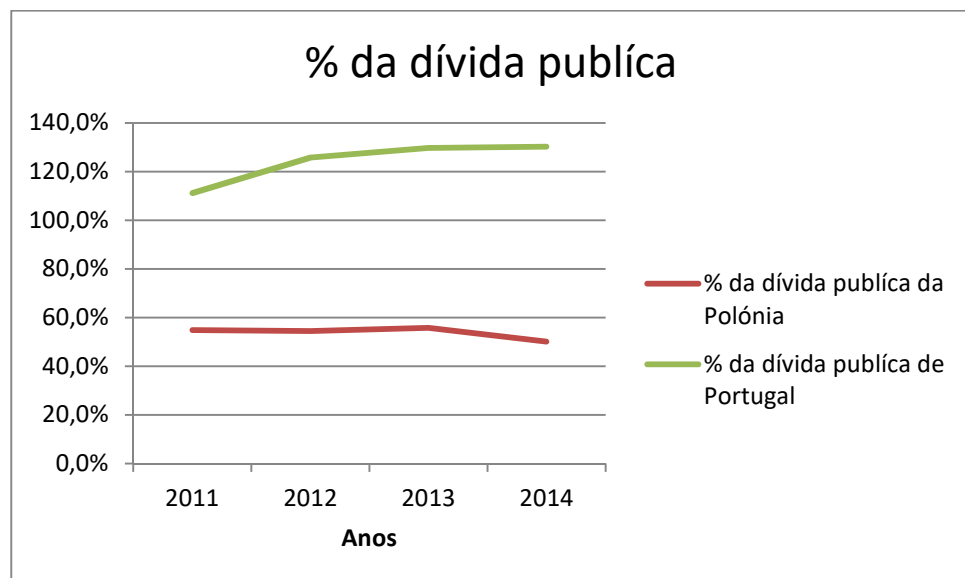
Figura 16 – Evolução do Desemprego (Portugal vs. Polónia)



Fonte: World Bank

É de salientar que a partir do ano de 2010 a taxa de desemprego de Portugal aumentou consideravelmente ao contrário da Polónia que manteve praticamente a mesma taxa. Esta situação deve-se essencialmente ao agravamento da crise que se verificou no período em estudo.

Figura 17.- Dívida Pública em % do PIB (Portugal vs. Polónia)



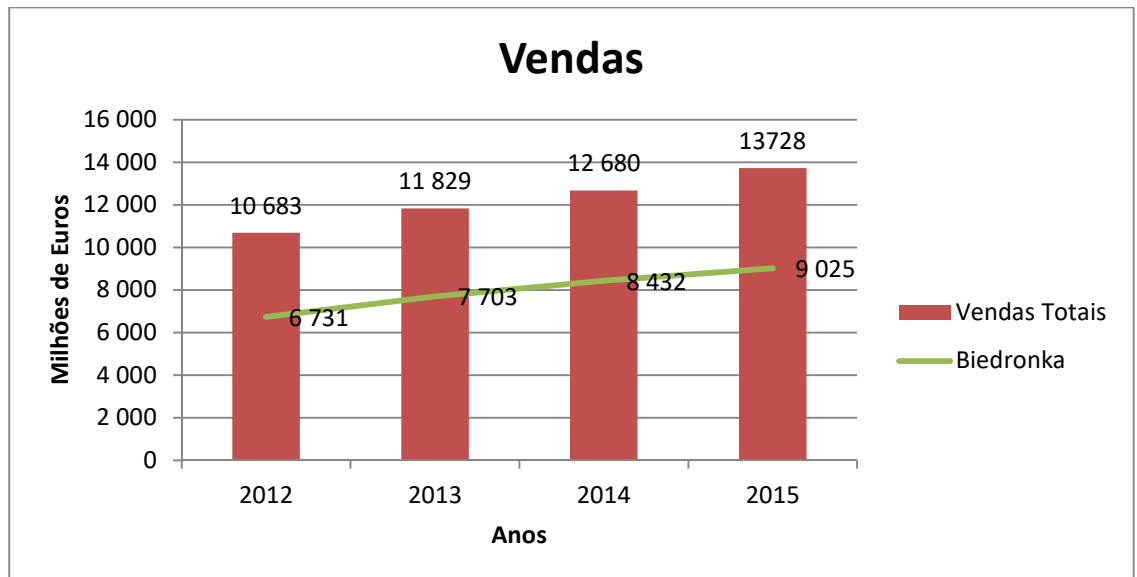
Fonte: Eurostat



Como verificamos, a Polónia cumpre os requisitos impostos pela União Europeia no que concerne à percentagem da dívida pública, ou seja, situa-se abaixo dos 60% do PIB. No oposto encontra-se Portugal que tem ultrapassado, de forma clara, este rácio ao longo do período em estudo. Apesar das medidas que tem implementado de forma a reduzir este indicador económico, atingindo em 2011, 111,10% do PIB e em 2014 ultrapassou 130% do PIB, sendo concretamente 130,2%.

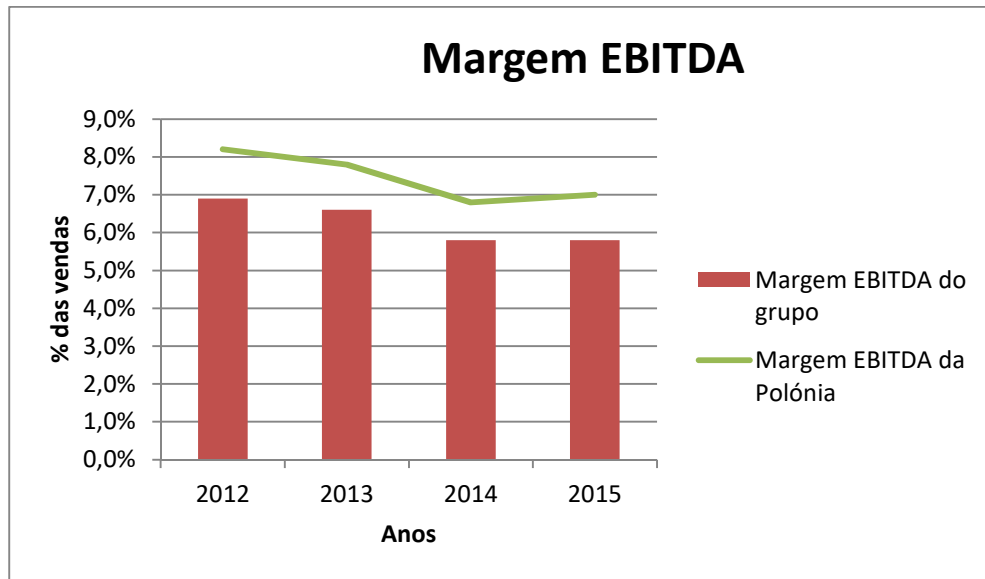
Em comparação com o Pingo Doce, podemos verificar que a Polónia tem tido o maior volume de vendas do grupo (o que já vem acontecendo desde 2008). Também naquele mercado a margem de EBITDA é mais significativa, estando em 2014 ligeiramente abaixo dos 7%, enquanto a margem média do grupo é inferior a 6%. Note-se que ao passo que a margem média esteve sempre a decrescer já o mesmo não se passou a nível da Polónia, onde em 2012 se atingiu o pico de 8,2% em relação às vendas.

Figura 18 – Vendas (JM Retalho vs. Polónia)



Fonte: Relatório e Contas do grupo JM do ano 2015.

Figura 19 – Margem de EBITDA (JM vs. Polónia)

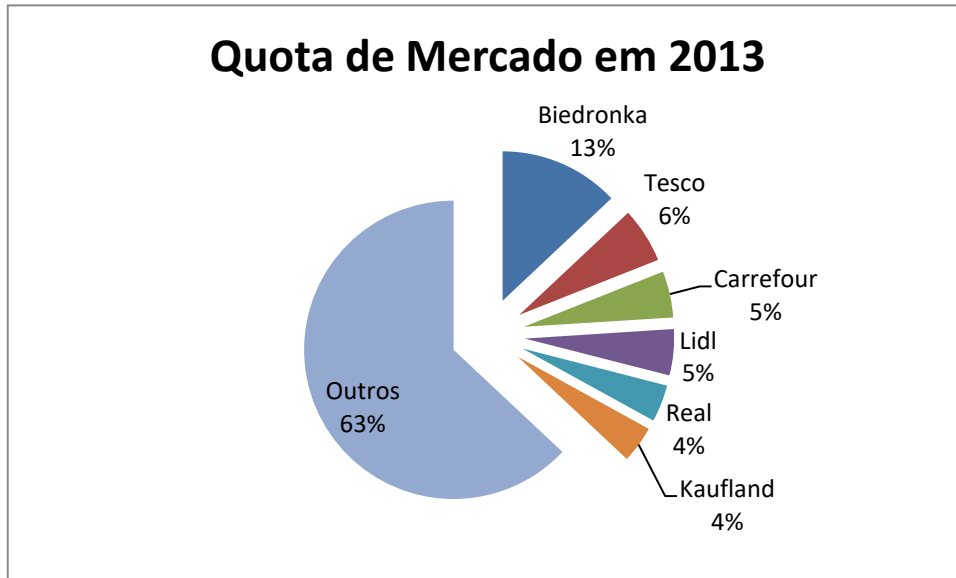


Fonte: Relatório e Contas do grupo JM do ano 2015.

Em 2013, o mercado da Polónia atingiu aproximadamente 2/3 das vendas, cerca de 65%. Em comparação com o período anterior, apresentou apenas um crescimento de 2,5%, por força da concorrência que surgiu através de cadeias de retalho multinacionais como o Aldi, Lidl, Tesco e Carrefour. De forma a manter as quotas de mercado, que rondam os 20%, a Biedronka realizou inúmeras promoções com o intuito de reduzir os preços dos produtos, o que se traduziu numa redução da margem de EBITDA.

Os concorrentes apostam cada vez mais neste mercado polaco, sendo que ainda é considerado um mercado “novo” (emergente) e que ainda possui uma grande margem de progressão. A JM efetuou investimentos elevados na criação de novos espaços comerciais e no setor de marketing na divulgação de promoções de forma a combater os seus principais concorrentes.

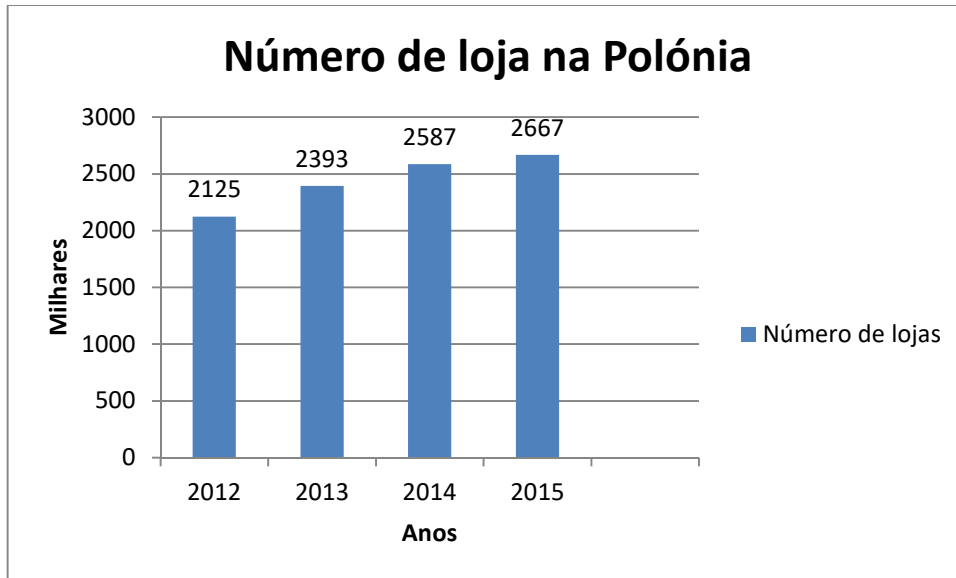
Figura 20 – Quotas de Mercado na Polónia em 2013



Fonte: CaixaBI\_ 16-12-2013\_ Company Report

O grupo fechou o ano 2014 com mais de 2.500 lojas na Polónia e pretende, em 2015, aumentar os centros de distribuição de 12 para 16 centros. Estes números espelham o forte investimento que a JM pretende fazer na Biedronka e a sua importância como mercado mais valioso do grupo. As medidas que contribuem para este crescimento são a forte ligação com os produtores locais e, conseqüentemente, o crescimento da marca própria. Todas as medidas supramencionadas têm sido ultimamente também adotadas em Portugal.

Figura 21 – Evolução Número de Lojas na Polónia



Fonte: Relatório e Contas do grupo JM do ano 2015.

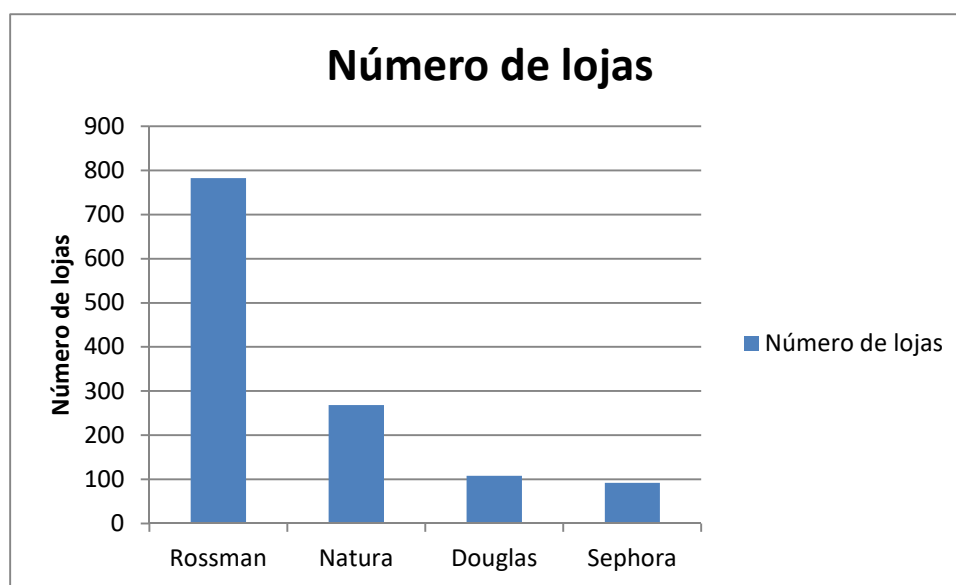
Figura 22 \_ Número de Visitantes na Polónia (?)



Fonte: CaixaBI\_ 16-12-2013\_ Company Report

Devido à margem de progressão que ainda existe no mercado polaco por ser um mercado em crescimento, a JM tem vindo a implementar a área de estética e beleza, denominada de Hebe. Com um mercado de 4,6 biliões de euros, sendo o principal concorrente, a Rossman, com cerca de 40% do mercado, seguido pela Super-Phan com apenas 3,6% da quota de mercado, o que deixa bastante margem de negócio. Como tem sido o caso na Biedronka, será com o preço mais baixo do mercado que a JM conquistará quota e, para tal, vai aproveitar os centros de distribuição já existentes e toda a sua estrutura para apresentar os melhores preços, situação que os concorrentes não possuem na mesma envergadura.

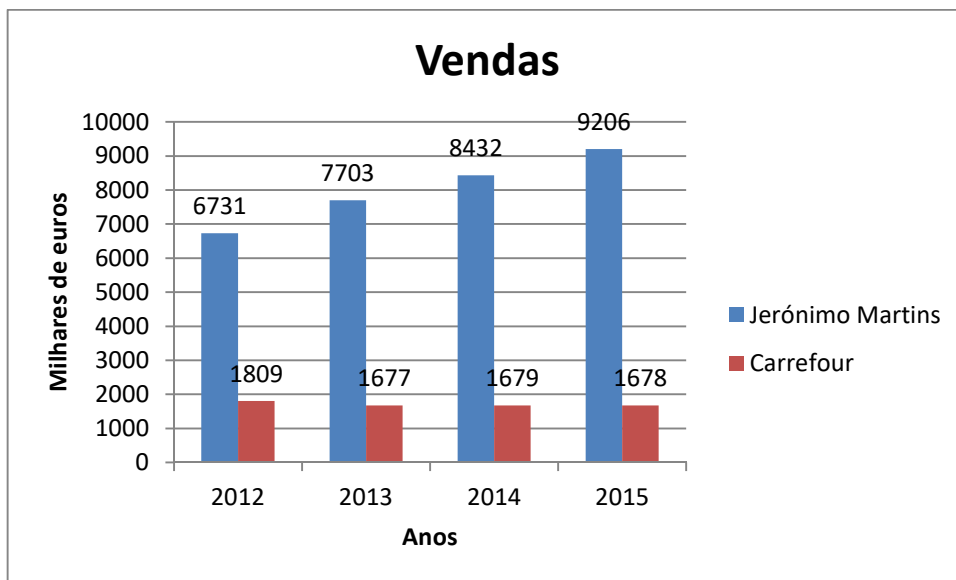
Figura 23 – Número de Lojas do Setor Estética e Beleza da Polónia em 2013



Fonte: CaixaBI\_ 16-12-2013\_ Company Report

### 3.2.1. Análise comparada com o Carrefour (no mercado Polónia)

Figura 24 – Vendas na Polónia (JM vs. Carrefour)



Fonte: Relatório e Contas do grupo JM do ano 2014

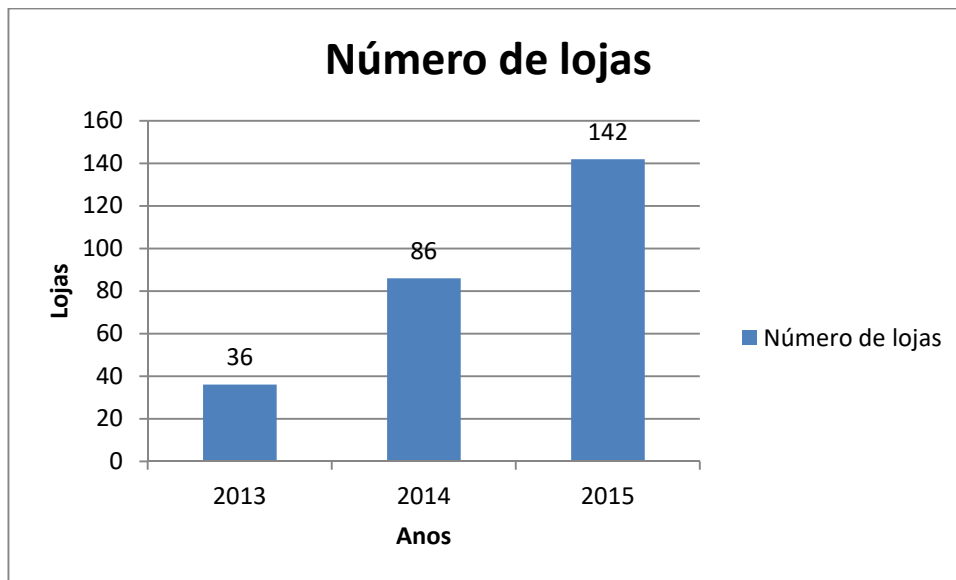
Como podemos verificar, existe uma diferença evidente entre o volume de vendas existente no mercado polaco entre as marcas Carrefour e JM, sendo que a diferença resultou de uma rápida consolidação da segunda neste mercado, apostando em medidas, anteriormente assinaladas, que ajudaram a convergir para a posição de líder destacado. No entanto, importa referir que no final do ano 2014, ambas as marcas revelaram um aumento das vendas.

### 3.3. Colômbia

A escolha deste mercado como o investimento seguinte teve vários fatores em conta em comparação com o mercado mais rentável, a Polónia. Estes fatores foram a semelhança do número de habitantes e a estabilidade política do país, para que se possa, de uma forma sustentável, implementar de forma idêntica o modelo vigente na Polónia. A cadeia de lojas,

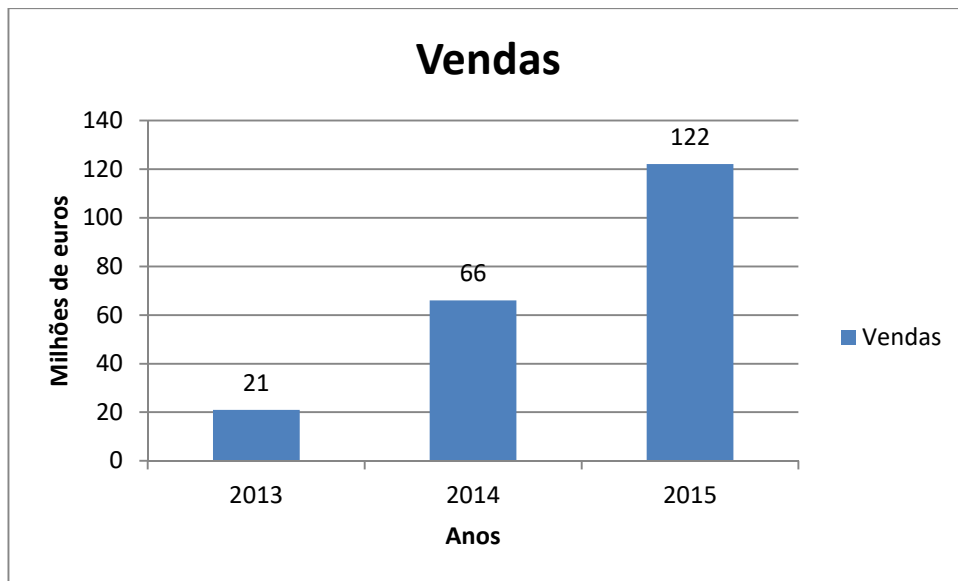
denominada Ara, lançada em março de 2013 e que terminou nesse mesmo ano com 36 lojas abertas ao público, teve o seu início na zona de Pereira, por ser um espaço de forte presença de produção de café, principal produto de exportação da Colômbia. Os acessos, ao contrário do resto do país, estão desenvolvidos, pelo que será uma mais-valia na implementação nesta fase inicial, permitindo fortalecer a presença no país. Importa referir que apresentou um crescimento acentuado em número de lojas em 2014, concluindo o ano de 2014 com 86 lojas e o ano de 2015 com 142 lojas, com a relevância de ter iniciado atividade na zona da Costa do Caribe, onde abriu um novo centro de distribuição em Barranquilla.

Figura 25 – Número de Lojas na Colômbia



Fonte: Resultados de 2015 do grupo Jerónimo Martins.

Figura 26 – Número de Lojas na Colômbia



Fonte: Resultados de 2014 e 2015 do grupo Jerónimo Martins.

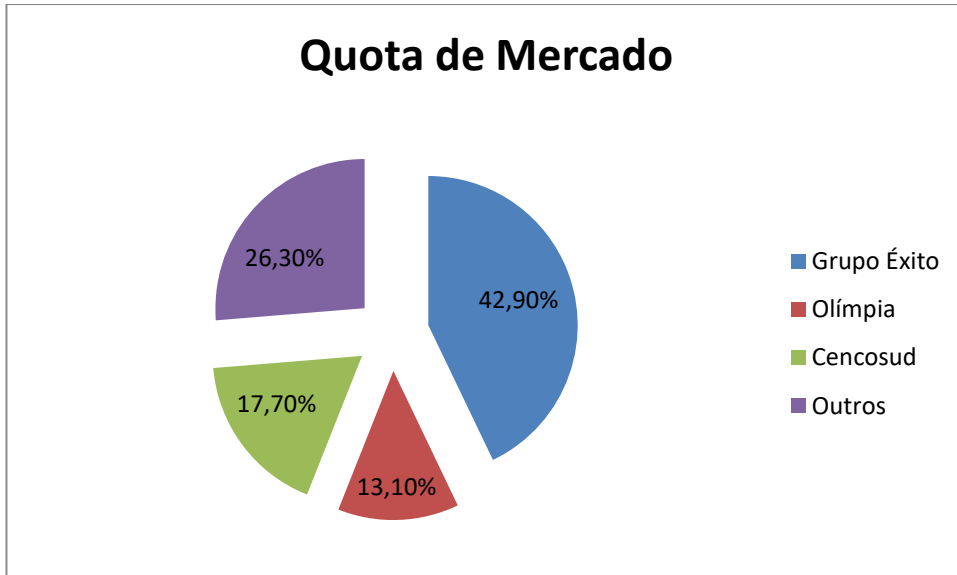
Verifica-se, no gráfico acima, que as vendas na Colômbia revelam um crescimento bastante significativo desde a inserção no mercado colombiano, devido ao investimento no formato Hard Discount e à eficiência na ótica dos custos, através da entrega dos produtos num formato de paletes.

Em termos do público-alvo, a Ara destina-se ao segmento médio. A sociedade Colombiana é uma sociedade estratificada em que não existe muito envolvimento entre os diferentes segmentos da população. Esta aposta do grupo assenta no facto da população colombiana ser jovem, cerca de 55% da população tem menos de 30 anos, e começa a querer alguma qualidade de vida, pelo que está a passar a adquirir produtos com alguma qualidade a um preço acessível. Este público-alvo foi escolhido pois o líder do mercado, Grupo Êxito, que detém uma quota de mercado de 42,9%, destina-se essencialmente ao segmento dos consumidores com maiores rendimentos. Uma das grandes ameaças ao grupo é a venda de produtos na rua, que ainda constitui uma presença forte na economia. Esta atividade não tem qualquer fiscalização, pelo que pode apresentar produtos com preços mais competitivos, porém, em termos de qualidade, não apresenta qualquer ameaça à implementação do grupo. Embora o líder de mercado possua uma grande quota de mercado, ainda existe uma grande parcela de mercado não organizado e lojas de retalho alimentar independentes, pelo que existe



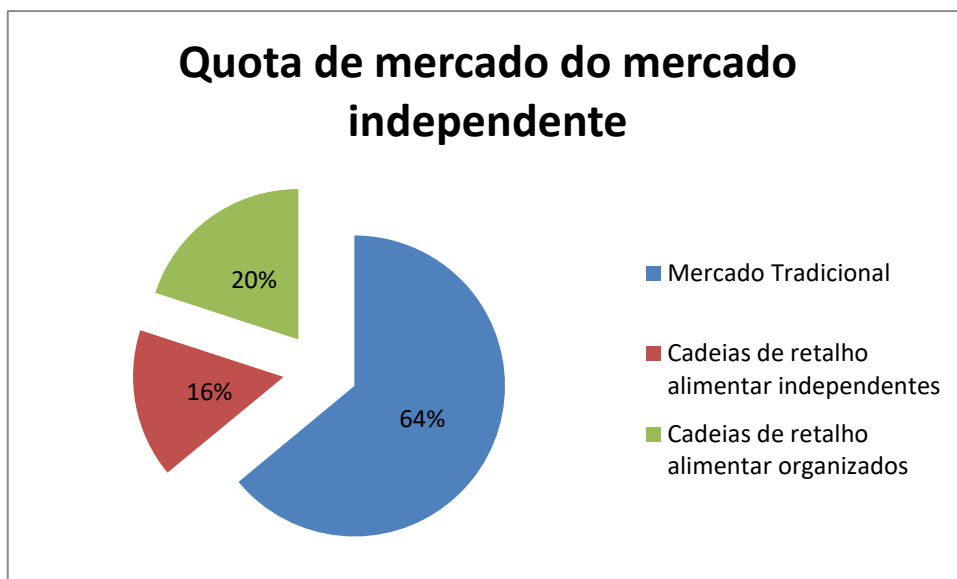
uma grande quota de mercado ainda para ser conquistada, como está exemplificado nos quadros seguintes.

Figura 26 – Quotas de Mercado na Colômbia



Fonte : CaixaBI\_ 16-12-2013\_ Company Report

Figura 27 – Quotas de mercado do mercado independente Colombiano



Fonte: CaixaBI\_ 16-12-2013\_ Company Report

## Conclusão

No decorrer do período de análise do Grupo JM, de 2011 a 2015, verifica-se que o resultado do Grupo tem sido benéfico com destaque para o mercado polaco, nomeadamente, 7% de margem EBITDA em relação às vendas. Patenteia-se uma aposta contínua neste mercado que, em 2012, apresentava 2125 lojas e, findando o ano de 2015, evidencia uma progressão de 2667 lojas na Polónia. Este mercado assume-se como o “motor” do Grupo em termos de rentabilidade, concretizando-se em 66,5% total das vendas do Grupo em 2015.

Apesar do aumento das vendas, notou-se o impacto das empresas concorrentes, nomeadamente do Carrefour, que através de campanhas de marketing tem vindo a aumentar a sua quota de mercado, o que se traduziu numa redução da margem EBITDA de 14,7%.

Assistiu-se, no período acima identificado, a uma redução dos resultados no mercado português devido à crise que o país atravessa. Com vista a tentar melhorar a sua performance, o Pingo Doce realiza inúmeras campanhas de promoção de forma a aumentar a sua quota de mercado. Contudo, devido a estas reduções de preço, estas ações restringem o EBIT e verificou-se igualmente uma redução nas vendas na marca Recheio devido à elevada concorrência das outras empresas do setor alimentar.

O mercado colombiano, por ter iniciado em março de 2013, ainda não teve um impacto significativo nos resultados. No entanto, avizinham-se algumas dificuldades na implementação da empresa, devido à concorrência de marcas já estabelecidas no mercado, nomeadamente, o Grupo Êxito com uma quota de mercado de 42,8%. Na Colômbia, o crescimento das vendas permanece favorável e assiste-se a um aumento do número de clientes.

No ano de 2015, denota-se um aumento, no período homólogo das vendas consolidadas no valor de 7,62 %, com especial destaque para o mercado polaco, que cresceu 8,39%, apesar do embargo russo às exportações polacas.

É de realçar que no ano de 2015 o mercado colombiano, teve um crescimento bastante significativo, em número de lojas e vendas, com um crescimento homólogo de aproximadamente 40% e de 45,9 % respectivamente.

Como limitações a este estudo, destaca-se essencialmente uma informação escassa sobre o mercado colombiano, devido a um período de conjuntura económica mundial difícil e a uma forte concorrência. Desse modo, seria fulcral, como principais pistas para uma investigação futura, existir um aprofundamento na avaliação do mercado colombiano e efetuar a comparação, em termos financeiros, com os principais concorrentes nesse segmento.

## BIBLIOGRAFIA

- Aniceto, F. M. M. 2010. *Análise Financeira – Sector da Construção*, Tese de Mestrado em Finanças, ISCTE – Business School, Lisboa.
- APED. 2013. *Ranking APED 2012*.
- APED. 2012. *Ranking APED 2011*.
- Carrefour, S.A. 2014. Consolidated Financial Statement 2013.
- Carrefour, S.A. 2015. Consolidated Financial Statement 2014.
- Carrefour, S.A. 2013. Consolidated Financial Statement 2012.
- Carrefour, S.A. 2012. Consolidated Financial Statement 2011.
- Custódio, C., & Mota, A. G..2006. Finanças *da empresa*: Booknomics
- Ferreira, Manuel P., Reis, Nuno R., & Santos, João C. 2011. *Mudança no sector alimentar: Pingo Doce*. Caso de estudo nº8, globAdvantage – Center of Research in Internacional Business & Strategy, Leiria.
- Flores, João (2012), *Jerónimo Martins – Carrefour exits Colombia*, Millennium Investment Banking.
- Jerónimo Martins, S.G.P.S., S.A. 2012. *Relatório e Contas Consolidadas de 2011*.
- Jerónimo Martins, S.G.P.S., S.A. 2013. *Relatório e Contas Consolidadas de 2012*.
- Jerónimo Martins, S.G.P.S., S.A. 2014. *Relatório e Contas Consolidadas de 2013*.
- Jerónimo Martins, S.G.P.S., S.A. 2015. *Relatório e Contas Consolidadas de 2014*.
- Jerónimo Martins, S.G.P.S., S.A. 2016.. *Resultados do ano de 2015*.
- Neves, J.C. 2005. *Análise Financeira – Técnicas Fundamentais*, Lisboa, Texto Editores, 1ª edição.
- Sonae, S.G.P.S., S.A. 2012. *Relatório e Contas de 2011*.
- Sonae, S.G.P.S., S.A. 2013. *Relatório e Contas de 2012*.
- Sonae, S.G.P.S., S.A. 2014. *Relatório e Contas de 2013*.
- Sonae, S.G.P.S., S.A. 2015. *Relatório e Contas de 2014*.
- Sonae, S.G.P.S., S.A. 2016.. *Resultados do ano de 2015*.
- Rodrigues, João, caixaBI\_JMT.LS - 16-12-2013, Jerónimo Martins\_Company\_Report

## SITES CONSULTADOS

<http://ec.europa.eu/eurostat>

<http://www.worldbank.org/>

<Http://www.google.pt/>

<http://pt.wikipedia.org/wiki/>

<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

<http://markets.ft.com/research/Markets/Tearsheets/Financials?s=JMT:LIS>

<http://www.valuewalk.com/>

<http://www.jeronimomartins.pt/>

<http://www.sonae.pt/pt/>

<http://www.carrefour.fr/>

<http://aped.pt/pt>