INSTITUTO
UNIVERSITÁRIO
DE LISBOA

Avaliação Financeira do Grupo DIA

Tomás Manuel Dias Neves de Vasconcelos Marques

Mestrado em Gestão

Orientador:

Professor Doutor João Francisco Baptista Colaço Sobral do Rosário, Professor Auxiliar Convidado,

ISCTE Business School, Departamento de Finanças

Dezembro, 2020

Departamento de Marketing, Operações e Gestão Geral

Avaliação Financeira do Grupo DIA

Tomás Manuel Dias Neves de Vasconcelos Marques

Mestrado em Gestão

Orientador:

Professor Doutor João Francisco Baptista Colaço Sobral do Rosário, Professor Auxiliar Convidado,

ISCTE Business School, Departamento de Finanças

Dezembro, 2020

AGRADECIMENTOS

Este projeto é o culminar de um percurso longo e exigente, mas que muito me deu e me fez crescer. É a concretização do sonho de chegar a esta etapa e sentir que todo o esforço é premiado agora no final de um percurso muito importante da minha vida.

A todos os familiares e amigos que sempre me apoiaram e deram motivação para querer chegar mais longe.

Ao Professor João Rosário pelo apoio, disponibilidade e partilha de conhecimento.

À minha mãe e aos meus irmãos, Marta e João, por apesar de todos os obstáculos da vida, estarmos sempre juntos.

Ao meu grande amigo Luís por todo o apoio e por nunca me deixar desistir.

À minha amiga Filipa pelo acompanhamento e ajuda nesta etapa até ao final.

À minha namorada, Sara, que dá um significado maior a todos os momentos e por todo o apoio durante este projeto.

Quero ainda dedicar este projeto ao meu pai que, apesar das saudades, é e será sempre a minha grande inspiração e o modelo de vida para querer chegar mais longe. A ele e aos meus avós paternos que me acompanharam no início desta etapa, mas infelizmente não estão presentes no final.

RESUMO

Este projeto contém uma avaliação detalhada do Grupo DIA e tem como objetivo fazer uma recomendação de investimento.

O Grupo DIA tem sede em Espanha e opera em quatro países: Espanha, Portugal, Brasil e Argentina. É um grande grupo do retalho alimentar especializado em lojas de conveniência e em supermercados de pequena e média dimensão. Aposta bastante no *franchsising*, mas está desde 2018 com uma estratégia que passa por fechar lojas e assumir o controlo de várias lojas *franchisadas*.

Adquirido pela LetterOne em 2019, o Grupo DIA atravessa um período de recuperação acompanhado de um processo de reestruturação.

A avaliação do Grupo DIA foi feita com base no Método do Fluxo de Caixa Descontado e na Avaliação Relativa, utilizando informação pública disponível a 30 de Novembro de 2020, sendo que qualquer informação posterior a esta data não foi considerada. Foram utilizados dados históricos dos últimos 3 anos e toda a informação necessária de fontes credíveis para fazer as projeções para os próximos 5 anos e determinar o valor para a perpetuidade.

Com um preço por ação previsto de 0,190€, representando uma valorização de 31,6% face ao preço por ação atual de 0,144€, a recomendação é de compra, acreditando no potencial do Grupo DIA e na reestruturação que está em execução, sendo que o risco da atual situação que a empresa vive foi refletido na avaliação.

Classificação JEL: G30: G32

Palavras-Chave: Grupo DIA, Retalho Alimentar, Avaliação de Empresas, Método do Fluxo de Caixa Descontado, Método dos Múltiplos

ABSTRACT

This project contains a detailed evaluation of the DIA Group and aims to make an investment recommendation.

The DIA Group is headquartered in Spain and operates in four countries: Spain, Portugal, Brazil and Argentina. It is a large food retailer group specialized in convenience stores and small and medium-sized supermarkets. It has a big percentage of franchised stores, but since 2018 the Group has established a strategy that involves closing stores and taking control of several franchised stores.

Acquired by a corporation in 2019, DIA Group is going through a recovery period in parallel with a restructuring process.

The DIA Group's valuation was made based on the Discounted Cash Flow Method and the Relative Valuation, using public information available on November 30, 2020, any information after this date was not considered. Historical data from the past 3 years and all the necessary information from reliable sources were used to make the projections for the next 5 years and determine the value for perpetuity.

With a predicted price per share of 0,190€, which represents increase of 31,6% compared to the current price per share of 0,144€, the recommendation is to buy, believing in the potential of the DIA Group and the ongoing restructuring, although the risk of the current situation that the company is experiencing was reflected in the evaluation.

JEL Classification: G30: G32

Keywords: DIA Group, Food Retail, Equity Research, Discounted Cash Flow, Multiples

ÍNDICE

AGRADECIMENTOS i
RESUMO iii
ABSTRACT v
ÍNDICE DE FIGURAS ix
ÍNDICE DE QUADROS xi
GLOSSÁRIO xiii
1. INTRODUÇÃO 1
2. REVISÃO DE LITERATURA 3
2.1 Método do Fluxo de Caixa Descontado: 4
2.1.1 Free Cash Flow to the Firm: 5
2.2 Avaliação Relativa: 7
2.2.1 Múltiplos de Avaliação de Empresa: 8
2.2.2 Múltiplos de Capital da Empresa: 8
3. PERSPETIVA MACROECONÓMICA 9
3.1 Portugal e Espanha 9
3.2 Argentina e Brasil 11
3.3 Taxas de Câmbio 13
4. INDÚSTRIA DO RETALHO ALIMENTAR 15
4.1 A Indústria Alimentar na União Europeia 16
4.2 Impacto da pandemia no Retalho Alimentar 17
4.3 Tendências do Retalho Alimentar 18
5. GRUPO DIA 21
5.1 Estratégia 23
5.2 Modelo de Negócio 23
5.3 Shareholders 24
5.4 Presença Geográfica 24
5.5 Concorrência 25
5.5.1 Jerónimo Martins 26
5.5.2 Carrefour 27
5.5.3 Tesco 28
5.5.4 Casino *Guichard Perrachon* 29
5.5.5 Metro AG 30
6. ANÁLISE DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS 31

6.1 Pressupostos Macroeconómicos 31
6.2 Pressupostos Operacionais 31
6.3 Indicadores Operacionais 32
7. ANÁLISE DE VALOR DO GRUPO DIA 39
7.1 Análise de Valor - Modelo do Fluxo de Caixa Descontado 41
7.1.1 Ativos e Passivos Não Operacionais 42
7.1.2 Dívida Financeira Líquida 43
7.1.3 Análise de Sensibilidade 43
7.2 Análise de Valor – Avaliação Relativa 44
7.2.1 Múltiplo EV/EBITDA 45
7.2.2 Múltiplo P/S 46
8. CONCLUSÃO 47
9. BIBLIOGRAFIA 49
10. ANEXOS 51

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 3. 1: Variação anual do PIB e da Inflação em Portugal 10

Figura 3. 2: Variação anual do PIB e da Inflação em Espanha 10

Figura 3. 3: Variação anual do PIB e da Inflação na União Europeia 11

Figura 3. 4: Variação anual do PIB e da Inflação na Argentina 12

Figura 3. 5: Variação anual do PIB e da Inflação no Brasil 12

Figura 3. 6: Taxas de câmbio EUR/ARS e EUR/BRL 13

Figura 4. 1: Peso dos gastos em bens alimentares e bebidas não alcoólicas nos gastos totais das famílias nos países da União Europeia 16

Figura 5. 1: Desempenho das ações do Grupo DIA e do Índice IBEX 35 21

Figura 5. 2: Volume de negócios do Grupo DIA por país 22

Figura 5. 3: Faturação anual do Grupo DIA por país 25

Figura 5. 4: Faturação do Grupo Jerónimo Martins por país 26

Figura 5. 5: Faturação e EBITDA anuais do Grupo Jerónimo Martins em Portugal e na Polónia 27

Figura 5. 6: Faturação do Grupo Carrefour por país 28

Figura 5. 7: Faturação do Grupo Tesco por país 29

Figura 6. 1: Vendas e EBITDA anual do Grupo DIA 33

ÍNDICE DE QUADROS

Quadro 5. 1: Lojas do Grupo DIA por país 25

Quadro 6. 1: Pressupostos macroeconómicos 31

Quadro 6. 2: Previsão da evolução do número de lojas 32

Quadro 6. 3: Lojas do Grupo DIA por país 34

Quadro 6. 4: Previsão da evolução dos CMVCM 34

Quadro 6. 5: Previsão da evolução dos gastos com pessoal 35

Quadro 6. 6: Previsão da evolução do *capex* 36

Quadro 6. 7: Previsão da evolução da Dívida Existente 36

Quadro 6. 8: Previsão das Necessidades de Financiamento 37

Quadro 7. 1: Avaliação por DCF 40

Quadro 7. 2: Taxa de juro de referência consoante o Rating da empresa 41

Quadro 7. 3: Modelo do Fluxo de Caixa Descontado 42

Quadro 7. 4: Ativos e Passivos Não Operacionais 43

Quadro 7. 5: Dívida Financeira Líquida 43

Quadro 7. 6: Análise de Sensibilidade ao Valor da Empresa (€M) 44

Quadro 7. 7: Análise de Sensibilidade ao Valor do Capital (€M) 44

Quadro 7. 8: Concorrentes - Múltiplo EV/EBITDA 45

Quadro 7. 9: Avaliação – Múltiplo EV/EBITDA 45

Quadro 7. 10: Concorrentes - Múltiplo P/S 46

Quadro 7. 11: Avaliação – Múltiplo P/S 46

GLOSSÁRIO

€M – Milhões de Euros

β - Beta do investimento

APV – *Adjusted Present Value*

ARS – Peso Argentino

BRL – Real Brasileiro

CAPEX – Investimento de Capital

CAPM – *Capital Asset Price Model*

D - Valor de mercado da dívida

DCF – *Discounted Cash Flow*

DIA – Distribuidora Internacional de Alimentación

E - Valor de mercado do capital

EBIT – *Earnings Before Interest and Taxes*

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

EUR/€ - Euro

EV/EBITDA – *Enterprise Value to EBITDA*

FC – Fluxo de Caixa

FCFF – *Free Cash Flow to the Firm*

g - Taxa de crescimento na perpetuidade

LfL – *Like for like*

P/S – *Price to Sales*

PIB – Produto Interno Bruto

PPC – Paridade do Poder de Compra

r_d - Custo do capital alheio

r_e - Custo do capital próprio

r_f - Taxa de juro sem risco

r_m - Retorno expectável de mercado

r^t - Taxa de desconto estimada dos Fluxos de Caixa no período t

T - Taxa de imposto

WACC – *Weighted Average Cost of Capital*

VAL – Valor Atual Líquido

xxxE – Ano Estimado

xxxH – Ano Histórico

xxxP – Ano Previsional

1. INTRODUÇÃO

O presente projeto é um trabalho final de Mestrado em Gestão, que tem como objetivo desenvolver uma avaliação financeira do Grupo DIA, com a finalidade de determinar a viabilidade de um possível investimento.

A empresa Distribuidora Internacional de Alimentación é uma das mais antigas e bem-sucedidas no mercado retalhista alimentar não só a nível europeu, como a nível mundial.

A escolha da empresa deve-se ao meu interesse pela área do retalho alimentar, ao qual estou ligado profissionalmente há já três anos. Foi também escolhida pelo facto do passado recente ter sido bastante atribulado e apresentar grandes desafios para o futuro da empresa, juntamente com toda a incerteza e dificuldades agravadas pela pandemia que atualmente condiciona todos os setores a nível mundial.

O Grupo DIA opera atualmente em quatro países, os quais contribuíram com proporções bastante distintas no volume de negócios total do Grupo em 2019: Espanha (60,8%), Portugal (8,6%), Brasil (17,2%) e Argentina (13,4%).

Com uma média de 2,9 milhões de clientes diários, o Grupo conta ainda com mais de 20 milhões de membros no programa de fidelização de clientes.

Com o objetivo de determinar o valor da empresa, foi feita uma revisão de literatura onde se concluiu que para determinar o preço-alvo do Grupo DIA, as abordagens mais apropriadas seriam o Método do Fluxo de Caixa Descontado complementado com o Método de Avaliação Relativa, nomeadamente o Método dos Múltiplos Comparáveis.

Foram tidos em consideração vários fatores críticos para a avaliação, particularmente a diminuição do número total de lojas e a mudança de lojas franchisadas para lojas próprias, seguindo a estratégia definida pelo Grupo nos últimos anos, uma maior racionalização dos gastos operacionais de acordo com a nova política de redução de lojas e o investimento total necessário para desenvolvimento da atividade operacional do Grupo ao longo dos próximos anos.

Foi calculada uma taxa de desconto específica para cada país com o objetivo de apurar os riscos implícitos de cada economia e mercado local, tendo sido possível determinar uma taxa de desconto ponderada pelo volume de negócios de cada país em que o Grupo está presente, evidenciando o risco global inerente.

Para o valor de crescimento na perpetuidade foi considerada uma taxa de crescimento de acordo com as estimativas de inflação mais recentes à data de 1,85%.

O preço alvo foi estimado em 0,190€, representando uma valorização de 31,6% face ao preço atual por ação de 0,144€.

2. REVISÃO DE LITERATURA

"Value is the defining dimension of measurement in a market economy"[1] (Koller et al., 2010).

Todos os investimentos são feitos com o objetivo de obter um lucro que compense o risco existente. Avaliar o valor de uma empresa é essencial para proteger os interesses de todos os *Stakeholders* a longo prazo. Os acionistas por exemplo podem ficar satisfeitos com lucros que possibilitem dividendos no final do ano fiscal, mas outros investidores necessitam de outro tipo de evidências para assumirem o risco de confiar que a empresa aumentará o seu valor. Sem dúvida que não menos importante do que os resultados financeiros da empresa são a percentagem de reinvestimento anual e o risco do mercado ou da indústria a que pertence a empresa. Temos então de ter em consideração vários fatores e conhecer toda a informação relevante para poder avaliar uma empresa corretamente.

A avaliação desempenha um papel fundamental em diversas áreas, onde podemos destacar a gestão de portfólio, a análise de fusões e aquisições de empresas e gestão financeira.

Na gestão de portfólio, a avaliação tem como função analisar e avaliar os diversos instrumentos financeiros disponíveis no mercado para que o investidor seja capaz de tomar decisões conscientes de forma a obter retorno.

Na análise de fusões e aquisições, a avaliação revela-se fundamental na obtenção de um justo valor para ambas as partes.

Na gestão financeira, o valor de uma empresa pode estar diretamente relacionado com as decisões que o gestor toma, sendo assim fulcral a avaliação da empresa.

A avaliação é também imprescindível na obtenção de valor e relações com os *Stakeholders/Shareholders* com o objetivo de criar confiança no mercado a longo prazo.

Existem diversos métodos de avaliação financeira de uma empresa, dos mais simples aos mais complexos. Apesar das diferentes alternativas, todos os modelos apresentam algumas características comuns, devendo ser utilizados os mais adequados a cada cenário.

Segundo Damodaran (2012), existem três abordagens para avaliar uma empresa ou um ativo: o Método do Fluxo de Caixa Descontado, a Avaliação Relativa e a Avaliação de Dívida Contingente. A escolha de quais as abordagens a utilizar deve ser feita tendo em conta as características da empresa ou do ativo a ser avaliado: o nível dos seus lucros, o potencial de crescimento, as fontes de crescimento do lucro, a estabilidade da alavancagem e a política de dividendos.

[1] Tradução livre do autor: O valor é a dimensão que define a mensuração numa economia de mercado.

O Método do Fluxo de Caixa Descontado relaciona o valor de um ativo ao presente valor dos futuros fluxos de caixa esperados para esse mesmo ativo.

A Avaliação Relativa recorre a variáveis comuns como as vendas ou EBITDA para avaliar um ativo comparando-o a outros ativos semelhantes.

A Avaliação de Dívida Contingente mede o valor dos ativos que apresentam características de opções financeiras através de modelos de valorização próprios.

Por não ser apropriado para o presente projeto, este último método de avaliação não será considerado.

2.1 Método do Fluxo de Caixa Descontado:

"The DCF method values the company on basis of the net present value (NPV) of its future free cash flows which are discounted by an appropriate discount rate"[1] (Steiger, 2008).

$$VAL = \sum_{t=0}^{n} \frac{FC^t}{(1+r)^t} \quad \textbf{(1)}$$

Onde:

FC^t = Fluxo de Caixa no período t

r^t = Taxa de desconto estimada dos Fluxos de Caixa no período t

n = Vida útil do ativo

Este modelo de avaliação é o mais comum para avaliar empresas e outros ativos cujos fluxos de caixa estimados sejam positivos e consistentes.

O modelo de avaliação dos Fluxos de Caixa Descontados pode ser abordado através de três diferentes formas: *Modelo de Avaliação do Capital, Modelo de Avaliação da Empresa e Modelo do Valor Atual Ajustado.*

O *Modelo de Avaliação de Capital* avalia a empresa do ponto de vista do acionista, sendo capital é modelo é

[1] Tradução livre do autor: O Método do Fluxo de Caixa Descontado avalia a empresa baseado no Valor Atual Líquido (VAL) dos fluxos de caixa futuros, descontados a uma determinada taxa de desconto.

usado o *Free Cash Flow to Equity* que calcula quanto dinheiro sobra para os acionistas após todas as despesas, reinvestimento e dívida serem pagos (Steiger, 2008).

O *Modelo de Avaliação da Empresa* avalia a empresa por completo, incluindo acionistas, detentores de dívida e acionistas preferenciais. Neste modelo é usado o *Free Cash Flow to the Firm*, onde é calculado o *cash flow* disponível para os detentores de dívida e os acionistas (Steiger, 2008). Este modelo é utilizado na avaliação de empresas que obtêm uma situação estável após um certo período de tempo com crescimentos constantes (Damodaran, 2006).

O *Modelo do Valor Atual Ajustado*, segundo Luehrman (1997), tem como objetivo analisar as atividades financeiras separadamente, adicionando posteriormente o seu valor ao do negócio. Neste modelo é avaliada a empresa sem dívida, descontando o *Free Cash Flow to the Firm* ao custo do Capital não alavancado, sendo posteriormente calculado o Valor Atual Líquido dos benefícios dos custos dos financiamentos obtidos, por fim é avaliada a probabilidade de a empresa falir e os seus custos associados (Damodaran, 2012).

2.1.1 Free Cash Flow to the Firm:

O Modelo *Free Cash Flow to the Firm* mede a rentabilidade da empresa após todos os gastos e reinvestimentos, sendo por isso um dos principais modelos utilizados para analisar a condição financeira da empresa (Damodaran, 2006).

$$FCFF = EBIT \times (1 - T) + Amortizações - Capex - \Delta Fundo\ de\ Maneio \qquad \textbf{(2)}$$

Onde:
FCFF = *Free Cash Flow to the Firm*
EBIT = *Earnings Before Interest and Taxes*
T = Taxa de imposto
Capex = Investimento de Capital

O valor para a perpetuidade é o valor projetado para a empresa após o período previsto através do cálculo dos fluxos de caixa futuros. Este indicador assume que a empresa vai crescer a um ritmo constante, sem data de fim, após o período projetado.

Segundo *Damodaran* (2012), como não é possível estimar fluxos de caixa anuais para sempre, impõem-se um final na avaliação dos fluxos de caixa em algum momento no futuro, calculando depois um valor final que reflete o valor no presente da empresa para a perpetuidade.

$$Valor\ da\ Empresa = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{[\frac{FCFF_{n+1}}{WACC - g_n}]}{(1+WACC)^n} \quad \textbf{(3)}$$

Onde:

$FCFF_t$ = *Free Cash Flow to the Firm* no período t

WACC = Custo Médio Ponderado do Capital

g = Taxa de crescimento na perpetuidade

***Weight Average Cost of Capital* – WACC:**

O Custo Médio Ponderado do Capital (WACC) é o custo do capital ponderado entre a dívida e o capital da empresa, ponderado proporcionalmente pela estrutura de capital ótima do mercado (Damodaran, 2012). Esta taxa é usada no cálculo dos futuros fluxos de caixa na análise do Modelo FCFF.

$$WACC = \frac{E}{D+E} \times r_e + \frac{D}{D+E} \times r_d \times (1-T) \quad \textbf{(4)}$$

Onde:

D = Valor de mercado da dívida

E = Valor de mercado do capital

r_e = Custo do capital próprio

r_d = Custo do capital alheio

T = Taxa de imposto

Custo do Capital Próprio:

O modelo mais aplicado para avaliar o custo do capital próprio é o *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) que demonstra a relação entre o risco do mercado e o retorno expectável.

$$r_e = r_f + \beta(r_m - r_f) \quad \textbf{(5)}$$

Onde:

r_e = Custo do capital próprio

r_f = Taxa de juro sem risco

β = Beta do investimento

r_m = Retorno expectável de mercado

Custo do Capital Alheio:

O Custo do Capital Alheio é a taxa a que a empresa se financia atualmente. É o custo da alavancagem no mercado, sendo apenas a soma do *spread* com a taxa de juro.

Preço Alvo:

O preço alvo é o que vai apurar a conclusão final relativamente à recomendação de investimento. Ao comparar o atual valor das ações da empresa com o preço alvo calculado, é possível fazer uma previsão da evolução do valor comercializado em bolsa e perceber se atualmente a empresa está a ser subavaliada, sobreavaliada ou avaliada corretamente pelo mercado.

$$Preço\ Alvo = \frac{Valor\ do\ Capital\ Social}{Ações\ em\ Circulação} \quad \textbf{(6)}$$

2.2 Avaliação Relativa:

Este método avalia as empresas com base na avaliação de mercado das empresas comparáveis (Damodaran, 2012). A Avaliação por Múltiplos é útil numa segunda fase da avaliação, depois de usar outro método de avaliação, com o objetivo de comparar o valor da empresa com as empresas comparáveis (Fernandez, 2002).

Segundo Fernandez (2001), a Avaliação por Múltiplos pode ser dividida em três grupos: Múltiplos baseados no Capital da empresa, Múltiplos baseados no Valor da empresa e Múltiplos baseados num crescimento de referência.

Segundo Damodaran (2012), a Avaliação Relativa é aplicada por várias razões, nomeadamente o facto de serem necessárias menos suposições e de ter fácil implementação. A Avaliação Relativa é também mais simples de compreender e mais fácil para apresentar aos clientes. Por último, o autor refere que os múltiplos são mais prováveis de refletir corretamente o estado atual do mercado, sendo uma tentativa de avaliar o valor relativo e não o intrínseco.

A avaliação da empresa é obtida ao multiplicar o múltiplo das empresas comparáveis pelo indicador de desempenho da empresa avaliada (Kaplan e Ruback, 1994).

2.2.1 Múltiplos de Avaliação de Empresa:

Será apenas considerado aquele que neste momento é o múltiplo de resultados mais utilizado para determinar o valor de uma empresa. Conhecido como *Enterprise Value to EBITDA multiple*, este múltiplo divide o valor de mercado da empresa pelo EBITDA:

$$Múltiplo\ EV\ to\ EBITDA = \frac{Valor\ de\ mercado\ da\ empresa}{EBITDA} \quad \textbf{(7)}$$

Ao usar o EBITDA, este múltiplo é bastante apropriado para comparar empresas que trabalham em países e mercados diferentes com taxação de impostos distintas.

2.2.2 Múltiplos de Capital da Empresa:

Será apenas considerado o múltiplo de capital da empresa mais apropriado para comparar o Grupo DIA aos restantes grupos do retalho alimentar escolhidos neste projeto: o múltiplo de *price to sales*. Este múltiplo demonstra quanto é que os investidores estão dispostos a pagar por cada euro de vendas por uma ação.

O múltiplo *price to sales* é calculado dividindo o valor de mercado das ações da empresa pelas vendas.

$$Múltiplo\ Price\ to\ Sales = \frac{Valor\ do\ Capital\ Social\ da\ Empresa}{Valor\ das\ Vendas\ da\ Empresa} \quad \textbf{(8)}$$

3. PERSPETIVA MACROECONÓMICA

3.1 Portugal e Espanha

Após vários anos de crise profunda, é possível afirmar que desde 2015, Portugal e Espanha estavam numa fase positiva de recuperação e evolução económica. O ano de 2020, fortemente condicionado pela pandemia provocada pelo COVID-19, veio pôr em causa todo o esforço dos anos anteriores.

Analisando os gráficos abaixo, verifica-se que o PIB na União Europeia chegou a ter um crescimento negativo em 2009 e 2012, sendo que tanto Portugal como Espanha tiveram decréscimos na evolução do PIB não só nestes anos, mas também em 2011 e 2013. Refletindo-se assim as grandes dificuldades que estes dois países sentiram nesta crise.

Verifica-se também que a partir de 2014 há um crescimento positivo do PIB nos dois países e até com valores superiores à União Europeia, consistentemente desde 2017, o que demonstra que ambos estavam numa fase de recuperação económica e crescimento.

Tal como referido anteriormente, 2020 veio interromper este ciclo assistindo-se a valores que põem em causa toda a recuperação até aqui conseguida. Verifica-se então Portugal e Espanha ambos com uma previsão para acabar o ano de 2020 com um decréscimo do PIB de 8%, enquanto na União Europeia a previsão é neste momento de -7,1% no final do mesmo período.

Apesar deste ano atípico, as previsões para os anos seguintes são otimistas, apesar da resistência demonstrada ao não querer arriscar previsões a longo prazo (o Fundo Monetário Internacional por exemplo reduziu as suas previsões de três anos para apenas um ano). Verifica-se nestes gráficos, baseados em dados do FMI, que Portugal e Espanha terão um crescimento do PIB superior a qualquer um dos vinte anos anteriores, ficando nos 5% e nos 4,3% respetivamente.

Relativamente à variação dos preços, constata-se que em Portugal a previsão é que 2020 termine com registos de deflação com um valor de -0,2% e de valores positivos de inflação para 2021 com um valor de 1,4%. Já em Espanha verifica-se a mesma tendência nestes dois anos, mas com valores de -0,3% e 0,7% respetivamente. Os valores destes dois países contrastam com os valores da União Europeia em 2020 onde se prevê uma inflação de 0,6%, estando, no entanto, em linha com os valores para 2021 esperando-se uma inflação de 1,2%.

Sendo também relevante analisar a taxa de desemprego, verifica-se que Portugal espera acabar o ano de 2020 com valores não vistos desde 2014, sendo que vinha a reduzir o desemprego sucessivamente todos os anos, mas a previsão diz que 2020 terminará com 13,9%

de desempregados em Portugal. Espanha vinha exatamente com a mesma tendência de recuperação neste indicador, apesar dos valores serem notoriamente superiores, mas vai também terminar o ano de 2020 com um aumento significativo para 20,8%. Espera-se, no entanto, que a taxa de desemprego volte a baixar já no ano de 2021 em Portugal e Espanha, para 8,7% e 17,5% respetivamente.

Conclui-se assim que apesar de toda a incerteza em tempo de pandemia, existe um claro otimismo na recuperação económica após este ano de 2020.

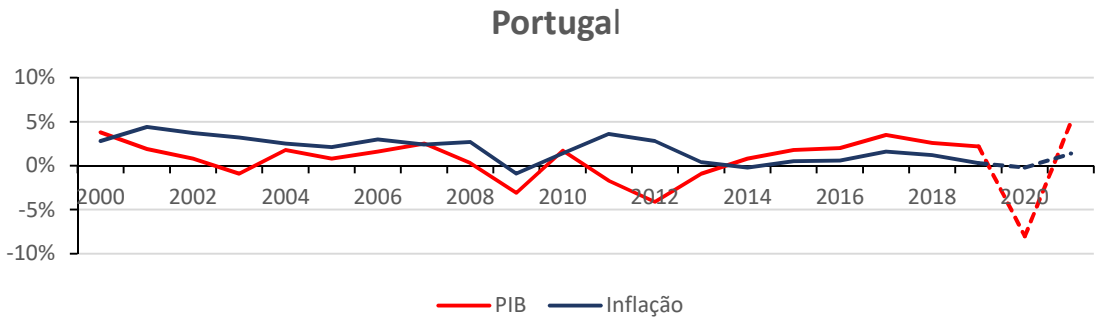

Figura 3. 1: Variação anual do PIB e da Inflação em Portugal

Fonte: Fundo Monetário Internacional

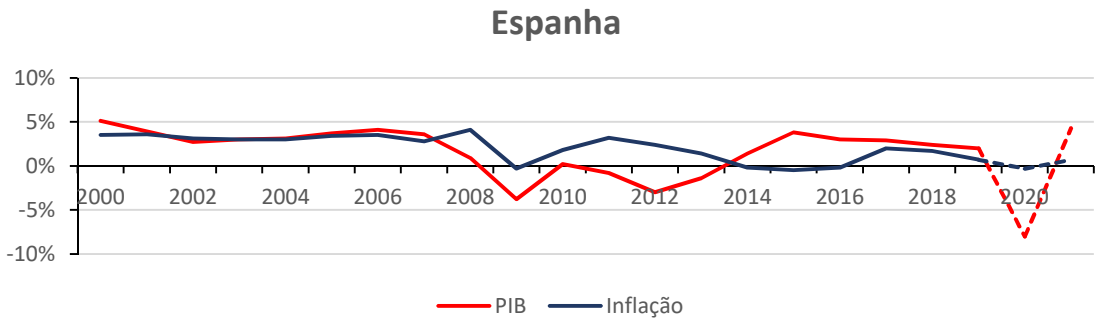

Figura 3. 2: Variação anual do PIB e da Inflação em Espanha

Fonte: Fundo Monetário Internacional

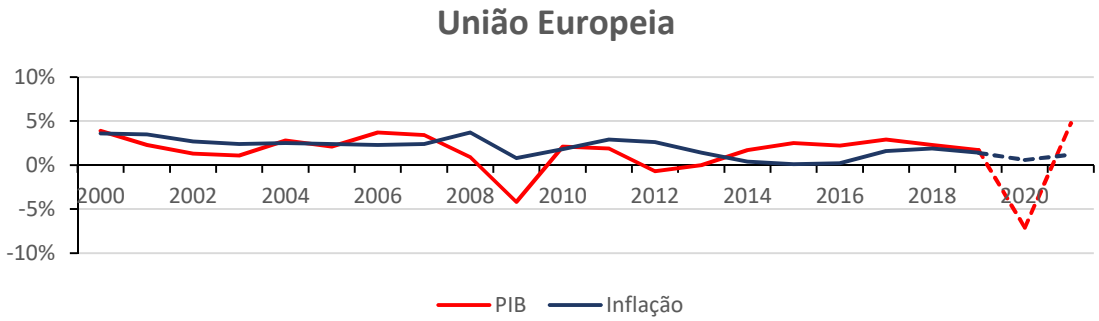

Figura 3. 3: Variação anual do PIB e da Inflação na União Europeia

Fonte: Fundo Monetário Internacional

3.2 Argentina e Brasil

Ao analisar os últimos vinte anos, a Argentina não tem demonstrado estabilidade económica, tendo variações no crescimento do PIB muito significativas de um ano para o outro. Nos últimos anos, desde 2012, verificamos variações entre -2,5% e 2,7%, com os anos a alternar entre positivos e negativos, exceto os últimos dois que foram negativos. Para 2020 a previsão é de que o ano tenha um decréscimo de 5,7%, neste que é um dos países mais afetados pela pandemia que se vive atualmente, existindo, no entanto, algum otimismo que aponta para um crescimento do PIB para 4,4% em 2021.

No Brasil existe maior estabilidade, com crescimento positivo do PIB nos últimos anos, com poucas exceções, mas com valores relativamente baixos entre 1,1% e 1,3% desde 2017. Para o Brasil que é também um dos países mais afetados pela pandemia, espera-se que o PIB tenha um decréscimo de 5,3% para 2020, existindo no entanto otimismo para o ano seguinte cuja previsão é de 2,9%.

Nestes dois países verifica-se também a instabilidade económica devido à variação da inflação, sendo que a instabilidade e especulação estão mais presentes na Argentina do que no Brasil. Neste último, verifica-se que nos anos mais recentes estes indicadores têm estado com valores entre os 3,3% e os 3,7%; enquanto na Argentina em 2019 a inflação teve um valor de 53,6%.

É importante referir que devido a diferenças na forma de cálculo deste indicador, os dados referentes à inflação na Argentina não estão disponíveis entre 2014 e 2016.

Analisando também a taxa de desemprego nestes dois países, verificou-se um aumento significativo no Brasil nos últimos anos, tendo já estabilizado, mas aumentando de 6,8% em

2014 para 11,9% em 2019. Na Argentina tem-se verificado crescimentos anuais discretos, tendo terminado 2019 com 9,8%. Prevê-se que em 2020 Brasil e Argentina sofram aumentos neste indicador, terminando o ano com 14,7% e 10,9% respetivamente, no entanto é esperada uma recuperação em 2021 para valores de 13,5% e 10,1%.

Conclui-se que Argentina e Brasil são dois países que apresentam neste momento alguma instabilidade económica, com a inflação na Argentina a merecer destaque pela falta de serenidade, no entanto com expetativas positivas e de recuperação e crescimento económico para 2021.

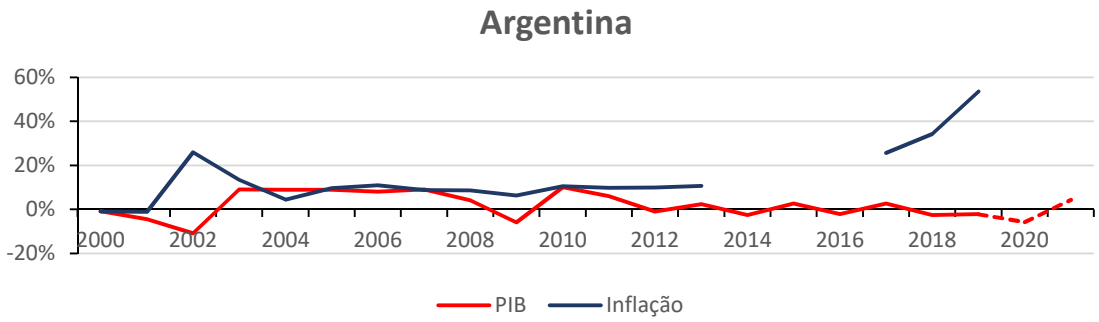

Figura 3. 4: Variação anual do PIB e da Inflação na Argentina

Fonte: Fundo Monetário Internacional

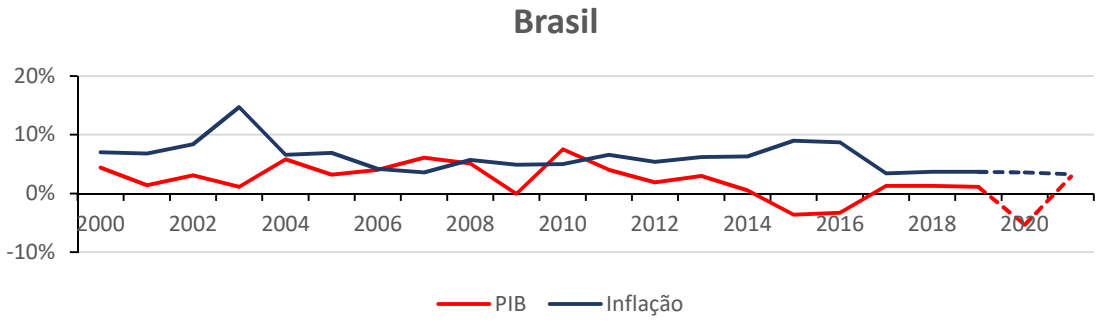

Figura 3. 5: Variação anual do PIB e da Inflação no Brasil

Fonte: Fundo Monetário Internacional

3.3 Taxas de Câmbio

Numa empresa multinacional que opera com diferentes moedas é essencial ter em conta as alterações nas taxas de câmbio que terão impacto direto no resultado consolidado da empresa.

Analisando o gráfico abaixo, verifica-se que os comportamentos do Real e do Peso Argentino são distintos. Ambas as moedas se têm desvalorizado face ao Euro, mas a ritmos bastante díspares. Enquanto um Euro valia 4,33 Reais em Janeiro de 2016, neste momento vale 6,63, mostrando uma desvalorização do Real face ao Euro de 53,1%. Em relação à outra moeda sul-americana aqui analisada, um euro valia em Janeiro de 2016 15,05 Pesos Argentinos e hoje vale 90,80, o que representa uma desvalorização face ao Euro de 503,3%.

Como consequência de atuar internacionalmente com moedas estrangeiras, o Grupo está exposto ao risco cambial. Este risco decorre essencialmente de transações comerciais futuras em moedas diferentes do Euro. Este risco é controlado através de contratos *Forward* cambiais.

As alterações das taxas de câmbio nos finais dos anos 2018 e 2019 não tiveram impactos materialmente relevantes nas demonstrações financeiras do Grupo.

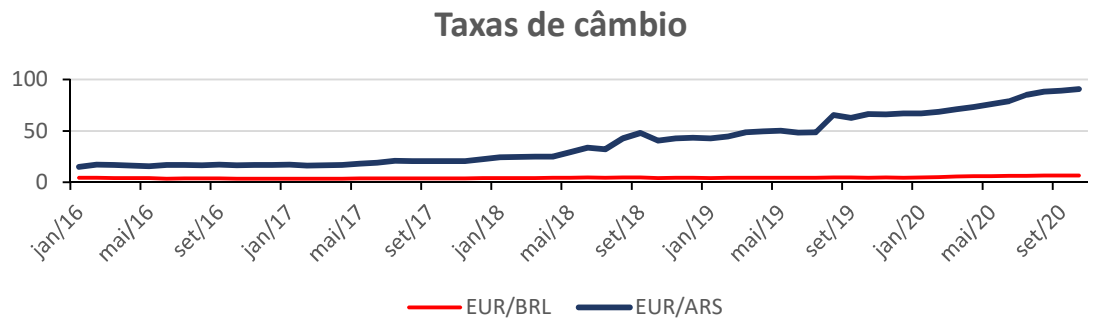

Figura 3. 6: Taxas de câmbio EUR/ARS e EUR/BRL

Fonte: Bloomberg

4. INDÚSTRIA DO RETALHO ALIMENTAR

Uma empresa de retalho caracteriza-se pela venda de pequenas quantidades de bens ou serviços a clientes, através de diversos canais de distribuição, para obtenção de lucro. O facto de vender apenas em pequenas quantidades é importante para distinguir um retalhista de um grossista, sendo que este último vende em grandes quantidades, geralmente para outros intervenientes antes de chegar ao consumidor final.

O Retalho Alimentar é caracterizado por vender maioritariamente produtos alimentares, no entanto também disponibiliza aos seus clientes vários produtos não alimentares como detergentes, produtos de higiene pessoal, entre outros dependendo do conceito de cada loja. Devido à importância dos bens alimentares, os consumidores têm uma grande necessidade de recorrer a estas lojas frequentemente, fazendo com que os grandes grupos que operam no Retalho Alimentar sejam dominantes nos rankings das maiores empresas retalhistas do mundo.

A Indústria do Retalho Alimentar tem um papel fundamental na economia. Do produtor ao consumidor final são vários os intervenientes que estão ligados a esta indústria. Apesar de muitas vezes os retalhistas serem criticados pelas elevadas margens obtidas à custa de reduzidas margens dos produtores, são eles que levam estes produtos aos consumidores finais que de outra forma não teriam contacto com os produtores. Existe também uma cadeia de ligação muito grande entre ambos os agentes económicos, sendo que toda a logística e força de trabalho existente exige muitos recursos e capacidade de investimento por parte do retalhista para montar toda a operação. Além de proporcionar a ligação entre produtores e consumidores finais, o retalho alimentar proporciona aos consumidores a possibilidade de ter acesso a uma vasta gama e diversidade de produtos no mesmo local.

O tipo de loja varia de acordo com as possibilidades existentes, mas também com as necessidades que originam a procura dos potenciais consumidores:

- As lojas de conveniência estão nos bairros e nos centros urbanos devido à limitação existente em relação à dimensão das lojas, tendo normalmente até 600 metros quadrados de área de vendas. Estas lojas têm uma oferta de produtos limitada, não havendo grande escolha entre marcas ou variedade de produtos substitutos, apresentando como vantagens a proximidade aos consumidores e a oferta de produtos essenciais e de primeira necessidade.
- Os supermercados são lojas com área de vendas superior às lojas de conveniência mas normalmente inferior a 3 mil metros quadrados, o que proporciona uma maior variedade de produtos, não só alimentares, mas também detergentes, produtos de higiene pessoal e outros.

- Os hipermercados são as lojas com maior área de vendas do retalho alimentar. Tendo normalmente até 10 mil metros quadrados de área de vendas, possibilitam uma vasta variedade de produtos, bem como diferentes marcas e até serviços como talho, peixaria, *take away*/pronto a comer, entre outros.

É importante referir que as lojas de cash & carry são considerados grossistas, pois o modelo de negócio não é direcionado para os consumidores finais, mas sim para o canal Horeca (setor da economia formado pelo conjunto dos hotéis, restaurantes e cafés).

4.1 A Indústria Alimentar na União Europeia

O peso dos gastos das famílias em bens alimentares e bebidas não alcoólicas tem destaque no orçamento familiar, sendo a terceira maior despesa na União Europeia, depois das despesas com casa e transportes, notando-se assim a importância deste setor.

No gráfico abaixo é possível verificar que este peso não é igual em todos os países, sendo que os extremos são o Reino Unido com 8% e a Roménia com 28,8%. Portugal, com 16,3%, está consideravelmente acima da média da União Europeia que regista 12,1%, enquanto Espanha apresenta 12,5% no peso dos gastos das famílias em bens alimentares e bebidas não alcoólicas.

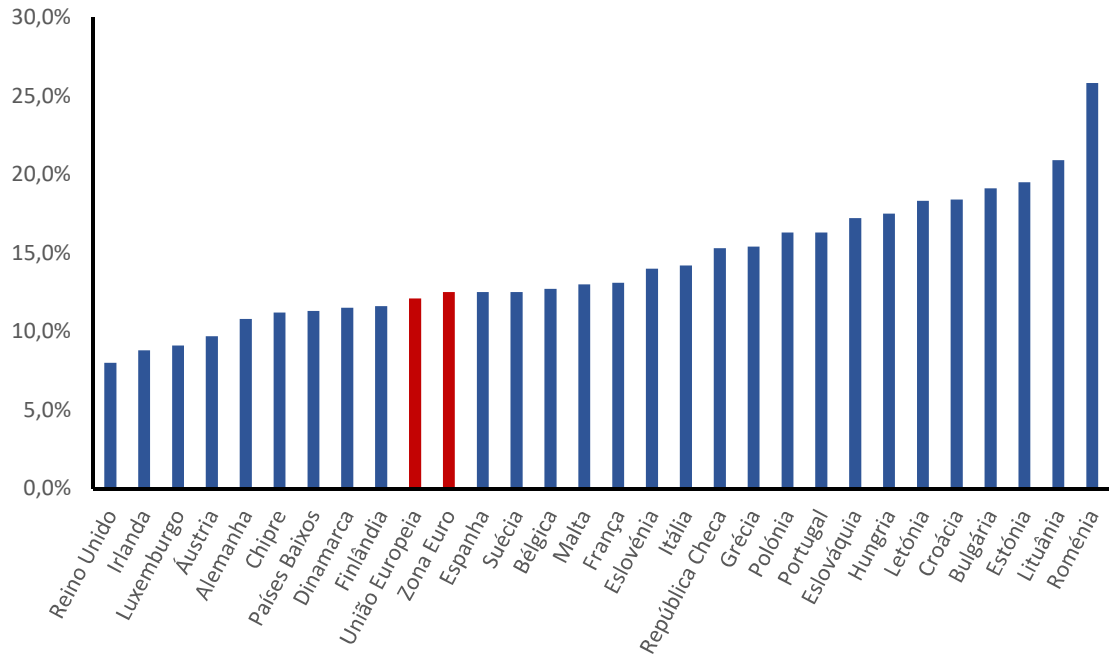

Figura 4. 1: Peso dos gastos em bens alimentares e bebidas não alcoólicas nos gastos totais das famílias nos países da União Europeia

Fonte: Eurostat

Tendo um peso tão grande nas despesas das famílias, os grandes grupos do Retalho Alimentar têm como prioridade os interesses e as necessidades dos clientes, como pode ser verificado no capítulo sobre o Grupo DIA e no subcapítulo sobre os seus concorrentes.

A facilidade da internacionalização das empresas dentro da União Europeia permitiu a grandes grupos do Retalho Alimentar crescer e expandirem-se para vários países, sendo normal encontrar as mesmas marcas em vários países da região. Além do Grupo DIA, neste projeto são também abordados outros grandes grupos que confirmam esta tendência.

4.2 Impacto da pandemia no Retalho Alimentar

O contexto da pandemia provocada pelo COVID-19 veio forçar a adaptação das empresas a uma nova realidade, não só nos cuidados relacionados com higiene e saúde pública, mas também na oferta de determinados produtos e inovação nos canais de distribuição, sendo cada vez maior a oferta de *e-commerce* na indústria.

O Retalho Alimentar é uma das indústrias menos expostas ao risco em tempos de crise, principalmente devido ao facto de fornecer bens de primeira necessidade aos consumidores. Desde o início da pandemia têm sido vários os setores que registam empresas que ameaçam fechar, enquanto no Retalho Alimentar novas oportunidades surgem tanto para as lojas de conveniência como para o *e-commerce*.

Não só em Portugal, mas também em muitos outros países da União Europeia, os governos têm sido forçados a colocar restrições tanto às pessoas como à grande maioria dos setores de atividade: desde os serviços cujos colaboradores têm de trabalhar em regime de *Home Office*, aos restaurantes que receberam ordens para não abrir ao público, entre outras. Por fornecer bens de primeira necessidade, o Retalho Alimentar apenas recebeu indicações para se adaptar a esta fase:

- Regulação do número de clientes em simultâneo dentro das lojas;
- Utilização obrigatória de máscara ou viseira para todos os clientes e colaboradores;
- Instrução para os colaboradores que apresentam sintomas do COVID-19 informarem as chefias e procurarem aconselhamento médico;
- Colocação de placas informativas nos pontos de entrada para alertar os clientes que não entrem nas lojas se apresentarem sintomas do COVID-19;
- Garantia de um controlo eficaz de filas com distanciamento físico, tanto dentro como fora das lojas;
- Fornecimento de desinfetantes para as mãos nos pontos de entrada das lojas;

- Utilização de marcações de piso de modo a facilitar o cumprimento do distanciamento físico nas áreas mais movimentadas;
- Anunciar regularmente de forma a relembrar os clientes para seguir os conselhos de distanciamento físico e de desinfeção das mãos;
- Introdução de barreiras de acrílico nas caixas de pagamento e balcões para proteção dos colaboradores;
- Incentivar o uso de pagamentos *contactless*;
- Aconselhar os consumidores a limpar os seus próprios sacos de compras;
- Minimizar o risco de transmissão do COVID-19 identificando os pontos de contacto frequente nas lojas e garantindo a sua limpeza e desinfeção regulares;
- Fornecer formas de higienização para os clientes limparem as pegas dos cestos e carrinhos de compras ou designar funcionários para esta função;
- Manter as portas abertas sempre que possível para minimizar o contacto.

Os cumprimentos de todas estas medidas implicaram custos adicionais para os grupos retalhistas e o número de clientes diários nas lojas diminuiu drasticamente. Ainda assim, o valor médio gasto pelos consumidores aumentou consideravelmente, estando os grandes grupos do Retalho Alimentar com crescimentos de faturação face ao ano anterior.

4.3 Tendências do Retalho Alimentar

Nos últimos anos o comércio *online* ganhou um destaque significativo em todos os setores, incluindo o Retalho Alimentar. Vários grupos desenvolveram plataformas *online* e todo o processo de preparação e entrega de forma eficiente, conquistando clientes e mostrando capacidade de inovação e crescimento. Com a pandemia, este canal de distribuição mostrou-se um forte aliado para compensar a diminuição de clientes nas lojas físicas e levou a que outros grupos desenvolvessem também este canal ou que fizessem parcerias com terceiros para desenvolver tanto a plataforma *online* como a preparação e distribuição para o cliente final.

Outra tendência é a sustentabilidade e a responsabilidade ambiental. Com cada vez menos pessoas a ignorar a necessidade de proteger o ambiente, as empresas têm também seguido a tendência de corrigir comportamentos menos responsáveis, nomeadamente a redução do desperdício alimentar ou o uso de embalagens sustentáveis e o fim dos materiais descartáveis sempre que possível.

Muito relacionado com o *e-commerce*, mas não só, seja através de *bots* para um atendimento mais rápido e personalizado ou da utilização de dados para prever as necessidades e interesses dos consumidores para tornar a oferta mais personalizável e apetecível, a inteligência artificial tem um papel cada vez mais importante no contacto das empresas com os consumidores finais, mesmo quando estes últimos não se apercebem.

5. GRUPO DIA

A Distribuidora Internacional de Alimentación (que juntamente com as suas subsidiárias formam o Grupo DIA) é uma empresa de distribuição alimentar, líder de supermercados de conveniência, fundada em 1966 e sediada em Madrid. O Grupo DIA abriu a primeira loja em 1979 em Madrid, introduzindo o modelo de loja de desconto em Espanha. Em 1984 é criado o logo utilizado ainda hoje e os primeiros produtos de marca própria.

Em 1989, o Grupo começa a oferecer a empreendedores individuais a possibilidade de gerir lojas próprias em *franchising*, devido ao poder e reconhecimento da marca no setor. Portugal foi o primeiro mercado para onde o Grupo DIA se expandiu, em 1993, sob a marca Minipreço.

Após o sucesso na Europa, o Grupo abriu também lojas na América do Sul, primeiro na Argentina em 1997 e posteriormente no Brasil em 2001. Em 1998, inova com um cartão de fidelização de clientes com benefícios exclusivos e cupões de desconto.

A 5 de Julho de 2011 a DIA entrou no mercado bolsista com ações de valor unitário de 3,5€.

2019 foi o ano da compra do Grupo DIA pela *LetterOne*.

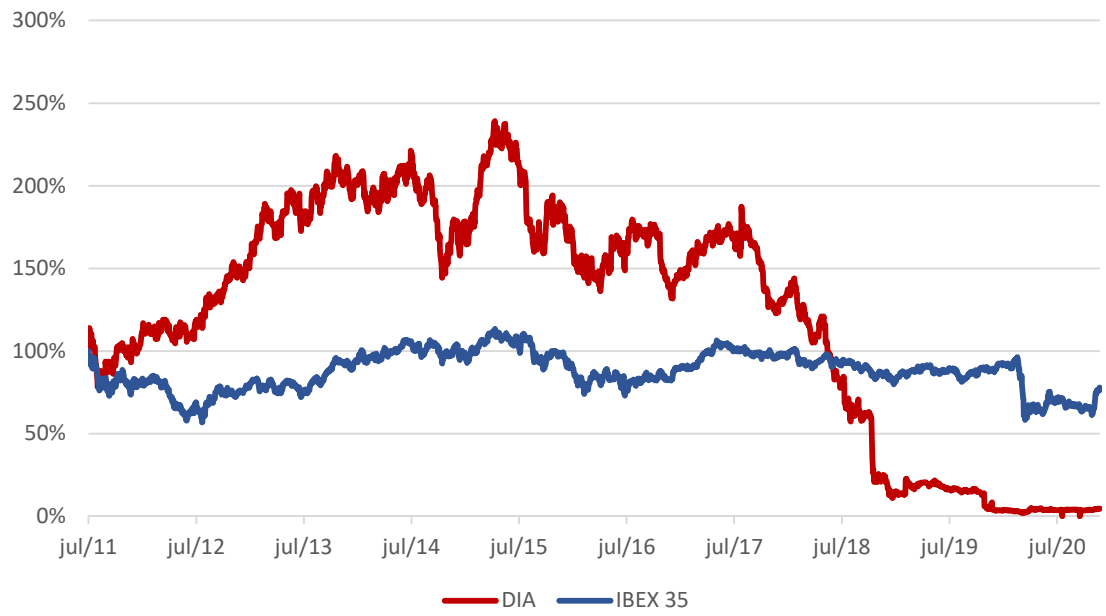

Figura 5. 1: Desempenho das ações do Grupo DIA e do Índice IBEX 35

Fonte: Yahoo Finance

A 31 de Dezembro de 2019, o Grupo tinha 6626 lojas, incluindo as lojas franchisadas, com uma área de vendas total aproximada de 676670 metros quadrados e 29 plataformas logísticas nos quatro países em que opera, contando com 39374 trabalhadores. A proporção de vendas em cada país verificou-se como sendo 60,8% em Espanha, 8,6% em Portugal, 17,2% no Brasil e 13,4% na Argentina.

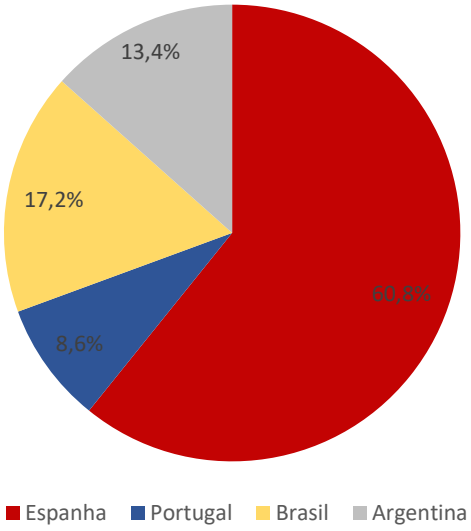

Figura 5. 2: Volume de negócios do Grupo DIA por país

Fonte: Relatórios e Contas do Grupo DIA

Os princípios empresariais do Grupo DIA são os seguintes:

- O cliente está no centro de tudo o que é feito;
- A cooperação com os empregados, franchisados e parceiros de negócio baseia-se na justiça e respeito mútuo;
- A dedicação e o compromisso de todos os empregados e franchisados são vitais para o sucesso do Grupo a longo prazo;
- É adotada uma política de tolerância zero em relação à corrupção;
- Há um esforço por melhorar constantemente em todas as áreas do negócio;
- Fomenta-se uma cultura de inovação permanente e soluções criativas. Uma cultura em que se compreende que errar é parte do processo de inovação;
- Procura-se a excelência operativa em todas as partes do Grupo;
- Reduz-se a complexidade e segue-se o princípio de "*Keep it Simple*";
- O controlo de custos, a eficiência dos processos e a rapidez na tomada de decisão são chaves para o sucesso.

5.1 Estratégia

Na sequência das dificuldades financeiras e comerciais dos últimos anos, o Grupo Dia enfrenta hoje um período de reestruturação em que está a desafiar-se e a estabelecer novas medidas com o intuito de estabilizar e reposicionar o negócio. As principais medidas são:

- Redução do número de lojas DIA e conversão de lojas franchisadas em lojas próprias;
- Descontinuação de atividades comerciais *Non-Core*;
- Implementação de um plano de ação para a revisão e melhoria contínua das áreas de *Compliance* e Controlo Interno do Grupo;
- Ajuste do modelo de negócio, principalmente no Brasil e Espanha com o objetivo de melhorar a eficiência e produtividade do Grupo.

5.2 Modelo de Negócio

O Grupo DIA é um grupo retalhista dedicado ao comércio de artigos de conveniência de consumo diário, com uma ampla rede de lojas tanto próprias como franchisadas.

Tendo como objetivo ir ao encontro das necessidades e gostos dos seus clientes nos quatro países em que opera, tanto com produtos de marca própria como de outras marcas, o Grupo tem diferentes tipos de estabelecimentos que são definidos de acordo com as necessidades e condições locais:

- Em *Espanha*:

- DIA Market, o modelo de negócio de proximidade, em lojas com área de vendas entre 400 e 700 metros quadrados, com a oferta de artigos ideal para o dia-a-dia;
- DIA Maxi, lojas com maior área de vendas até 1000 metros quadrados, parque de estacionamento e maior variedade de produtos (3500 SKUs), normalmente situadas nas periferias dos centros urbanos;
- La Plaza de DIA, conceito tradicional de supermercado familiar, onde o cliente pode completar as necessidades diárias com uma maior oferta de produtos (5000 SKUs), com especial importância dada a produtos frescos;
- Clarel, um novo conceito de loja, com oferta de produtos de saúde, de beleza, produtos para o lar e cuidado pessoal (6000 SKUs).

- Em *Portugal*:

- Minipreço Express, modelo de lojas de conveniência com uma ampla variedade de serviços como Take Away, Coffee Station e Sumo de Laranja;

- Minipreço Market, estabelecimentos com maior área de vendas, o que permite uma gama mais completa de produtos e maior oferta de frescos;
- Minipreço Family, lojas com superfície comercial que pode alcançar os 1000 metros quadrados de área de vendas com oferta de parque de estacionamento. Pela sua dimensão, situa-se na periferia dos centros urbanos e permite compras mais alargadas e completas.
- Mais Perto, formato de loja vocacionado para pequenas populações;
- Clarel, um novo conceito de loja, com oferta de produtos de saúde, de beleza, produtos para o lar e cuidado pessoal (6000 SKUs).

A atual oferta de marcas próprias do Grupo inclui aproximadamente 7000 SKUs:

- DIA, tem sido a marca tradicional do Grupo nos últimos 30 anos, compreendendo todas as categorias de produtos de consumo massivo;
- Bonté, marca especializada em produtos de cuidado pessoal e perfumaria;
- Delicious, marca *premium* do Grupo com o maior valor acrescentado para a empresa;
- Basic Cosmetics, marca de maquilhagem e cosmética;
- BabySmile e JuniorSmile, marcas especializadas em produtos de cuidado para bebé e criança;
- As, marca especializada em comida para animais e cuidado com animais de estimação;
- Vital, marca mais recente do Grupo, especializada em nutrição e alimentação saudável.

5.3 Shareholders

Em Abril de 2019, o Grupo DIA passou a ter a sociedade *LetterOne* como acionista maioritário, tendo a 31 de Outubro de 2020 74,82% das ações do Grupo. Foi também feita uma restruturação do Conselho Administrativo.

5.4 Presença Geográfica

O Grupo DIA está presente em quatro países: Espanha, Portugal, Argentina e Brasil.

Devido à estratégia atual da empresa já abordada referente à diminuição do número de lojas e conversão de lojas *franchisadas* em lojas próprias, podemos verificar na tabela abaixo que o número total de lojas do Grupo diminuiu consideravelmente durante o ano de 2019, sendo que nos quatro países em que está presente, a tendência foi a mesma e seguiu a estratégia planeada.

Quadro 5. 1: Lojas do Grupo DIA por país

	2019			2018			
	Lojas Próprias	*Franchising*	Total	Lojas Próprias	*Franchising*	Total	Δ
Espanha	2571	1665	**4236**	2615	2069	**4684**	**-448**
Portugal	298	278	**576**	294	309	**603**	**-27**
Argentina	323	611	**934**	298	681	**979**	**-45**
Brasil	533	347	**880**	486	686	**1172**	**-292**
Gupo DIA	3725	2901	**6626**	3693	3745	**7438**	**-812**

Fonte: Relatórios e Contas do Grupo DIA

Esta diminuição do número de lojas em todos os países teve reflexo nas vendas totais de cada país, notando-se bastante a redução da faturação, com destaque para Espanha e Brasil que tiveram uma redução do número de lojas de 448 e 292 respetivamente.

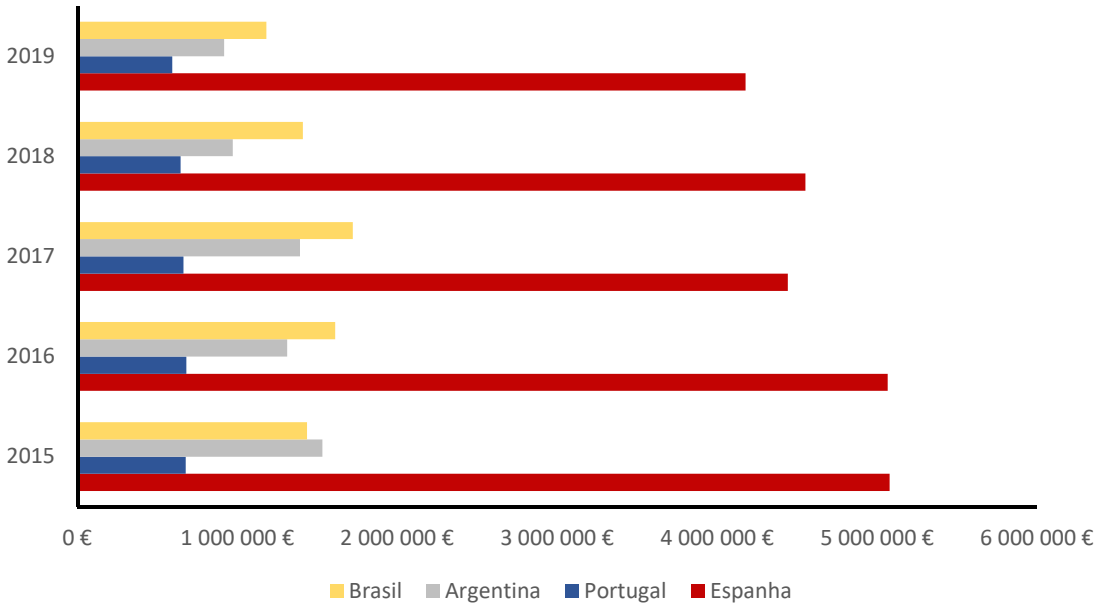

Figura 5. 3: Faturação anual do Grupo DIA por país

Fonte: Relatórios e Contas do Grupo DIA

5.5 Concorrência

Foram selecionados os grupos mais semelhantes ao Grupo DIA, comparando retalhistas que operam na distribuição alimentar, em diferentes países e continentes, também cotados em bolsa.

5.5.1 Jerónimo Martins

Grupo fundado em 1792, sediado em Portugal, mas com presença também na Polónia e na Colômbia. Disputa a liderança do mercado em Portugal com a Sonae MC, tendo neste momento 26% de quota de mercado.

O Grupo Jerónimo Martins afirma apostar em alimentos de qualidade a preços competitivos e é conhecido também pelas campanhas promocionais agressivas. A distribuição alimentar é a principal atividade do Grupo, representando mais de 95% das vendas consolidadas.

Em Portugal, o Pingo Doce (441 lojas) e o Recheio (38 lojas e 4 plataformas), que segundo o Grupo lideram os segmentos de Supermercados e Cash & Carry em Portugal, faturaram em 2019 cerca de 5 mil milhões de euros. O Grupo conta ainda com 22 estabelecimentos Jeronymo (quiosques e cafetarias no sector da Restauração) e 23 lojas Hussel (cadeia de Retalho Especializado para comercialização de chocolates e confeitaria).

Na Polónia, a Biedronka é líder de vendas no Retalho Alimentar e no final de 2019, operando 3002 lojas, faturou 12,6 mil milhões de euros. O Grupo Jerónimo Martins tem também uma cadeia no sector de Saúde e Beleza que conta com 273 lojas e lançou em 2019 a sua operação de e-commerce.

Na Colômbia, a Ara, uma cadeia de lojas alimentares de proximidade que aposta num posicionamento de qualidade ao melhor preço, no final de 2019 operava 616 lojas.

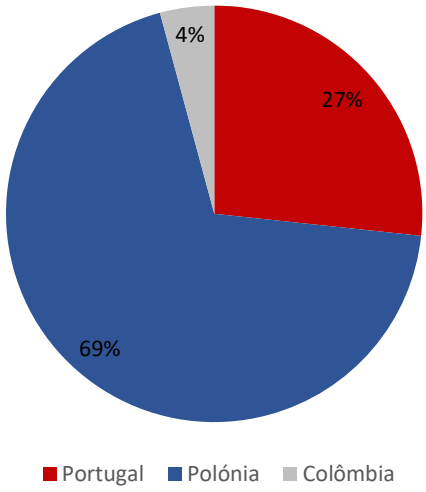

Figura 5. 4: Faturação do Grupo Jerónimo Martins por país

Fonte: Relatório e Contas do Grupo Jerónimo Martins de 2019

O Grupo Jerónimo Martins registou nos últimos 5 anos um crescimento médio anual de 5,1% nas vendas LfL e o EBITDA consolidado bastante constante na ordem dos 5,7%.

O Grupo Jerónimo Martins está cotado na Bolsa *Euronext* Lisboa desde 1989, fazendo parte do PSI 20 e tendo registado desde o início de 2020 valores por ação entre 13,61€ e 17,22€.

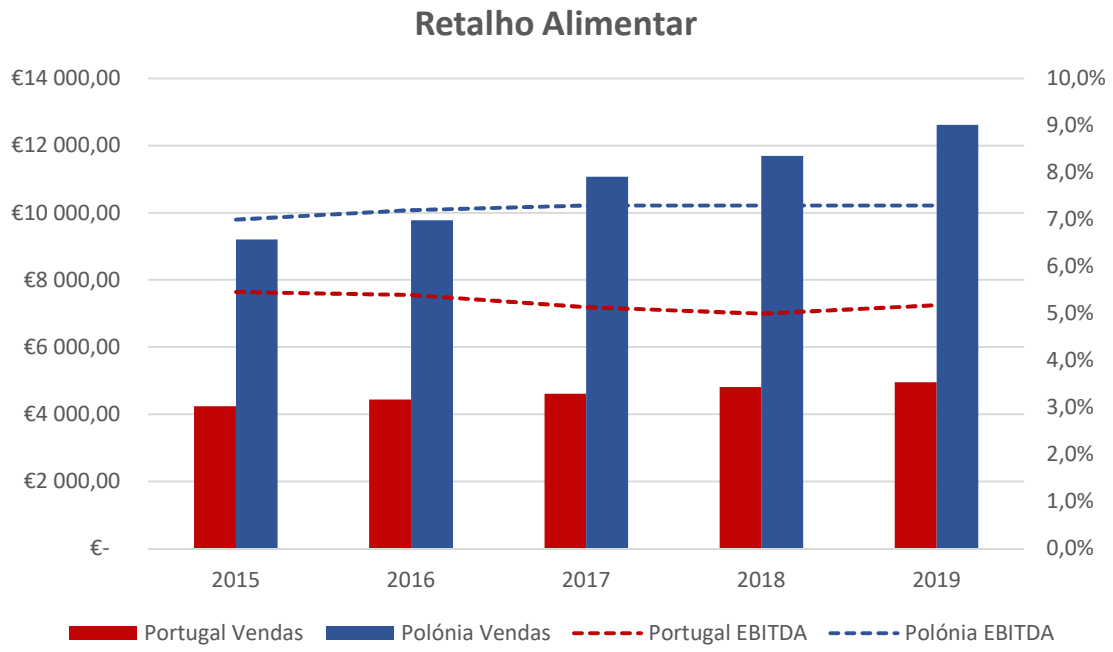

Figura 5. 5: Faturação e EBITDA anuais do Grupo Jerónimo Martins em Portugal e na Polónia

Fonte: Relatório e Contas do Grupo Jerónimo Martins de 2019

5.5.2 Carrefour

Fundado em 1959, o Grupo Carrefour foi o primeiro retalhista em França a abrir lojas com conceito de hipermercado. Presente atualmente em três grandes mercados (Europa, Ásia e América do Sul) conta com um total de 12225 lojas em mais de 30 países e 321 mil empregados. No ano de 2019 as vendas de bens e serviços foram de 72,4 mil milhões de euros, sendo que apesar da forte presença a nível mundial, 48% da faturação do Grupo é proveniente de França.

Em França, o Carrefour terminou o ano de 2019 com 5424 lojas, das quais 248 são hipermercados, 1071 são supermercados, 3959 são lojas de conveniência e 146 são lojas de *Cash & Carry*.

O Resto da Europa, constituído por Bélgica, Espanha, Itália, Polónia e Roménia representa 29% das vendas do Grupo, tendo um total de 4959 lojas. O Grupo está também presente na Turquia através de parcerias de *franchising*.

Na América do Sul, o Carrefour tem 1061 lojas divididas entre Brasil e Argentina, sendo que estes dois países contribuem com 20% da faturação total da empresa.

Na Ásia, o Grupo conta com um total de 252 lojas, sendo 137 em Taiwan e as restantes em vários países através de parcerias de *franchising*. Esta região contribui com os restantes 3% da faturação total do Grupo francês.

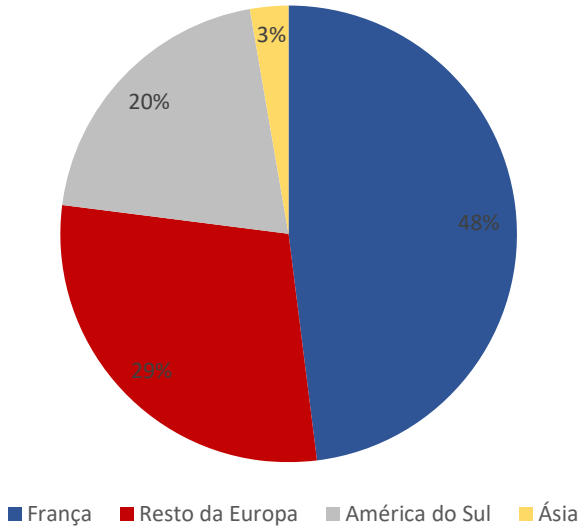

Figura 5. 6: Faturação do Grupo Carrefour por país

Fonte: Relatório e Contas do Grupo Carrefour de 2019

O Grupo Carrefour fechou o ano de 2019 com um EBITDA consolidado de 4,65%, estando em linha com os anos anteriores.

O Carrefour está cotado na Bolsa *Euronext* Paris desde 1970, tendo registado desde o início de 2020 valores por ação entre 12,10€ e 16,91€.

5.5.3 Tesco

O Grupo Tesco tem origem inglesa e foi fundado em 1919. É hoje um dos maiores grupos retalhistas mundiais e tem operações no Reino Unido, República da Irlanda, República Checa, Hungria, Polónia, Eslováquia, Malásia e Tailândia.

É um grupo com muita história e envolvimento em vários ramos de atividade diferentes, nomeadamente a venda de combustíveis para automóveis e o financiamento aos seus clientes dos supermercados. No Retalho Alimentar, o Grupo opera hipermercados, supermercados e lojas de conveniência.

O Grupo conta com mais de 440 mil colaboradores e divide a sua presença geográfica em três grupos: Reino Unido e República da Irlanda onde tem 3787 lojas; Europa Central onde conta com 900 lojas e Ásia onde tem 2000 lojas.

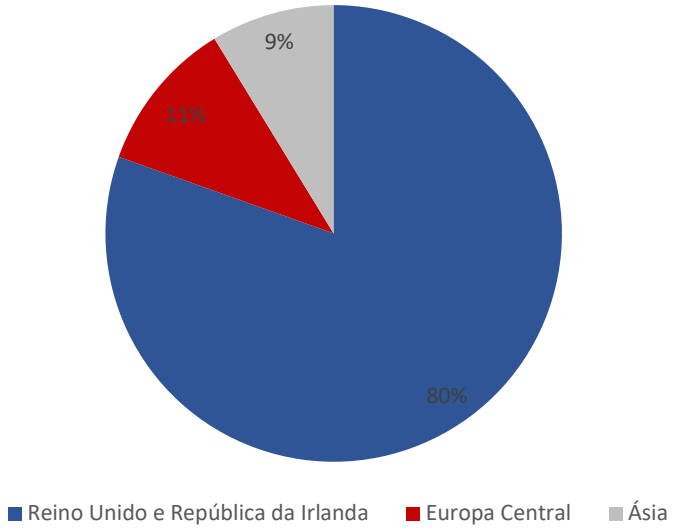

Figura 5. 7: Faturação do Grupo Tesco por país

Fonte: Relatório e Contas do Grupo Tesco de 2019

O Grupo Tesco está cotado na Bolsa London Stock Exchange desde 1947, tendo registado desde o início de 2020 valores por ação entre 202GBp e 260GBp (aproximadamente 2,20€ e 2,83€ convertido à taxa cambial de dia 31/10/2020).

5.5.4 Casino *Guichard Perrachon*

O Grupo Casino *Guichard Perrachon* foi fundado em 1898 em França, mas apenas abriu o seu primeiro supermercado em 1960 e o primeiro hipermercado 10 anos depois. É hoje um dos líderes mundiais no Retalho Alimentar com 11172 lojas de vários formatos diferentes.

O Grupo tem perto de 8 mil lojas em França, sendo líder nos supermercados de conveniência e é líder no Retalho Alimentar no Brasil e na Colômbia. Aposta também bastante

no e-commerce, sendo líder neste formato na Colômbia e ocupando o segundo lugar em França. Com perto de 230 mil empregados em todo o mundo, é o maior empregador privado da Colômbia.

Com vendas consolidadas no final do ano 2019 no valor de 34645 milhões de euros, tendo 47% origem em França, 47% na América do Sul e os restantes 6% serem provenientes de e-commerce. Monoprix, Franprix, Exito, Assaí, Pão de Açúcar e Cdiscount são alguns exemplos das grandes marcas do Grupo.

O Grupo fechou o ano de 2019 com um EBITDA de 7,6%, tendo apresentado melhores resultados nos últimos anos, apesar de ter reduzido a faturação total a partir de 2016, quando o Grupo decidiu focar-se em França e na América do Sul, fechando a atividade na Tailândia.

O Grupo Casino *Guichard Perrachon* está cotado na Bolsa *Euronext* Paris desde 1999, tendo registado desde o início de 2020 valores por ação entre 19,05€ e 42,85€.

5.5.5 Metro AG

O Grupo Metro AG foi fundado em 1996 na Alemanha. Foi resultado da fusão de três empresas de retalho alemãs: Asko Deutsche Kaufhaus AG, Kaufhof Holding AG e Deutsche SB-Kauf AG, criando assim um líder com sede em Dusseldorf que no mesmo ano em que foi criado entrou na bolsa.

O Grupo está presente em 34 países, com destaque para a presença na Alemanha, França, Rússia, Itália e Espanha. Com um total de 678 lojas no final de 2019, o Grupo conta ainda com 97606 colaboradores.

No final do ano 2019, o Grupo Metro AG registou um aumentou das vendas LfL de 2,1% e o EBITDA foi de 5%.

O Grupo Metro AG está cotado na Bolsa alemã Börse Frankfurt (Xetra), tendo registado desde o início de 2020 valores por ação entre 6,1€ e 14,37€.

6. ANÁLISE DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS

Foram usados todos os dados necessários para fazer uma avaliação completa do Grupo, bem como tidas em conta todas as indicações e intenções da empresa em relação aos objetivos a curto, médio e longo prazo.

A informação sobre o desempenho histórico e previsional, operacional e financeiro do Grupo DIA foi baseada nos Relatórios e Contas e nos Relatórios de Gestão do Grupo DIA, bem como outras fontes credíveis e disponíveis à data de informação relevante.

Os dados históricos são referentes aos anos de 2017 a 2019, sendo que em 2020 foi utilizado o Relatório e Contas mais recente à data, com dados a Junho, tendo sido estimados os valores para o ano completo (2020E).

6.1 Pressupostos Macroeconómicos

Os pressupostos macroeconómicos relativos ao período de projeção são baseados nas estimativas do Fundo Monetário Internacional à data da avaliação disponíveis no *World Economic Outlook Databases*.

Foi também assumido um modelo de avaliação de acordo com a versão relativa da paridade do poder de compra (PPC), em que a taxa de câmbio flutua para que diferença entre as taxas de inflação doméstica e externa permaneça constante.

Quadro 6. 1: Pressupostos macroeconómicos

Macroeconómicos

%	2017H	2018H	2019H	2020E	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
% Inflação									
% Inflação - Zona Euro			*1,40%*	*0,90%*	*1,85%*	*1,85%*	*1,85%*	*1,85%*	*1,85%*
% Inflação - Argentina					*39,20%*	*39,20%*	*39,20%*	*39,20%*	*39,20%*
% Inflação - Brasil					*3,75%*	*3,30%*	*3,30%*	*3,30%*	*3,30%*
Pessoal									
Crescimento real Salários				*0,50%*	*0,50%*	*0,50%*	*0,50%*	*0,50%*	*0,50%*
Número de Dias por ano	360	360	360	360	360	360	360	360	360
Taxa de Câmbio									
€/Peso Argentino		0,0321	0,0190	0,0110	0,0081	0,0059	0,0043	0,0032	0,0023
€/Real Brasileiro		0,2329	0,2267	0,1534	0,1506	0,1485	0,1464	0,1443	0,1423

Fonte: Relatórios e Contas do Grupo DIA e cálculos do autor

6.2 Pressupostos Operacionais

Tendo em conta a estratégia definida pelo Grupo DIA e a reestruturação já em desenvolvimento desde 2018, foram estimados para o período previsional as alterações no volume de lojas, tendo em conta fechos de lojas, novas aberturas e alterações de lojas *franchisadas* para lojas próprias.

Tal como já referido em capítulos anteriores, a estratégia do Grupo DIA passa pela diminuição do número de lojas (ver Anexo T) e na aquisição de lojas *franchisadas* (ver Anexo U). A previsão para os próximos cinco anos foi baseada no histórico dos últimos dois anos relativamente a esta estratégia do Grupo (ver Anexo D). Existe uma redução evidente do número de lojas nos quatro países em que o Grupo DIA opera, com destaque para Espanha, onde a localização das lojas é cada vez mais importante e o *e-commerce* é também cada vez mais uma importante fonte de rendimento.

Quadro 6. 2: Previsão da evolução do número de lojas

Total Lojas									
Número de lojas	2017H	2018H	2019H	2020E	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Espanha	4 707	4 684	4 236	4 041	3 751	3 531	3 411	3 291	3 171
Portugal	610	603	576	568	558	548	543	538	533
Argentina	930	979	934	913	873	843	823	803	783
Brasil	1 115	1 172	880	878	863	848	833	818	803
TOTAL	7 362	7 438	6 626	6 400	6 045	5 770	5 610	5 450	5 290

Fonte: Relatórios e Contas do Grupo DIA e cálculos do autor

6.3 Indicadores Operacionais

Vendas e EBITDA

Nos últimos três anos, tanto as vendas como os resultados refletem a fase complicada de reestruturação que o Grupo DIA atravessa. Sendo notória a diminuição de vendas anuais e as piores margens EBITDA muito devido à diminuição do número de lojas e da compra de lojas *franchisadas* para se tornarem lojas próprias.

Verifica-se então que o Grupo em três anos reduziu o volume de negócios em mais de 16%, passando de mais de €8.200 milhões para menos de €6.900 milhões anuais. A margem EBITDA fixou-se em 5,73% em 2017, sendo inferior em 2018 com uma percentagem de 2,76% e 2019 foi de apenas 0,95%, muito devido ao investimento já referido relativo à propriedade das lojas.

Tal como já foi referido no subcapítulo 5.4 sobre a presença geográfica do Grupo DIA, esta estratégia referente às lojas reduziu o número total de lojas em 812 desde o final de 2018 até ao término do ano seguinte, o que teve um claro impacto nas vendas totais da empresa.

Para o período previsional, foi assumido que o crescimento após 2020 será sustentado essencialmente pelo número de lojas e respetiva faturação média por loja dos últimos três anos históricos (ver Anexo E). De forma prudente foi considerado que a faturação irá acompanhar o crescimento da taxa de inflação prevista, fixando-se em 1,85% após 2020.

Em relação às vendas *online*, verifica-se um grande crescimento na faturação em 2020, fortemente motivado pelo contexto de pandemia e as limitações nas deslocações impostas pelos governos de cada país. É previsível que esta tendência seja para se continuar a verificar, tendo por isso o *e-commerce* cada vez mais um papel importante nas vendas totais do Grupo DIA.

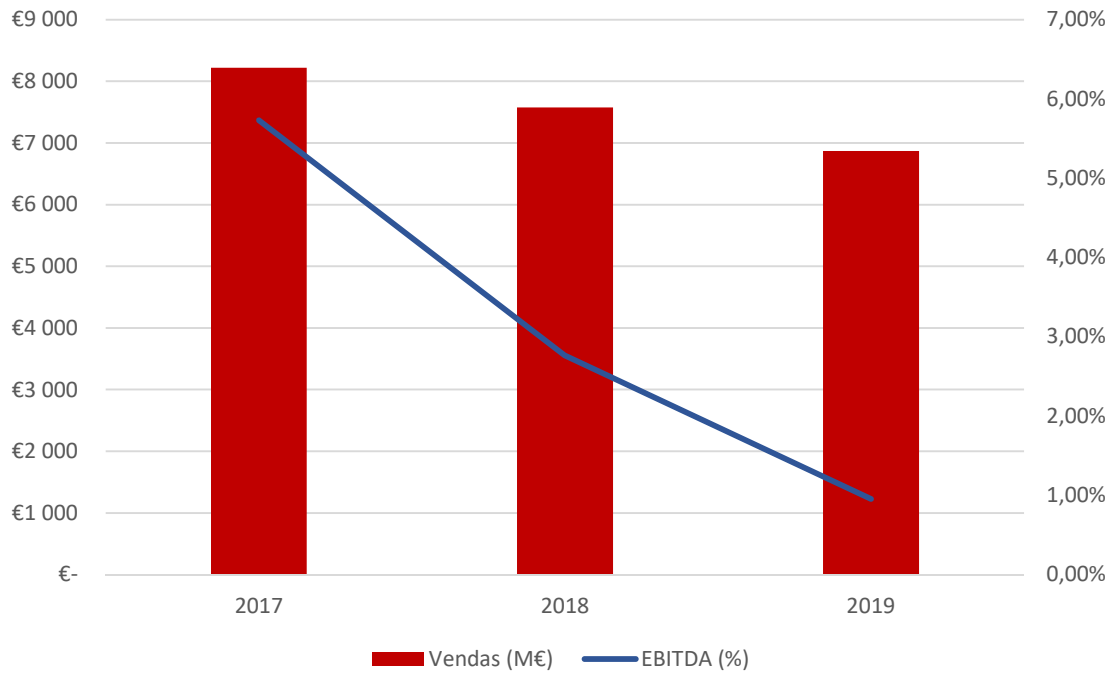

Figura 6. 1: Vendas e EBITDA anual do Grupo DIA

Fonte: Relatórios e Contas do Grupo DIA

Tal como já foi referido, Espanha foi o país com maior redução no número total de lojas, no entanto continua a ser responsável por mais de 60% das vendas totais do Grupo. No gráfico abaixo é possível verificar que ao comparar o volume de negócios de 2017 com 2019, tanto a Argentina como o Brasil tiveram decréscimos superiores a 30%, enquanto Espanha e Portugal também tiveram vendas inferiores no ano mais recente, mas com decréscimos de 6% e 10,4% respetivamente.

Quadro 6. 3: Lojas do Grupo DIA por país

	Vendas		
	2017	2018	2019
Espanha	4 441 889	4 551 526	4 177 181
Portugal	663 073	644 870	593 933
Argentina	1 391 644	970 574	917 268
Brasil	1 721 064	1 409 117	1 182 052
Gupo DIA	**8 217 670**	**7 576 087**	**6 870 434**

Fonte: Relatórios e Contas do Grupo DIA

CMVMC

Em relação ao Custo das Matérias Vendidas e das Matérias Consumidas, foi assumido que mantenha o seu peso médio dos últimos 3 anos históricos face ao total das vendas, o que corresponde a 75,9%.

Quadro 6. 4: Previsão da evolução dos CMVCM

CMVMC

€M	Média H	2017H	2018H	2019H	2020E	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
CMVMC		6 520,43	5 606,35	5 240,75	5 172,45	5 240,11	5 201,49	5 226,83	5 248,31	5 268,80
% crescimento		*n.a.*	*-14,0%*	*-6,5%*	*-1,3%*	*1,3%*	*-0,7%*	*0,5%*	*0,4%*	*0,4%*
% Vendas		*79,3%*	*74,0%*	*76,3%*	*73,6%*	*75,9%*	*75,9%*	*75,9%*	*75,9%*	*75,9%*
Mercadorias e outros bens consumíveis		7 463,03	6 906,69	6 192,97	6 005,57	6 265,38	6 219,20	6 249,49	6 275,18	6 299,67
% Vendas	*90,7%*	*90,8%*	*91,2%*	*90,1%*	*85,4%*	*90,7%*	*90,7%*	*90,7%*	*90,7%*	*90,7%*
Rapel		- 1 411,18	- 1 286,00	- 1 091,09	- 848,78	- 1 151,85	- 1 143,36	- 1 148,93	- 1 153,65	- 1 158,16
% Vendas	*-16,7%*	*-17,2%*	*-17,0%*	*-15,9%*	*-12,1%*	*-16,7%*	*-16,7%*	*-16,7%*	*-16,7%*	*-16,7%*
Variação de inventário		88,18	- 30,76	94,04	- 14,47	-	-	-	-	-
% Vendas		*1,1%*	*-0,4%*	*1,4%*	*-0,2%*	*-100,0%*	*-100,0%*	*-100,0%*	*-100,0%*	*-100,0%*
Outros custos de vendas		380,40	16,42	44,82	30,12	126,59	125,66	126,27	126,79	127,28
% Vendas	*1,8%*	*4,6%*	*0,2%*	*0,7%*	*0,4%*	*1,8%*	*1,8%*	*1,8%*	*1,8%*	*1,8%*

Fonte: Relatórios e Contas do Grupo DIA e cálculos do autor

Outros proveitos e custos operacionais

Relativamente aos outros proveitos operacionais é esperado que estes cresçam ao ritmo da inflação, estabilizando o crescimento em 1,85% a partir de 2020 (ver Anexo F).

No caso dos outros custos operacionais prevê-se que mantenham um crescimento em linha com a evolução das vendas (ver Anexo H).

Gastos com pessoal

O aumento dos gastos com pessoal no período histórico deveu-se maioritariamente ao aumento do salário médio dos colaboradores.

De acordo com os dados históricos do Grupo foi apurada uma média de 6 colaboradores por loja, sendo que estamos a assumir uma redução média de 222 lojas por ano até 2025, é esperada a respetiva redução do número de colaboradores neste período.

De uma forma geral, para o período projetado, é esperada uma estabilização dos gastos com pessoal, em cerca de 13% das vendas e serviços prestados, crescendo em linha com a taxa de inflação, assim como uma taxa de crescimento real que foi assumida tendo um crescimento anual, com o objetivo de refletir o melhor desempenho do Grupo, bem como da política que tem sido praticada de aumentar o salário médio dos colaboradores (ver Anexo G).

Quadro 6. 5: Previsão da evolução dos gastos com pessoal

Gastos com pessoal

€M	Média H	2017H	2018H	2019H	2020E	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Gastos com pessoal		**743,47**	**916,19**	**934,54**	**931,38**	**927,48**	**908,04**	**904,83**	**900,97**	**896,42**
% crescimento		*n.a.*	*23,2%*	*2,0%*	*-0,3%*	*-0,4%*	*-2,1%*	*-0,4%*	*-0,4%*	*-0,5%*
% Vendas		*9,0%*	*12,1%*	*13,6%*	*13,2%*	*13,4%*	*13,2%*	*13,1%*	*13,0%*	*12,9%*
Remunerações		**573,52**	**654,77**	**653,48**	**695,88**	**674,42**	**660,29**	**657,95**	**655,14**	**651,84**
% crescimento		*n.a.*	*8,6%*	*9,5%*	*9,9%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*
Salário médio (€ mensal)		986	1 158	1 173	1 306	1 336	1 368	1 400	1 433	1 467
% crescimento real		*12,0%*	*15,3%*	*17,1%*	*18,6%*	*0,5%*	*0,5%*	*0,5%*	*0,5%*	*0,5%*
% inflação						*1,9%*	*1,9%*	*1,9%*	*1,9%*	*1,9%*
Número de meses		14	14	14	14	14	14	14	14	14
Número médio de colaboradores		41 554	40 384	39 788	38 066	36 045	34 479	33 569	32 658	31 747
variação do número de colaboradores (+ / -)		n.a.	-1170	-596	-1722	-2021	-1566	-911	-911	-911
Número médio de colaboradores / loja	6	6	5	6	6	6	6	6	6	6

Fonte: Relatórios e Contas do Grupo DIA e cálculos do autor

CAPEX e Fundo de Maneio

Segundo os dados históricos do Grupo, foi apurado um valor médio de €2.315.000 investido na abertura de cada loja em Espanha, €1.328.000 investido na abertura de uma loja em Portugal, €437.000 investido na abertura de uma loja na Argentina e €466.000 investido na abertura de uma loja no Brasil.

Prevendo que serão abertas em média 46 lojas por ano até 2025, espera-se o respetivo investimento de *capex*, não esquecendo todas as intervenções necessárias em outas lojas, bem como as renovações totais de lojas mais antigas e intervenções estruturais que ocorrem ciclicamente com o respetivo *capex* de manutenção que assumimos como 10 milhões de euros com base nos dados históricos da empresa (ver Anexo O).

Quadro 6. 6: Previsão da evolução do *capex*

Capex

€M	Média H	2017H	2018H	2019H	2020E	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Ativos fixos tangiveis - Capex						**55,46**	**55,46**	**78,62**	**78,62**	**78,62**
% Vendas						*0,8%*	*0,8%*	*1,1%*	*1,1%*	*1,1%*
Investimento						**45,46**	**45,46**	**68,62**	**68,62**	**68,62**
Espanha	2,32	2,15	3,34	1,46	-	23,15	23,15	46,31	46,31	46,31
Portugal	1,33	1,11	0,88	2,00	1,50	13,28	13,28	13,28	13,28	13,28
Argentina	0,44	0,49	0,32	0,51	3,50	4,37	4,37	4,37	4,37	4,37
Brasil	0,47	0,42	0,37	0,60	3,80	4,66	4,66	4,66	4,66	4,66
Manutenção						**10,00**	**10,00**	**10,00**	**10,00**	**10,00**
Ativos fixos intangiveis - Capex						**11,00**	**11,00**	**11,00**	**11,00**	**11,00**
Investimento						10,00	10,00	10,00	10,00	10,00
Manutenção						1,00	1,00	1,00	1,00	1,00

Fonte: Relatórios e Contas do Grupo DIA e cálculos do autor

De salientar também o *capex* para ativos intangíveis, para o qual foi previsto um valor médio de €11 milhões por ano de investimento, sendo que este valor foi baseado nos anos históricos, sendo o adequado para garantir o montante dos ativos intangíveis existentes com *capex* de manutenção.

O Fundo de Maneio caracteriza-se por ser um saldo líquido credor, sendo de destacar a conta de Fornecedores que representa cerca de 86% do valor do fundo de maneio passivo.

O Prazo Médio de Recebimentos e o Prazo Médio de Pagamentos foram normalizados, tendo sido considerado, para o período de projeção, os prazos médios dos últimos 3 anos históricos (ver Anexo P).

Dívida Líquida

A Dívida Financeira do Grupo é constituída por Dívida a Médio/Longo Prazo (cerca de 70% do total da dívida) e Dívida a Curto Prazo (cerca de 30% do total da dívida).

Para o período projecional é assumido o pagamento da dívida existente de acordo com o estipulado na reestruturação financeira disponível no último Relatório e Contas, onde é apresentado o plano de pagamento de dívida financeira para os próximos 5 anos.

Quadro 6. 7: Previsão da evolução da Dívida Existente

Dívida Existente

€M	2017H	2018H	2019H	2020E	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Dívidas de M/L Prazo - Estipulada	**961,95**	**920,35**	**1 865,72**	**1 682,30**	**1 312,15**	**151,75**	**77,65**	**51,07**	**0,00**
Levantamento/ (Reembolso) de Dívida de MP					- 370,14	- 1 160,41	- 74,10	- 26,57	- 51,07
Levantamentode Dívida de MP	n.a.	-	945,36	-	-	-	-	-	-
(Reembolso) de Dívida de MP	n.a.	- 41,59	-	- 183,42	- 370,14	- 1 160,41	- 74,10	- 26,57	- 51,07
Dívidas de Curto Prazo - Estipulada	**330,01**	**775,59**	**325,54**	**620,66**	**370,14**	**1 160,41**	**74,10**	**26,57**	**51,07**
Levantamento/ (Reembolso) de Dívida de CP					- 250,52	790,27	- 1 086,31	- 47,52	24,50
Levantamentode Dívida de CP	n.a.	445,58	-	295,12	-	790,27	-	-	24,50
(Reembolso) de Dívida de CP	n.a.	-	- 450,06	-	- 250,52	-	- 1 086,31	- 47,52	-

Fonte: Relatórios e Contas do Grupo DIA e cálculos do autor

Foi também apurado o valor de necessidades de financiamento adequado para suportar a operação do Grupo, assim como manter um valor mínimo de caixa que foi estipulado em €150 milhões por ter sido considerado indispensável para fazer face às necessidades de tesouraria do quotidiano do Grupo DIA.

Quadro 6. 8: Previsão das Necessidades de Financiamento

Dívida Líquida

€M	2017H	2018H	2019H	2020E	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Necessidades de Financiamento					**365,04**	**535,41**	**1 509,19**	**1 509,19**	**1 509,19**
Levantamento/ (Reembolso) de Dívida de MP					365,04	170,37	973,78	-	-
Levantamentode Dívida de MP	n.a.	-	-	-	365,04	170,37	973,78	-	-
(Reembolso) de Dívida de MP	n.a.	-	-	-					
Disponibilidade	**346,52**	**239,84**	**163,55**	**232,29**	**150,00**	**150,00**	**150,00**	**243,35**	**388,07**

Fonte: Relatórios e Contas do Grupo DIA e cálculos do autor

7. ANÁLISE DE VALOR DO GRUPO DIA

De acordo com o Modelo do Fluxo de Caixa Descontado e os pressupostos assumidos relativamente à atividade operacional do Grupo DIA, os fluxos de caixa projetados conduzem a uma avaliação do Capital Social de €1.267,48 milhões, correspondendo a um preço por ação de 0,190€, representando um potencial de valorização de 31,6% face ao preço atual por ação de 0,144€.

Utilizando o método de avaliação pelos múltiplos, especificamente os múltiplos EV/EBITDA e P/S, chegamos a um valor médio de avaliação de €1.241,40 milhões, correspondendo a um preço por ação de 0,186€, representando um potencial de valorização de 28,9% face ao preço atual por ação de 0,144€. O que complementa a nossa valorização utilizando a abordagem do Modelo do Fluxo de Caixa Descontado.

Fatores críticos da avaliação

Diminuição do número total de lojas e a mudança de lojas franchisadas para lojas próprias, seguindo a estratégia definida pelo Grupo nos últimos anos, alcançando assim um maior proveito médio por loja para o negócio *core* nos próximos 5 anos.

Crescimento das restantes unidades de negócio *non-core* assumindo a inflação prevista para os próximos anos.

Maior racionalização dos gastos operacionais de acordo com a nova política de redução de lojas, tanto com Fornecimentos e Serviços Externos como com Gastos com Pessoal, sendo de salientar que se estima a redução de 6 colaboradores por loja fechada ao longo do período projecional.

Total de investimento necessário para desenvolvimento da atividade operacional do Grupo ao longo dos próximos anos, contando também com eventuais reforços de equipamentos para as lojas, bem como a renovação de lojas, escritórios e equipamento administrativo.

Taxa de desconto WACC de 7,71% e um crescimento na perpetuidade de 1,85%.

Quadro 7. 1: Avaliação por DCF

Avaliação	
€M	
Valor da Empresa	**2 191,87**
(+) Dívida Líquida	**- 2 070,66**
Dívida financeira	- 2 302,96
Caixa	232,29
(+) Activos / (Passivos) não operacionais	1 146,27
Valor de Mercado do Capital Social	**1 267,48**
Ações em Circulação	**6 676,99**
Valor de Mercado por Ação Estimado	**0,190**
Valor de Mercado por Ação a 30/11/2020	**0,144**

Fonte: Relatórios e Contas do Grupo DIA e cálculos do autor

Sumário da Taxa do Custo Médio Ponderado do Capital - WACC

Operando o Grupo DIA em quatro países, foi calculada uma taxa de desconto específica para cada país com o objetivo de apurar os riscos implícitos de cada economia e mercado local, tendo sido possível determinar uma taxa de desconto ponderada pelo volume de negócios de cada país em que o Grupo está presente, evidenciando o risco global inerente (ver Anexo R).

Componentes:

- **Taxa de juro sem risco:** A taxa de juro sem risco considerada foi apurada baseada no cabaz de obrigações soberanas AAA a 30 anos de -0,14%.
- **Prémio de risco:** O prémio de risco considerado $(R_m - R_f)$ para o presente projeto teve como base a análise dos prémios de retorno históricos, sendo utilizada como fonte de informação a análise de Damodaran de 5,23%.
- **Risco do país:** O prémio de risco específico para cada país teve como fonte de informação Damodaran.
- **Beta:** Tendo por base a atividade da empresa e o setor em que opera, foi considerado adequado um *unleverad beta* baseado na média dos comparáveis de mercado sendo este realavancado de acordo com a estrutura ótima de capitais assumida (Fonte: Damodaran) de 0,42 para os países europeus e 0,61 para os países em economias emergentes.
- **Taxa:** A taxa de imposto considerada foi a taxa de imposto em vigor de acordo com o regime fiscal de cada país.

- **Juros e *Spread*:** Para o cálculo do custo de financiamento foram considerados os seguintes pressupostos:
    - Juros: Taxa calculada com base na taxa de juro de referência a 30 anos (swap rate) (Fonte: Thomson)
    - *Spread*: Estando o Grupo DIA altamente endividado, assumiu-se a percentagem de encargos financeiros sobre o total de dívida financeira do Grupo como um credível indicador do *spread*. Para reforçar a credibilidade do valor obtido, foi usada uma base de taxa de juro de referência de acordo com o Rating atual da empresa (Fonte: Damodaran). Sendo que o Rating do Grupo DIA é atualmente CA2, a taxa de juro de referência é de 8,64%, o que confirma a credibilidade da taxa calculada.

Quadro 7. 2: Taxa de juro de referência consoante o Rating da empresa

For developed market firms with market cap > $5 billion			
If interest coverage ratio is			
>	≤ *to*	*Rating is*	*Spread is*
8.50	100000	Aaa/AAA	0.63%
6.5	8.499999	Aa2/AA	0.78%
5.5	6.499999	A1/A+	0.98%
4.25	5.499999	A2/A	1.08%
3	4.249999	A3/A-	1.22%
2.5	2.999999	Baa2/BBB	1.56%
2.25	2.249999	Ba1/BB+	2.00%
2	2.2499999	Ba2/BB	2.40%
1.75	1.999999	B1/B+	3.51%
1.5	1.749999	B2/B	4.21%
1.25	1.499999	B3/B-	5.15%
0.8	1.249999	Caa/CCC	8.20%
0.65	0.799999	Ca2/CC	8.64%
0.2	0.649999	C2/C	11.34%
-100000	0.199999	D2/D	15.12%

Fonte: Damodaran (2020)

7.1 Análise de Valor - Modelo do Fluxo de Caixa Descontado

De acordo com o Modelo do Fluxo de Caixa Descontado e os pressupostos assumidos para a atividade operacional do Grupo DIA, os fluxos de caixa projetados conduzem a uma avaliação do negócio a 30 de Novembro de 2020 de €2.132,96 milhões.

Quadro 7. 3: Modelo do Fluxo de Caixa Descontado

DCF

€M	**2017H**	**2018H**	**2019H**	**2020E**	**2021P**	**2022P**	**2023P**	**2024P**	**2025P**	**Perpetuidade**
Vendas	8 217,67	7 576,09	6 870,44	7 030,44	6 907,28	6 856,37	6 889,76	6 918,08	6 945,09	7 073,57
Outros Proveitos Operacionais	153,08	103,47	77,16	61,12	91,92	91,99	92,84	93,66	94,47	96,22
Vendas e serviços prestados	**8 370,75**	**7 679,56**	**6 947,59**	**7 091,55**	**6 999,20**	**6 948,36**	**6 982,60**	**7 011,74**	**7 039,56**	**7 169,79**
CMVMC	- 6 520,43	- 5 606,35	- 5 240,75	- 5 172,45	- 5 240,11	- 5 201,49	- 5 226,83	- 5 248,31	- 5 268,80	- 5 366,27
Gastos com pessoal	- 743,47	- 916,19	- 934,54	- 931,38	- 927,48	- 908,04	- 904,83	- 900,97	- 896,42	- 913,00
Despesas operacionais	- 614,61	- 920,67	- 675,38	- 627,35	- 578,80	- 575,61	- 578,99	- 581,99	- 584,90	- 595,72
Imparidade de clientes	- 21,28	- 27,15	- 31,33	- 6,51	- 24,71	- 24,53	- 24,65	- 24,75	- 24,85	- 25,31
EBITDA	**470,95**	**209,20**	**65,60**	**353,87**	**228,10**	**238,69**	**247,31**	**255,73**	**264,59**	**269,49**
EBITDA (%)	*5,73%*	*2,76%*	*0,95%*	*5,03%*	*3,30%*	*3,48%*	*3,59%*	*3,70%*	*3,81%*	*3,81%*
Depreciações e amortizações	- 223,72	- 245,77	- 518,37	- 447,06	- 486,51	- 488,10	- 480,57	- 486,99	- 493,41	- 493,41
Imparidade de ativos depreciáveis/ amortizáveis	- 12,05	- 117,61	- 57,51	- 2,12	-	-	-	-	-	-
Perdas/Reversões de ativos depreciáveis/ amortizáveis	- 17,21	11,62	- 69,97	- 8,75	- 17,14	- 13,19	- 9,90	- 6,46	- 2,88	- 2,88
EBIT	**217,97**	**- 142,56**	**- 580,25**	**- 104,06**	**- 275,56**	**- 262,60**	**- 243,16**	**- 237,72**	**- 231,69**	**- 226,80**
EBIT (%)	*2,65%*	*-1,88%*	*-8,45%*	*-1,48%*	*-3,99%*	*-3,83%*	*-3,53%*	*-3,44%*	*-3,34%*	*-3,21%*
Imposto sobre o rendimento	- 52,01	- 188,36	- 91,67	- 8,00	- 87,47	- 81,55	- 74,19	- 71,83	- 69,97	- 68,49
NOPLAT	**165,95**	**- 330,92**	**- 671,91**	**- 112,06**	**- 363,03**	**- 344,15**	**- 317,34**	**- 309,56**	**- 301,66**	**- 295,28**
Amortizações	252,99	351,76	645,84	457,93	503,65	501,29	490,47	493,45	496,29	496,29
Capex	-	- 211,58	53,61	- 67,39	- 31,50	- 58,54	- 78,76	- 77,29	- 75,81	- 77,21
% Vendas	*0,00%*	*-2,79%*	*0,78%*	*-0,96%*	*-0,46%*	*-0,85%*	*-1,14%*	*-1,12%*	*-1,09%*	*-1,09%*
Variação de FM	-	368,56	- 141,13	42,52	57,76	- 5,62	3,96	3,39	3,24	14,77
FM Líquido	- 1 202,82	- 834,27	- 693,14	- 735,66	- 793,42	- 787,80	- 791,76	- 795,15	- 798,39	- 813,16
% Vendas	*-14,64%*	*-11,01%*	*-10,09%*	*-10,46%*	*-11,49%*	*-11,49%*	*-11,49%*	*-11,49%*	*-11,50%*	*-11,50%*
Activo	887,52	857,77	707,72	672,90	742,46	737,00	740,60	743,65	746,57	760,38
Passivo	- 2 090,34	- 1 692,03	- 1 400,86	- 1 408,56	- 1 535,88	- 1 524,80	- 1 532,36	- 1 538,80	- 1 544,95	- 1 573,53
FCF	**-**	**559,30**	**- 113,59**	**321,00**	**166,89**	**92,97**	**98,32**	**109,99**	**122,06**	**138,56**
Timing factor					0,50	1,50	2,50	3,50	4,50	
Discount Factor					0,96	0,89	0,83	0,77	0,72	12,23
***FCF* Descontado**					**160,81**	**83,17**	**81,67**	**84,82**	**87,40**	**1 694,01**

WACC	**7,71%**
Crescimento na perpetuidade	**1,85%**

Fonte: Relatórios e Contas do Grupo DIA e cálculos do autor

Para o valor de crescimento na perpetuidade foi considerada uma taxa de crescimento de acordo com as estimativas de inflação mais recentes à data de 1,85%. Relativamente ao *Capex* e Variação de Fundo de Maneio foram considerados os valores apurados para 2025 com crescimentos semelhantes à inflação estimada.

7.1.1 Ativos e Passivos Não Operacionais

Os Ativos Não Operacionais englobam maioritariamente o *Goodwill* do Grupo e os Direitos de Passagem.

Os Passivos Não Operacionais englobam maioritariamente Provisões e Passivos por Imposto Diferido.

Quadro 7. 4: Ativos e Passivos Não Operacionais

Outros Ativos e Passivos									
€M	2017H	2018H	2019H	2020E	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Outros Ativos	1 055,60	782,17	1 351,99	1 241,11	1 265,84	1 265,40	1 265,69	1 265,94	1 266,18
% Vendas	*12,8%*	*10,3%*	*19,7%*	*17,7%*	*18,3%*	*18,5%*	*18,4%*	*18,3%*	*18,2%*
Participações financeiras - Método de Equivalência Patrimonial	73,08	9,18	0,55	0,67	0,67	0,67	0,67	0,67	0,67
Clientes e outros recebimentos	80,30	73,12	46,01	35,32	60,04	59,61	59,90	60,15	60,39
Outros ativos financeiros não correntes	33,25	77,72	64,04	57,22	57,22	57,22	57,22	57,22	57,22
Ativos fiscais não correntes	-	43,89	52,30	43,92	43,92	43,92	43,92	43,92	43,92
Ativos por imposto diferido	272,35	74,67	-	-	-	-	-	-	-
Goodwill	553,13	503,58	489,05	488,60	488,60	488,60	488,60	488,60	488,60
Direitos de Passagem	43,49	-	700,04	615,38	615,38	615,38	615,38	615,38	615,38
Outros Passivos	48,75	49,90	76,55	94,84	94,84	94,84	94,84	94,84	94,84
Provisões	44,06	47,60	61,31	75,75	75,75	75,75	75,75	75,75	75,75
Outros passivos financeiros não correntes	2,49	2,29	3,81	3,81	3,81	3,81	3,81	3,81	3,81
Passivo por imposto diferido	2,21	-	11,44	15,29	15,29	15,29	15,29	15,29	15,29

Fonte: Relatórios e Contas do Grupo DIA e cálculos do autor

7.1.2 Dívida Financeira Líquida

A Dívida Financeira Líquida foi apurada considerando tanto a Dívida de Médio e Longo Prazo como a Dívida de Curto Prazo, descontada de disponibilidades financeiras.

Quadro 7. 5: Dívida Financeira Líquida

Dívida Líquida									
€M	2017H	2018H	2019H	2020E	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Dívida Líquida	945,44	1 456,10	2 027,70	2 070,66	1 897,34	1 697,56	1 510,93	1 343,49	1 172,20
% Vendas	*11,5%*	*19,2%*	*29,5%*	*29,5%*	*27,5%*	*24,8%*	*21,9%*	*19,4%*	*16,9%*
Total Dívida	1 291,96	1 695,95	2 191,25	2 302,96	2 047,34	1 847,56	1 660,93	1 586,84	1 560,26
Dívidas de M/L Prazo - Estipulada	961,95	920,35	1 865,72	1 682,30	1 312,15	151,75	77,65	51,07	- 0,00
Levantamento/ (Reembolso) de Dívida de MP					- 370,14	- 1 160,41	- 74,10	- 26,57	- 51,07
Levantamentode Dívida de MP	n.a.	-	945,36	-	-	-	-	-	-
(Reembolso) de Dívida de MP	n.a.	- 41,59	-	- 183,42	- 370,14	- 1 160,41	- 74,10	- 26,57	- 51,07
Dívidas de Curto Prazo - Estipulada	330,01	775,59	325,54	620,66	370,14	1 160,41	74,10	26,57	51,07
Levantamento/ (Reembolso) de Dívida de CP					- 250,52	790,27	- 1 086,31	- 47,52	24,50
Levantamentode Dívida de CP	n.a.	445,58	-	295,12	-	790,27	-	-	24,50
(Reembolso) de Dívida de CP	n.a.	-	- 450,06	-	- 250,52	-	- 1 086,31	- 47,52	-
Necessidades de Financiamento					365,04	535,41	1 509,19	1 509,19	1 509,19
Levantamento/ (Reembolso) de Dívida de MP					365,04	170,37	973,78	-	-
Levantamentode Dívida de MP	n.a.	-	-	-	365,04	170,37	973,78	-	-
(Reembolso) de Dívida de MP	n.a.	-	-	-					
Disponibilidade	346,52	239,84	163,55	232,29	150,00	150,00	150,00	243,35	388,07

Fonte: Relatórios e Contas do Grupo DIA e cálculos do autor

7.1.3 Análise de Sensibilidade

A análise de sensibilidade assume uma variação de +/- 0,50% tanto na taxa de desconto como na taxa de crescimento na perpetuidade.

Quadro 7. 6: Análise de Sensibilidade ao Valor da Empresa (€M)

		WACC		
		7,21%	7,71%	8,21%
Taxa de crescimento	1,35%	2 166,26	1 998,53	1 855,34
	1,85%	2 394,34	2 191,87	2 021,38
	2,35%	2 669,39	2 421,32	2 215,76

Fonte: Relatórios e Contas do Grupo DIA e cálculos do autor

Considerando a análise de sensibilidade efetuada, juntamente com os vários riscos associados ao negócio do Grupo DIA e a nossa perceção de mercado, determinamos um valor de mercado do negócio indicativo entre €2.166,26 milhões e €2.215,76 milhões.

Quadro 7. 7: Análise de Sensibilidade ao Valor do Capital (€M)

		WACC		
		7,21%	7,71%	8,21%
Taxa de crescimento	1,35%	1 241,87	1 074,13	930,95
	1,85%	1 469,95	1 267,48	1 096,98
	2,35%	1 744,99	1 496,92	1 291,36

Fonte: Relatórios e Contas do Grupo DIA e cálculos do autor

Neste sentido, o valor de mercado do Capital do grupo DIA situa-se entre €1.241,87 milhões e €1.291,36 milhões.

7.2 Análise de Valor – Avaliação Relativa

Para a abordagem pela Avaliação Relativa foram utilizados os múltiplos *Enterprise Value to EBITDA* (EV/EBITDA) e *Price to Sales* (P/S).

Partindo de uma grande amostra de empresas de retalho, após definição de vários critérios, foi selecionado um grupo de empresas comparáveis ao Grupo DIA e entre elas, em termos de estrutura, dimensão e risco, tendo já sido identificadas e analisadas em subcapítulos anteriores (Jerónimo Martins, Carrefour, Tesco, Casino *Guichard Perrachon* e Metro AG).

7.2.1 Múltiplo EV/EBITDA

Para o Múltiplo EV/EBITDA, foi apurado um valor médio de mercado de 9,79 (Fonte: *Yahoo Finance*), sendo este valor ligeiramente superior ao apurado para o Grupo DIA no primeiro ano de previsão: 9,61.

Quadro 7. 8: Concorrentes - Múltiplo EV/EBITDA

Empresa (€ mil Milhões)	EV	EBITDA	EV/EBITDA
Jerónimo Martins	10,95	1,08	10,14
Carrefour	26,58	3,59	7,40
Tesco *	36,19	4,03	8,98
Metro AG	6,75	0,72	9,36
Casino Guichard Perrachon	16,59	1,27	13,06
	97,06	**10,69**	**9,79**

* Moeda em GBP (£ mil milhões)

Fonte: Relatórios e Contas do Grupo DIA e cálculos do autor

De acordo com esta abordagem, foi apurado um valor de €1.308,57 milhões, correspondendo a um preço por ação de 0,196€, representando um potencial de valorização de 35,9% face ao preço atual por ação de 0,144€.

Quadro 7. 9: Avaliação – Múltiplo EV/EBITDA

Avaliação *EV/EBITDA*	
€M	
Multiplo *EV/EBITDA*	9,79
EBITDA	228,10
Valor da Empresa	**2 232,96**
(+) Dívida Líquida	**- 2 070,66**
Divida financeira	- 2 302,96
Caixa	232,29
(+) Activos / (Passivos) não operacionais	1 146,27
Valor de Mercado do Capital Social	**1 308,57**
Ações em Circulação	**6 676,99**
Valor de Mercado por Ação Estimado	**0,196**
Valor de Mercado por Ação a 30/11/2020	**0,144**

Fonte: Relatórios e Contas do Grupo DIA e cálculos do autor

7.2.2 Múltiplo P/S

Para o Múltiplo P/S foi apurado um valor médio de mercado de 0,17 (Fonte: Yahoo *Finance*), sendo este valor ligeiramente inferior ao apurado para o Grupo DIA no primeiro ano de previsão de 0,18.

Quadro 7. 10: Concorrentes - Múltiplo P/S

Empresa (€ mil Milhões)	Price	Sales	P/S
Jerónimo Martins			
Carrefour	11,02	73,46	0,15
Tesco *	22,09	64,97	0,34
Metro AG	2,86	25,98	0,11
Casino Guichard Perrachon	2,72	33,94	0,08
	38,68	**198,35**	**0,17**

* Moeda em GBP (£ mil milhões)

Fonte: Relatórios e Contas do Grupo DIA e cálculos do autor

Nesta análise foi excluído o valor de P/S do Grupo Jerónimo Martins por ter sido considerado um *outlier*, dado o seu valor consideravelmente acima dos restantes, desvirtuando a análise.

De acordo com esta abordagem chegámos a um valor de €1.174,24 milhões, correspondendo a um preço por ação de 0,176€, representando um potencial de valorização de 22,0% face ao preço atual de 0,144€.

Quadro 7. 11: Avaliação – Múltiplo P/S

Avaliação P/S	
€M	
Múltiplo P/S	0,17
Vendas	6 907,28
Valor de Mercado do Capital Social	**1 174,24**
Ações em Circulação	**6 676,99**
Valor de Mercado por Ação Estimado	**0,176**
Valor de Mercado por Ação a 30/11/2020	**0,144**

Fonte: Relatórios e Contas do Grupo DIA e cálculos do autor

8. CONCLUSÃO

Após analisar o Grupo DIA e o mercado do retalho alimentar, foi estabelecido como pertinente a avaliação da empresa através do Modelo do Fluxo de Caixa Descontado, complementado com o Método de Avaliação Relativa, nomeadamente o Método dos Múltiplos Comparáveis.

De acordo com o Modelo do Fluxo de Caixa Descontado e os pressupostos assumidos relativamente à atividade operacional do Grupo DIA, os fluxos de caixa projetados conduzem a uma avaliação do Capital Social de €1.267,48 milhões, correspondendo a um preço por ação de 0,190€, representando um potencial de valorização de 31,6% face ao preço atual por ação de 0,144€.

Utilizando o método de avaliação pelos múltiplos, especificamente os múltiplos EV/EBITDA e P/S, chegamos a um valor médio de avaliação de €1.241,40 milhões, correspondendo a um preço por ação de 0,186€, representando um potencial de valorização de 28,9% face ao preço atual por ação de 0,144€. O que complementa a nossa valorização utilizando a abordagem do Modelo do Fluxo de Caixa Descontado.

A valorização de 31,6% representa o potencial que a empresa tem de se valorizar após este período de reestruturação em que a estratégia definida representa alterações profundas ao modelo de negócio anteriormente utilizado.

Apesar de a empresa enfrentar um período de recuperação financeira e de estar altamente endividada, a melhoria dos resultados pode estar diretamente ligado à estratégia de reduzir o número de lojas e assumir o controlo de lojas *franchisadas*, a qual aumentará o lucro médio por loja, bem como as alterações provocadas pela pandemia, que representa grandes dificuldades e necessidades de adaptação, mas pode resultar também em novas oportunidades, tal como se verifica no aumento da procura dos clientes pelas lojas de conveniência, bem como nas vendas por *e-commerce* do Grupo DIA.

Tendo em conta as análises efetuadas e os resultados obtidos, a recomendação é de compra das ações do Grupo DIA.

9. BIBLIOGRAFIA

A. Artigos:

Damodaran, A. (2006). Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence. *Stern School of Business*, 693-784.

Damodaran, A. (2009). Volatility Rules: Valuing Emerging Market Companies. *Stern School of Business*.

Fernández, P. (2002). Valuation Using Multiples: How Do Analysts Reach Their Conclusions? *IESE Business School Research Paper, No. 450*.

Kaplan, S. N. (1995). The valuation of cash flow forecasts: An empirical analysis. *Journal of Finance, 50(4)*, 1059-1093.

Luehrman, T. A. (1997). Using APV: A Better Tool for Valuing Operations. *Harvard Business Review 75. No. 3*, 145-6.

Steiger, F. (2008). The Validity of Company Valuation Using Discounted Cash Flow Methods. *Seminar Paper*, 1-25.

B. Livros:

Damodaran, A. (1994). *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance, Study Guide (1st ed.).* New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset (3rd ed.).* New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Koller T., G. M. (2010). *Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies (5th ed.).* New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

C. Consulta *Online*:

3 tendências do retalho para 2020. (23 de Dezembro de 2019). Obtido de Grande Consumo: https://grandeconsumo.com/3-tende%CC%82ncias-do-retalho-para-2020/

5 previsões para o retalho alimentar em 2019. (3 de Dezembro de 2018). Obtido de Grande Consumo: https://grandeconsumo.com/5-previsoes-para-o-retalho-alimentar-em-2019/#.X4MLfe17m00

Ações do DIA batem recorde negativo em despedida do Ibex 35. (12 de Dezembro de 2018). Obtido de economia.uol: https://economia.uol.com.br/noticias/bloomberg/2018/12/12/acoes-do-dia-batem-recorde-negativo-em-despedida-do-ibex-35.htm

COVID-19: Retalho alimentar. (s.d.). Obtido de RPL: https://rpl.pt/covid-19-retalho-alimentar/DIA, G. (2019). *Relatório e Contas.*

Lidl e Intermarché: as únicas insígnias de retalho alimentar a ganhar quota em 2020. (24 de Setembro de 2020). Obtido de Hipersuper: https://www.hipersuper.pt/2020/09/24/lidl-intermarche-as-unicas-insignias-retalho-alimentar-ganhar-quota-2020/

Eurostat Database. (s.d.). Obtido de Eurostat: https://ec.europa.eu/eurostat/data/database

Portugueses viram-se de novo para o comércio de proximidade. (29 de Outubro de 2020). Obtido de Economia - Expresso: https://expresso.pt/economia/2020-10-29-Portugueses-viram-se-de-novo-para-o-comercio-de-proximidade

Rating Action: Moody's downgrades DIA's corporate family rating to Caa2; outlook negative. (28 de Abril de 2020). Obtido de Moody's: https://www.moodys.com/research/Moodys-downgrades-DIAs-corporate-family-rating-to-Caa2-outlook-negative--PR_423377

Ratings, Interest Coverage Ratios and Default Spread. (Janeiro de 2020). Obtido de Damodaran Online: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.htm

Relatórios e Contas e Relatórios de Gestão do Grupo Carrefour (2017, 2018, 2019 e 2020). Obtido de Grupo Carrefour: https://www.carrefour.com/en/finance/financial-publications

Relatórios e Contas e Relatórios de Gestão do Grupo Casino (2017, 2018, 2019 e 2020). Obtido de Grupo Casino: https://www.groupe-casino.fr/en/investors/financials-informations/

Relatórios e Contas e Relatórios de Gestão do Grupo DIA (2017, 2018, 2019 e 2020). Obtido de Grupo DIA: https://www.diacorporate.com/en/shareholders/financial-information/

Relatórios e Contas e Relatórios de Gestão do Grupo Jerónimo Martins (2017, 2018, 2019 e 2020). Obtido de Grupo Jerónimo Martins: https://www.jeronimomartins.com/pt/investidor/#relatorios

Relatórios e Contas e Relatórios de Gestão do Grupo Metro AG (2017, 2018, 2019 e 2020). Obtido de Grupo Metro AG: https://www.metroag.de/en/investors

Relatórios e Contas e Relatórios de Gestão do Grupo Tesco (2017, 2018, 2019 e 2020). Obtido de Grupo Tesco: https://www.tescoplc.com/investors/reports-results-and-presentations/results-and-presentations/

Retalho: Tendências Futuras. (s.d.). Obtido de Michael Page: https://www.michaelpage.pt/advice/lideran%C3%A7a-e-gest%C3%A3o-de-equipas/desenvolvimento-profissional-e-reten%C3%A7%C3%A3o/retalho-tend%C3%AAncias

What's Next for the Worst Spanish Stock of the Year. (18 de Dezembro de 2018). Obtido de Bloomberg: https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-12-18/what-s-next-for-worst-spanish-stock-of-the-year-retailer-dia

World Economic Outlook Database (Abril de 2020). Obtido de International Monetary Fund: https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2020/April

10. ANEXOS

Anexo A – Demonstração de Resultados Consolidados

Demonstração de Resultados Consolidados

€M	2017H	2018H	2019H	2020E	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Vendas	8 217,67	7 576,09	6 870,44	7 030,44	6 907,28	6 856,37	6 889,76	6 918,08	6 945,09
Outros Proveitos Operacionais	153,08	103,47	77,16	61,12	91,92	91,99	92,84	93,66	94,47
Vendas e serviços prestados	**8 370,75**	**7 679,56**	**6 947,59**	**7 091,55**	**6 999,20**	**6 948,36**	**6 982,60**	**7 011,74**	**7 039,56**
CMVMC	- 6 520,43	- 5 606,35	- 5 240,75	- 5 172,45	- 5 240,11	- 5 201,49	- 5 226,83	- 5 248,31	- 5 268,80
Gastos com pessoal	- 743,47	- 916,19	- 934,54	- 931,38	- 927,48	- 908,04	- 904,83	- 900,97	- 896,42
Despesas operacionais	- 614,61	- 920,67	- 675,38	- 627,35	- 578,80	- 575,61	- 578,99	- 581,99	- 584,90
Imparidade de clientes	- 21,28	- 27,15	- 31,33	- 6,51	- 24,71	- 24,53	- 24,65	- 24,75	- 24,85
EBITDA	**470,95**	**209,20**	**65,60**	**353,87**	**228,10**	**238,69**	**247,31**	**255,73**	**264,59**
EBITDA (%)	*5,73%*	*2,76%*	*0,95%*	*5,03%*	*3,30%*	*3,48%*	*3,59%*	*3,70%*	*3,81%*
Depreciações e amortizações	- 223,72	- 245,77	- 518,37	- 447,06	- 486,51	- 488,10	- 480,57	- 486,99	- 493,41
Imparidade de ativos depreciáveis/ amortizáveis	- 12,05	- 117,61	- 57,51	- 2,12	-	-	-	-	-
Perdas/Reversões de ativos depreciáveis/ amortizáveis	- 17,21	11,62	- 69,97	- 8,75	- 17,14	- 13,19	- 9,90	- 6,46	- 2,88
EBIT	**217,97**	**- 142,56**	**- 580,25**	**- 104,06**	**- 275,56**	**- 262,60**	**- 243,16**	**- 237,72**	**- 231,69**
EBIT (%)	*2,65%*	*-1,88%*	*-8,45%*	*-1,48%*	*-3,99%*	*-3,83%*	*-3,53%*	*-3,44%*	*-3,34%*
Juros e rendimentos similares obtidos	12,20	6,78	41,64	7,20	22,14	19,98	17,96	17,16	16,87
Juros e gastos similares suportados	- 65,69	- 90,24	- 196,21	- 306,15	- 132,12	- 119,22	- 107,18	- 102,40	- 100,68
Ganhos relativas a instrumentos financeiros	-	67,51	63,71	35,39	35,39	35,39	35,39	35,39	35,39
Perdas relativas a instrumentos financeiros	-	-	- 6,04	-	-	-	-	-	-
Resultado das Participadas	0,19	- 1,18	0,20	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Resultado antes de impostos	**164,67**	**- 159,69**	**- 676,96**	**- 367,37**	**- 349,89**	**- 326,21**	**- 296,74**	**- 287,33**	**- 279,87**
Imposto sobre o rendimento	- 52,01	- 188,36	- 91,67	- 8,00	- 87,47	- 81,55	- 74,19	- 71,83	- 69,97
Resultado depois de impostos	**112,66**	**- 348,05**	**- 768,63**	**- 375,37**	**- 437,37**	**- 407,76**	**- 370,93**	**- 359,16**	**- 349,83**
Perdas líquidas de impostos resultantes de operações descontinuadas	- 11,49	- 4,54	- 21,84	-	-	-	-	-	-
Resultado Líquido	**101,17**	**- 352,59**	**- 790,47**	**- 375,37**	**- 437,37**	**- 407,76**	**- 370,93**	**- 359,16**	**- 349,83**

Anexo B – Balanço Consolidado

Balanço Consolidado

€M	2017H	2018H	2019H	2020E	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Ativos Fixos Tangíveis	1 410,74	1 328,01	1 055,58	931,74	738,72	570,75	419,54	263,38	102,29
Goodwill	553,13	503,58	489,05	488,60	488,60	488,60	488,60	488,60	488,60
Right of use	43,49	-	700,04	615,38	615,38	615,38	615,38	615,38	615,38
Outros Ativos Intangíveis	0,38	48,93	40,59	31,26	21,98	14,61	19,69	23,30	25,43
Investimentos - Método de Equivalência Patrimonial	73,08	9,18	0,55	0,67	0,67	0,67	0,67	0,67	0,67
Clientes e outras contas a receber	80,30	73,12	46,01	35,32	60,04	59,61	59,90	60,15	60,39
Outros Ativos Financeiros Não Correntes	33,25	77,72	64,04	57,22	57,22	57,22	57,22	57,22	57,22
Impostos não correntes - Ativos	-	43,89	52,30	43,92	43,92	43,92	43,92	43,92	43,92
Impostos diferidos - Ativos	272,35	74,67	-	-	-	-	-	-	-
Ativos Não Correntes	**2 466,72**	**2 159,10**	**2 448,16**	**2 204,11**	**2 026,55**	**1 850,76**	**1 704,92**	**1 552,63**	**1 393,90**
Inventários	609,00	597,36	496,52	476,98	514,74	510,94	513,43	515,54	517,56
Clientes e outras contas a receber	198,79	193,47	110,97	104,25	151,45	150,35	151,09	151,72	152,32
Financiamento a clientes proveninentes dos serviços financeiros	1,07	0,02	1,41	0,95	0,78	0,77	0,78	0,78	0,78
Impostos correntes - Ativo	57,85	38,03	76,77	71,66	53,49	53,10	53,36	53,58	53,78
Imposto sobre o rendimento corrente - Ativo	3,53	10,14	6,93	4,12	6,39	6,35	6,38	6,40	6,43
Outros Ativos Financeiros Correntes	9,90	11,36	8,71	6,87	9,14	9,08	9,12	9,16	9,19
Outros Ativos	7,39	7,39	6,42	8,08	6,47	6,42	6,45	6,48	6,50
Caixa e equivalentes de Caixa	346,52	239,84	163,55	232,29	150,00	150,00	150,00	243,35	388,07
Ativo Corrente	**1 234,04**	**1 097,61**	**871,27**	**905,19**	**892,46**	**887,00**	**890,60**	**987,00**	**1 134,63**
Ativos não correntes detidos para venda	39,60	15,10	-	-	-	-	-	-	-
Total Ativos	**3 740,36**	**3 271,81**	**3 319,43**	**3 109,30**	**2 919,00**	**2 737,76**	**2 595,52**	**2 539,63**	**2 528,54**
Capital	62,25	62,25	66,78	66,78	66,78	66,78	66,78	66,78	66,78
Prémio de emissão	-	-	545,00	545,00	545,00	545,00	545,00	545,00	545,00
Reservas	244,26	246,70	- 93,66	- 815,39	- 815,39	- 815,39	- 815,39	- 815,39	- 815,39
Ações próprias	- 60,36	- 55,86	- 7,25	- 5,76	- 5,76	- 5,76	- 5,76	- 5,76	- 5,76
Outros investimentos de capital prórpio	10,77	6,82	0,09	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15
Resultado líquido do período	101,21	- 352,59	- 790,47	- 375,37	- 437,37	- 407,76	- 370,93	- 359,16	- 349,83
Diferenças de conversão cambial	- 100,78	- 73,39	- 70,99	- 112,47	- 112,47	- 112,47	- 112,47	- 112,47	- 112,47
Ajustamentos ao justo valor - hedging	- 0,06	0,01	-	-	-	-	-	-	-
Capital Próprio atribuido aos detentores do capital da empresa-mãe	**257,29**	**- 166,06**	**- 350,50**	**- 697,06**	**- 759,06**	**- 729,45**	**- 692,62**	**- 680,85**	**- 671,52**
Interesses minoritários	- 0,10	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Capital Próprio	**257,19**	**- 166,06**	**- 350,50**	**- 697,06**	**- 759,06**	**- 729,45**	**- 692,62**	**- 680,85**	**- 671,52**
Financiamento não corrente	961,95	920,35	1 865,72	1 682,30	1 677,19	687,15	1 586,84	1 560,26	1 509,19
Provisões	44,06	47,60	61,31	75,75	75,75	75,75	75,75	75,75	75,75
Outro Passivo Financeiro não corrente	2,49	2,29	3,81	3,81	3,81	3,81	3,81	3,81	3,81
Impostos diferidos - Passivo	2,21	-	11,44	15,29	15,29	15,29	15,29	15,29	15,29
Passivo não corrente	**1 010,70**	**970,25**	**1 942,27**	**1 777,14**	**1 772,03**	**781,99**	**1 681,68**	**1 655,11**	**1 604,03**
Fianciamento corrente	330,01	775,59	325,54	620,66	370,14	1 160,41	74,10	26,57	51,07
Fornecedores e outras contas a pagar	1 785,19	1 448,93	1 215,45	1 226,19	1 314,37	1 304,92	1 311,41	1 316,94	1 322,22
Impostos correntes - Passivo	89,93	76,05	64,68	54,86	69,98	69,47	69,80	70,09	70,37
Imposto sobre o rendimento corrente - Passivo	7,57	0,66	9,15	0,71	5,39	5,35	5,38	5,40	5,42
Outro Passivo Financeiro corrente	207,66	166,40	111,58	126,80	146,14	145,07	145,77	146,37	146,94
Passivo Corrente	**2 420,35**	**2 467,63**	**1 726,40**	**2 029,22**	**1 906,03**	**2 685,21**	**1 606,46**	**1 565,37**	**1 596,03**
Passivo diretamente associado aos ativos não correntes detidos para venda	52,11	-	1,27	-	-	-	-	-	-
Passivo Total	**3 483,17**	**3 437,88**	**3 669,94**	**3 806,36**	**3 678,06**	**3 467,21**	**3 288,14**	**3 220,48**	**3 200,06**
Total Capital Próprio + Passivo	**3 740,36**	**3 271,81**	**3 319,43**	**3 109,30**	**2 919,00**	**2 737,76**	**2 595,52**	**2 539,63**	**2 528,54**

Anexo C – Demonstração de Fluxos de Caixa

Fluxo de Caixa

€M	2017H	2018H	2019H	2020E	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
EBITDA		209,20	65,60	353,87	228,10	238,69	247,31	255,73	264,59
Resultados financeiros		- 83,46	- 154,57	- 298,95	- 109,98	- 99,24	- 89,22	- 85,24	- 83,81
Outros Resultados		61,79	36,02	35,64	35,64	35,64	35,64	35,64	35,64
Imposto sobre o rendimento do período		- 188,36	- 91,67	- 8,00	- 87,47	- 81,55	- 74,19	- 71,83	- 69,97
Variação Ativos fixos tangíveis		34,18	280,76	133,18	202,29	175,35	146,13	152,55	158,96
Depreciações		- 351,76	- 645,84	- 457,93	- 503,65	- 501,29	- 490,47	- 493,45	- 496,29
Fundo de Maneio		- 368,56	- 141,13	42,52	57,76	- 5,62	3,96	3,39	3,24
Outras Rubricas de Ativo		297,94	- 554,72	110,88	- 24,73	0,44	- 0,29	- 0,25	- 0,24
Outras Rubricas de Passivo		- 50,97	27,93	17,02	-	-	-	-	-
Capitais Próprios		- 70,67	606,03	28,81	375,37	437,37	407,76	370,93	359,16
Financiamentos obtidos		403,99	495,31	111,71	- 620,66	- 370,14	- 1 160,41	- 74,10	- 26,57
Caixa no início do período		**346,52**	**239,84**	**163,55**	**232,29**	**150,00**	**150,00**	**150,00**	**243,35**
Fluxo de Caixa do período		- 106,67	- 76,29	68,74	- 447,33	- 170,37	- 973,78	93,35	144,72
Novos Financiamentos		-	-	-	365,04	170,37	973,78	-	-
Caixa no fim do período	**346,52**	**239,84**	**163,55**	**232,29**	**150,00**	**150,00**	**150,00**	**243,35**	**388,07**

Anexo D – Evolução do número de lojas

Operacionais

€M	2017H	2018H	2019H	2020E	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Nº de Lojas Totais	**7 362**	**7 438**	**6 626**	**6 400**	**6 045**	**5 770**	**5 610**	**5 450**	**5 290**
Crescimento		76	- 812	- 226	- 355	- 275	- 160	- 160	- 160
Espanha	**4 707**	**4 684**	**4 236**	**4 041**	**3 751**	**3 531**	**3 411**	**3 291**	**3 171**
Crescimento	-	23	- 448	- 195	- 290	- 220	- 120	- 120	- 120
Aberturas		62	10	-	10	10	20	20	20
Fechos	-	85	- 458	- 195	- 300	- 230	- 140	- 140	- 140
Portugal	**610**	**603**	**576**	**568**	**558**	**548**	**543**	**538**	**533**
Crescimento	-	7	- 27	- 8	- 10	- 10	- 5	- 5	- 5
Aberturas		23	2	1	10	10	10	10	10
Fechos	-	30	- 29	- 9	- 20	- 20	- 15	- 15	- 15
Argentina	**930**	**979**	**934**	**913**	**873**	**843**	**823**	**803**	**783**
Crescimento		49	- 45	- 21	- 40	- 30	- 20	- 20	- 20
Aberturas		94	8	1	10	10	10	10	10
Fechos	-	45	- 53	- 22	- 50	- 40	- 30	- 30	- 30
Brasil	**1 115**	**1 172**	**880**	**878**	**863**	**848**	**833**	**818**	**803**
Crescimento		57	- 292	- 2	- 15	- 15	- 15	- 15	- 15
Aberturas		157	29	1	10	10	10	10	10
Fechos	-	100	- 321	- 3	- 25	- 25	- 25	- 25	- 25
Nº de Lojas Detidas	**3 525**	**3 693**	**3 725**	**3 741**	**3 831**	**3 951**	**4 051**	**4 131**	**4 211**
Espanha	**2 485**	**2 615**	**2 571**	**2 564**	**2 554**	**2 574**	**2 614**	**2 634**	**2 654**
Crescimento		130	- 44	- 7	- 10	20	40	20	20
Aberturas		34	4	-	10	10	20	20	20
Mudanças de Franchisados para detidas		109	255	85	180	160	120	100	100
Fechos	-	13	- 303	- 92	- 200	- 150	- 100	- 100	- 100
Portugal	**313**	**294**	**298**	**317**	**347**	**377**	**397**	**417**	**437**
Crescimento	-	19	4	19	30	30	20	20	20
Aberturas		6	-	-	10	10	10	10	10
Mudanças de Franchisados para detidas	-	35	25	19	30	30	20	20	20
Fechos		10	- 21	-	- 10	- 10	- 10	- 10	- 10
Argentina	**303**	**298**	**323**	**323**	**353**	**383**	**403**	**423**	**443**
Crescimento	-	5	25	-	30	30	20	20	20
Aberturas		30	8	-	10	10	10	10	10
Mudanças de Franchisados para detidas	-	24	30	10	30	30	20	20	20
Fechos	-	11	- 13	- 10	- 10	- 10	- 10	- 10	- 10
Brasil	**424**	**486**	**533**	**537**	**577**	**617**	**637**	**657**	**677**
Crescimento		62	47	4	40	40	20	20	20
Aberturas		93	19	1	10	10	10	10	10
Mudanças de Franchisados para detidas	-	30	75	4	50	50	30	30	30
Fechos	-	1	- 47	- 1	- 20	- 20	- 20	- 20	- 20
Nº de Lojas Franchisadas	**3 837**	**3 745**	**2 901**	**2 659**	**2 214**	**1 819**	**1 559**	**1 319**	**1 079**
Espanha	**2 222**	**2 069**	**1 665**	**1 477**	**1 197**	**957**	**797**	**657**	**517**
Crescimento	-	153	- 404	- 188	- 280	- 240	- 160	- 140	- 140
Aberturas		28	6	-	-	-	-	-	-
Mudanças de Franchisados para detidas	-	109	- 255	- 85	- 180	- 160	- 120	- 100	- 100
Fechos	-	72	- 155	- 103	- 100	- 80	- 40	- 40	- 40
Portugal	**297**	**309**	**278**	**251**	**211**	**171**	**146**	**121**	**96**
Crescimento		12	- 31	- 27	- 40	- 40	- 25	- 25	- 25
Aberturas		17	2	1	-	-	-	-	-
Mudanças de Franchisados para detidas		35	- 25	- 19	- 30	- 30	- 20	- 20	- 20
Fechos	-	40	- 8	- 9	- 10	- 10	- 5	- 5	- 5
Argentina	**627**	**681**	**611**	**590**	**520**	**460**	**420**	**380**	**340**
Crescimento		54	- 70	- 21	- 70	- 60	- 40	- 40	- 40
Aberturas		64	-	1	-	-	-	-	-
Mudanças de Franchisados para detidas		24	- 30	- 10	- 30	- 30	- 20	- 20	- 20
Fechos	-	34	- 40	- 12	- 40	- 30	- 20	- 20	- 20
Brasil	**691**	**686**	**347**	**341**	**286**	**231**	**196**	**161**	**126**
Crescimento	-	5	- 339	- 6	- 55	- 55	- 35	- 35	- 35
Aberturas		64	10	-	-	-	-	-	-
Mudanças de Franchisados para detidas		30	- 75	- 4	- 50	- 50	- 30	- 30	- 30
Fechos	-	99	- 274	- 2	- 5	- 5	- 5	- 5	- 5

Anexo E – Evolução das vendas

Vendas

€M	2017H	2018H	2019H	2020E	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Total Vendas	**8 217,67**	**7 576,09**	**6 870,44**	**7 030,44**	**6 907,28**	**6 856,37**	**6 889,76**	**6 918,08**	**6 945,09**
% crescimento	*n.a.*	*-7,8%*	*-9,3%*	*2,3%*	*-1,8%*	*-0,7%*	*0,5%*	*0,4%*	*0,4%*
Vendas das lojas	**7 988,60**	**7 439,87**	**6 772,35**	**6 895,90**	**6 770,25**	**6 716,81**	**6 747,62**	**6 773,31**	**6 797,64**
% Vendas	*97,2%*	*98,2%*	*98,6%*	*98,1%*	*98,0%*	*98,0%*	*97,9%*	*97,9%*	*97,9%*
% crescimento	*n.a.*	*-6,9%*	*-9,0%*	*1,8%*	*-1,8%*	*-0,8%*	*0,5%*	*0,4%*	*0,4%*
Vendas das lojas detidas	**5 006,11**	**4 529,92**	**4 417,60**	**4 702,43**	**4 930,51**	**5 201,44**	**5 444,01**	**5 668,87**	**5 900,18**
% Vendas	*60,9%*	*59,8%*	*64,3%*	*66,9%*	*71,4%*	*75,9%*	*79,0%*	*81,9%*	*85,0%*
% crescimento	*n.a.*	*-9,5%*	*-2,5%*	*6,4%*	*4,9%*	*5,5%*	*4,7%*	*4,1%*	*4,1%*
Espanha	**2 581,59**	**2 724,59**	**2 654,99**	**2 967,76**	**3 010,88**	**3 090,59**	**3 196,68**	**3 280,73**	**3 366,80**
% crescimento	*n.a.*	*5,5%*	*-2,6%*	*11,8%*	*1,5%*	*2,6%*	*3,4%*	*2,6%*	*2,6%*
€/Loja	*1,04*	*1,04*	*1,03*	*1,16*	*1,18*	*1,20*	*1,22*	*1,25*	*1,27*
% crescimento €/Loja	*n.a.*	*0,3%*	*-0,9%*	*12,1%*	*1,9%*	*1,9%*	*1,9%*	*1,9%*	*1,9%*
Portugal	**415,49**	**350,99**	**304,39**	**345,31**	**384,99**	**426,01**	**456,91**	**488,80**	**521,72**
% crescimento	*n.a.*	*-15,5%*	*-13,3%*	*13,4%*	*11,5%*	*10,7%*	*7,3%*	*7,0%*	*6,7%*
€/Loja	1,33	1,19	1,02	1,09	*1,11*	*1,13*	*1,15*	*1,17*	*1,19*
% crescimento €/Loja	n.a.	-10,1%	-14,4%	6,6%	*1,9%*	*1,9%*	*1,9%*	*1,9%*	*1,9%*
Argentina	**1 163,56**	**807,56**	**758,20**	**757,18**	**842,81**	**931,35**	**998,12**	**1 067,04**	**1 138,16**
% crescimento	*n.a.*	*-30,6%*	*-6,1%*	*-0,1%*	*11,3%*	*10,5%*	*7,2%*	*6,9%*	*6,7%*
€/Loja	3,84	2,71	2,35	2,34	*2,39*	*2,43*	*2,48*	*2,52*	*2,57*
% crescimento €/Loja	n.a.	-29,4%	-13,4%	-0,1%	*1,9%*	*1,9%*	*1,9%*	*1,9%*	*1,9%*
Brasil	**845,47**	**646,78**	**700,02**	**632,18**	**691,84**	**753,48**	**792,30**	**832,29**	**873,49**
% crescimento	*n.a.*	*-23,5%*	*8,2%*	*-9,7%*	*9,4%*	*8,9%*	*5,2%*	*5,0%*	*5,0%*
€/Loja	1,99	1,33	1,31	1,18	*1,20*	*1,22*	*1,24*	*1,27*	*1,29*
% crescimento €/Loja	n.a.	-33,3%	-1,3%	-10,4%	*1,9%*	*1,9%*	*1,9%*	*1,9%*	*1,9%*
Vendas das lojas franchisadas	**2 982,49**	**2 909,95**	**2 354,75**	**2 193,47**	**1 839,74**	**1 515,37**	**1 303,61**	**1 104,44**	**897,46**
% Vendas	*36,3%*	*38,4%*	*34,3%*	*31,2%*	*26,6%*	*22,1%*	*18,9%*	*16,0%*	*12,9%*
% crescimento	*n.a.*	*-2,4%*	*-19,1%*	*-6,8%*	*1,9%*	*1,9%*	*1,9%*	*1,9%*	*1,9%*
Espanha	**1 650,10**	**1 729,59**	**1 437,79**	**1 437,61**	**1 186,63**	**966,26**	**819,60**	**688,13**	**551,51**
% crescimento	*n.a.*	*4,8%*	*-16,9%*	*0,0%*	*-17,5%*	*-18,6%*	*-15,2%*	*-16,0%*	*-19,9%*
€/Loja	0,74	0,84	0,86	0,97	*0,99*	*1,01*	*1,03*	*1,05*	*1,07*
% crescimento €/Loja	n.a.	12,6%	3,3%	12,7%	*1,9%*	*1,9%*	*1,9%*	*1,9%*	*1,9%*
Portugal	**235,31**	**281,21**	**277,83**	**261,79**	**224,14**	**185,01**	**160,88**	**135,80**	**109,74**
crescimento	*n.a.*	*19,5%*	*-1,2%*	*-5,8%*	*-14,4%*	*-17,5%*	*-13,0%*	*-15,6%*	*-19,2%*
€/Loja	*0,79*	*0,91*	*1,00*	*1,04*	*1,06*	*1,08*	*1,10*	*1,12*	*1,14*
% crescimento €/Loja	*n.a.*	*14,9%*	*9,8%*	*4,4%*	*1,9%*	*1,9%*	*1,9%*	*1,9%*	*1,9%*
Argentina	**227,89**	**163,01**	**159,06**	**159,43**	**143,11**	**128,94**	**119,91**	**110,49**	**100,69**
% crescimento	*n.a.*	*-28,5%*	*-2,4%*	*0,2%*	*-10,2%*	*-9,9%*	*-7,0%*	*-7,9%*	*-8,9%*
€/Loja	*0,36*	*0,24*	*0,26*	*0,27*	*0,28*	*0,28*	*0,29*	*0,29*	*0,30*
% crescimento €/Loja	*n.a.*	*-34,1%*	*8,8%*	*3,8%*	*1,9%*	*1,9%*	*1,9%*	*1,9%*	*1,9%*
Brasil	**869,19**	**736,14**	**480,06**	**334,65**	**285,86**	**235,16**	**203,22**	**170,02**	**135,52**
% crescimento	*n.a.*	*-15,3%*	*-34,8%*	*-30,3%*	*-14,6%*	*-17,7%*	*-13,6%*	*-16,3%*	*-20,3%*
€/Loja	*1,26*	*1,07*	*1,38*	*0,98*	*1,00*	*1,02*	*1,04*	*1,06*	*1,08*
% crescimento €/Loja	*n.a.*	*-14,7%*	*28,9%*	*-29,1%*	*1,9%*	*1,9%*	*1,9%*	*1,9%*	*1,9%*
Vendas Online	**49,69**	**70,67**	**63,06**	**122,39**	**124,66**	**126,96**	**129,31**	**131,71**	**134,14**
% crescimento	*n.a.*	*42,2%*	*-10,8%*	*94,1%*	*1,9%*	*1,9%*	*1,9%*	*1,9%*	*1,9%*
Espanha	**49,59**	**69,41**	**62,07**	**122,39**	**124,66**	**126,96**	**129,31**	**131,71**	**134,14**
% crescimento	*n.a.*	*40,0%*	*-10,6%*	*97,2%*	*1,9%*	*1,9%*	*1,9%*	*1,9%*	*1,9%*
Portugal	-	-	-	-	-	-	-	-	-
% crescimento	*n.a.*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*1,9%*	*1,9%*	*1,9%*	*1,9%*	*1,9%*
Argentina	-	-	-	-	-	-	-	-	-
% crescimento	*n.a.*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*1,9%*	*1,9%*	*1,9%*	*1,9%*	*1,9%*
Brasil	**0,10**	**1,26**	**0,99**	-	-	-	-	-	-
% crescimento	*n.a.*	*1176,8%*	*-21,4%*	*-100,0%*	*1,9%*	*1,9%*	*1,9%*	*1,9%*	*1,9%*
Outras Vendas	**179,38**	**65,54**	**35,03**	**12,14**	**12,37**	**12,60**	**12,83**	**13,07**	**13,31**
% crescimento	*n.a.*	*-63,5%*	*-46,6%*	*-65,3%*	*1,9%*	*1,9%*	*1,9%*	*1,9%*	*1,9%*
Espanha	**160,61**	**27,94**	**22,33**	**0,54**	**0,55**	**0,56**	**0,57**	**0,59**	**0,60**
% crescimento	*n.a.*	*-82,6%*	*-20,1%*	*-97,6%*	*1,9%*	*1,9%*	*1,9%*	*1,9%*	*1,9%*
Portugal	**12,27**	**12,67**	**11,71**	**11,28**	**11,49**	**11,70**	**11,92**	**12,14**	**12,36**
% crescimento	*n.a.*	*3,3%*	*-7,6%*	*-3,7%*	*1,9%*	*1,9%*	*1,9%*	*1,9%*	*1,9%*
Argentina	**0,19**	-	**0,01**	-	-	-	-	-	-
% crescimento	*n.a.*	*-100,0%*	*0,0%*	*-100,0%*	*1,9%*	*1,9%*	*1,9%*	*1,9%*	*1,9%*
Brasil	**6,31**	**24,93**	**0,98**	**0,32**	**0,33**	**0,33**	**0,34**	**0,34**	**0,35**
% crescimento	*n.a.*	*295,1%*	*-96,1%*	*-67,3%*	*1,9%*	*1,9%*	*1,9%*	*1,9%*	*1,9%*

Anexo F – Evolução dos serviços prestados

Serviços Prestados

€M	Média H	2017H	2018H	2019H	2020E	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Outros Proveitos Operacionais		**153,08**	**103,47**	**77,16**	**61,12**	**91,92**	**91,99**	**92,84**	**93,66**	**94,47**
% crescimento		*n.a.*	*-32,4%*	*-25,4%*	*-20,8%*	*50,4%*	*0,1%*	*0,9%*	*0,9%*	*0,9%*
% Vendas		*1,9%*	*1,4%*	*1,1%*	*0,9%*	*1,3%*	*1,3%*	*1,3%*	*1,4%*	*1,4%*
Taxas e juros a instituições financeiras		**2,03**	**0,91**	**0,15**	**0,26**	**0,90**	**0,89**	**0,89**	**0,90**	**0,90**
% Vendas	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*
Coimas de serviço e qualidade		**37,13**	**34,23**	**21,02**	**5,89**	**27,85**	**27,65**	**27,78**	**27,90**	**28,01**
% Vendas	*0,4%*	*0,5%*	*0,5%*	*0,3%*	*0,1%*	*0,4%*	*0,4%*	*0,4%*	*0,4%*	*0,4%*
Receitas provenientes de contratos de *leasing*		**30,26**	**32,70**	**30,15**	**28,47**	**29,00**	**29,53**	**30,08**	**30,64**	**31,20**
% crescimento		*0,4%*	*0,4%*	*0,4%*	*0,4%*	*1,9%*	*1,9%*	*1,9%*	*1,9%*	*1,9%*
Outras receitas de franchisados		**8,60**	**11,51**	**9,41**	**8,47**	**9,06**	**8,99**	**9,04**	**9,07**	**9,11**
% Vendas	*0,1%*	*0,1%*	*0,2%*	*0,1%*	*0,1%*	*0,1%*	*0,1%*	*0,1%*	*0,1%*	*0,1%*
Receita de serviços de informação a fornecedores		**24,66**	**8,10**	**7,86**	**6,76**	**12,00**	**11,92**	**11,97**	**12,02**	**12,07**
% Vendas	*0,2%*	*0,3%*	*0,1%*	*0,1%*	*0,1%*	*0,2%*	*0,2%*	*0,2%*	*0,2%*	*0,2%*
Receitas provenientes da venda de material de enpacotamento		**8,97**	**5,49**	**3,84**	**2,70**	**5,47**	**5,43**	**5,46**	**5,48**	**5,50**
% Vendas	*0,1%*	*0,1%*	*0,1%*	*0,1%*	*0,0%*	*0,1%*	*0,1%*	*0,1%*	*0,1%*	*0,1%*
Ganhos em vendas de ativos fixos tangíveis		**31,23**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
% crescimento		*0,4%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*
Outros Proveitos		**10,20**	**10,53**	**4,72**	**8,56**	**7,64**	**7,58**	**7,62**	**7,65**	**7,68**
% Vendas	*0,1%*	*0,1%*	*0,1%*	*0,1%*	*0,1%*	*0,1%*	*0,1%*	*0,1%*	*0,1%*	*0,1%*

Anexo G – Evolução dos gastos com pessoal

Gastos com pessoal

€M	Média H	2017H	2018H	2019H	2020E	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Gastos com pessoal		**743,47**	**916,19**	**934,54**	**931,38**	**927,48**	**908,04**	**904,83**	**900,97**	**896,42**
% crescimento		*n.a.*	*23,2%*	*2,0%*	*-0,3%*	*-0,4%*	*-2,1%*	*-0,4%*	*-0,4%*	*-0,5%*
% Vendas		*9,0%*	*12,1%*	*13,6%*	*13,2%*	*13,4%*	*13,2%*	*13,1%*	*13,0%*	*12,9%*
Remunerações		**573,52**	**654,77**	**653,48**	**695,88**	**674,42**	**660,29**	**657,95**	**655,14**	**651,84**
% crescimento		*n.a.*	*8,6%*	*9,5%*	*9,9%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*
Salário médio (€ mensal)		986	1 158	1 173	1 306	1 336	1 368	1 400	1 433	1 467
% crescimento real		*12,0%*	*15,3%*	*17,1%*	*18,6%*	*0,5%*	*0,5%*	*0,5%*	*0,5%*	*0,5%*
% inflação						*1,9%*	*1,9%*	*1,9%*	*1,9%*	*1,9%*
Número de meses		14	14	14	14	14	14	14	14	14
Número médio de colaboradores		41 554	40 384	39 788	38 066	36 045	34 479	33 569	32 658	31 747
variação do número de colaboradores (+ / -)		n.a.	-1170	-596	-1722	-2021	-1566	-911	-911	-911
Número médio de colaboradores / loja	6	6	5	6	6	6	6	6	6	6
Segurança Social		**152,83**	**188,00**	**177,51**	**168,38**	**185,52**	**181,63**	**180,99**	**180,21**	**179,30**
% sobre remunerações	*27,5%*	*26,6%*	*28,7%*	*27,2%*	*24,2%*	*27,5%*	*27,5%*	*27,5%*	*27,5%*	*27,5%*
Indemnizações		**-**	**47,48**	**70,58**	**32,68**	**40,58**	**39,73**	**39,59**	**39,42**	**39,22**
% sobre remunerações	*6,0%*	*0,0%*	*7,3%*	*10,8%*	*4,7%*	*6,0%*	*6,0%*	*6,0%*	*6,0%*	*6,0%*
Plano de contribuições		**0,25**	**-**	**7,48**	**12,48**	**2,67**	**2,62**	**2,61**	**2,60**	**2,58**
% sobre remunerações	*0,4%*	*0,0%*	*0,0%*	*1,1%*	*1,8%*	*0,4%*	*0,4%*	*0,4%*	*0,4%*	*0,4%*
Outros gastos com pessoal		**21,39**	**24,26**	**25,22**	**21,76**	**25,39**	**24,86**	**24,77**	**24,66**	**24,54**
% sobre remunerações	*3,8%*	*3,7%*	*3,7%*	*3,9%*	*3,1%*	*3,8%*	*3,8%*	*3,8%*	*3,8%*	*3,8%*
Despesas para transações de pagamento baseado em ações		**-4,52**	**1,68**	**0,27**	**0,20**	**-1,10**	**-1,08**	**-1,08**	**-1,07**	**-1,07**
% sobre remunerações	*-0,2%*	*-0,8%*	*0,3%*	*0,0%*	*0,0%*	*-0,2%*	*-0,2%*	*-0,2%*	*-0,2%*	*-0,2%*

Anexo H – Evolução das despesas operacionais

Despesas operacionais

€M	Média H	2017H	2018H	2019H	2020E	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Despesas operacionais		**614,61**	**920,67**	**675,38**	**627,35**	**578,80**	**575,61**	**578,99**	**581,99**	**584,90**
% crescimento		*n.a.*	*49,8%*	*-26,6%*	*-7,1%*	*-7,7%*	*-0,6%*	*0,6%*	*0,5%*	*0,5%*
% Vendas		*7,5%*	*12,2%*	*9,8%*	*8,9%*	*8,4%*	*8,4%*	*8,4%*	*8,4%*	*8,4%*
Manutenção e reparação		**46,86**	**74,89**	**70,86**	**86,40**	**59,64**	**59,20**	**59,48**	**59,73**	**59,96**
% Vendas	*0,9%*	*0,6%*	*1,0%*	*1,0%*	*1,2%*	*0,9%*	*0,9%*	*0,9%*	*0,9%*	*0,9%*
Energia e fluidos		**79,89**	**93,65**	**95,13**	**75,91**	**82,72**	**82,11**	**82,51**	**82,85**	**83,17**
% Vendas	*1,2%*	*1,0%*	*1,2%*	*1,4%*	*1,1%*	*1,2%*	*1,2%*	*1,2%*	*1,2%*	*1,2%*
Taxas		**21,86**	**66,46**	**82,51**	**55,68**	**53,97**	**53,57**	**53,83**	**54,06**	**54,27**
% Vendas	*0,8%*	*0,3%*	*0,9%*	*1,2%*	*0,8%*	*0,8%*	*0,8%*	*0,8%*	*0,8%*	*0,8%*
Publicidade		**51,98**	**49,69**	**55,64**	**34,51**	**48,31**	**47,95**	**48,19**	**48,38**	**48,57**
% Vendas	*0,7%*	*0,6%*	*0,7%*	*0,8%*	*0,5%*	*0,7%*	*0,7%*	*0,7%*	*0,7%*	*0,7%*
Impostos		**22,08**	**21,18**	**31,67**	**20,53**	**23,24**	**23,07**	**23,18**	**23,27**	**23,36**
% Vendas	*0,3%*	*0,3%*	*0,3%*	*0,5%*	*0,3%*	*0,3%*	*0,3%*	*0,3%*	*0,3%*	*0,3%*
Rendas, Propriedade		**292,54**	**346,94**	**46,35**	**32,73**	**33,34**	**33,95**	**34,58**	**35,22**	**35,87**
% crescimento		*3,6%*	*4,6%*	*0,7%*	*0,5%*	*1,9%*	*1,9%*	*1,9%*	*1,9%*	*1,9%*
Rendas, Equipamento		**5,99**	**5,12**	**5,50**	**8,06**	**8,21**	**8,37**	**8,52**	**8,68**	**8,84**
% crescimento		*0,1%*	*0,1%*	*0,1%*	*0,1%*	*1,9%*	*1,9%*	*1,9%*	*1,9%*	*1,9%*
Transporte		**-**	**148,77**	**163,01**	**167,75**	**149,76**	**148,66**	**149,38**	**149,99**	**150,58**
% Vendas	*2,2%*	*0,0%*	*2,0%*	*2,4%*	*2,4%*	*2,2%*	*2,2%*	*2,2%*	*2,2%*	*2,2%*
Despesas de viagem		**-**	**24,16**	**21,78**	**15,22**	**21,96**	**21,80**	**21,91**	**22,00**	**22,08**
% Vendas	*0,3%*	*0,0%*	*0,3%*	*0,3%*	*0,2%*	*0,3%*	*0,3%*	*0,3%*	*0,3%*	*0,3%*
Segurança		**-**	**30,86**	**29,80**	**30,97**	**29,05**	**28,83**	**28,97**	**29,09**	**29,21**
% Vendas	*0,4%*	*0,0%*	*0,4%*	*0,4%*	*0,4%*	*0,4%*	*0,4%*	*0,4%*	*0,4%*	*0,4%*
Outras despesas gerais		**93,41**	**58,97**	**73,15**	**99,59**	**68,60**	**68,10**	**68,43**	**68,71**	**68,98**
% Vendas	*1,0%*	*1,1%*	*0,8%*	*1,1%*	*1,4%*	*1,0%*	*1,0%*	*1,0%*	*1,0%*	*1,0%*

Anexo I – Evolução das imparidades de clientes

Imparidade de Clientes

€M	Média H	2017H	2018H	2019H	2020E	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Imparidade de Clientes		**21,28**	**27,15**	**31,33**	**6,51**	**24,71**	**24,53**	**24,65**	**24,75**	**24,85**
% crescimento		*n.a.*	*27,6%*	*15,4%*	*-79,2%*	*279,6%*	*-0,7%*	*0,5%*	*0,4%*	*0,4%*
% Vendas	*0,4%*	*0,3%*	*0,4%*	*0,5%*	*0,1%*	*0,4%*	*0,4%*	*0,4%*	*0,4%*	*0,4%*

Anexo J – Evolução das depreciações, amortizações e imparidade

Depreciações, amortizações e imparidade

€M	Média H	2017H	2018H	2019H	2020E	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Depreciações, amortizações e imparidade		**235,77**	**363,38**	**575,88**	**449,18**	**486,51**	**488,10**	**480,57**	**486,99**	**493,41**
% crescimento		*n.a.*	*54,1%*	*58,5%*	*-22,0%*	*8,3%*	*0,3%*	*-1,5%*	*1,3%*	*1,3%*
Depreciações e amortizações		**223,72**	**245,77**	**518,37**	**447,06**	**486,51**	**488,10**	**480,57**	**486,99**	**493,41**
% crescimento		*n.a.*	*9,9%*	*110,9%*	*-13,8%*	*8,8%*	*0,3%*	*-1,5%*	*1,3%*	*1,3%*
Amortizações de Activos Intangíveis		**10,36**	**12,57**	**18,66**	**16,72**	**18,80**	**16,90**	**4,44**	**5,91**	**7,39**
% crescimento		*n.a.*	*21,3%*	*48,5%*	*-10,4%*	*12,4%*	*-10,1%*	*-73,8%*	*33,3%*	*25,0%*
Depreciações de AFT		**213,36**	**233,20**	**208,49**	**183,85**	**216,47**	**219,95**	**224,89**	**229,83**	**234,77**
% crescimento		*n.a.*	*9,3%*	*-10,6%*	*-11,8%*	*17,7%*	*1,6%*	*2,2%*	*2,2%*	*2,1%*
Depreciações de Direitos de Passagem		**-**	**-**	**291,21**	**246,49**	**251,25**	**251,25**	**251,25**	**251,25**	**251,25**
% Direitos de Passagem	*40,8%*	*n.a.*	*0,0%*	*41,6%*	*40,1%*	*40,8%*	*40,8%*	*40,8%*	*40,8%*	*40,8%*
Imparidade de ativos depreciáveis/ amortizáveis		**12,05**	**117,61**	**57,51**	**2,12**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
% crescimento		*n.a.*	*875,8%*	*-51,1%*	*-96,3%*	*-100,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*
Imparidade de Goodwill		**4,59**	**49,55**	**13,48**	**0,92**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
% Goodwill		*0,8%*	*9,8%*	*2,8%*	*0,2%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*
Imparidade de Activos Intangíveis		**0,66**	**1,68**	**- 0,51**	**- 0,02**					
% AI Bruto		*1,0%*	*1,3%*	*-0,4%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*
Imparidade de AFT		**6,80**	**66,38**	**44,54**	**1,23**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
% AFT Bruto		*0,2%*	*1,8%*	*1,3%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*

Anexo L – Evolução das perdas/reversões de ativos depreciáveis/amortizáveis

Perdas/Reversões de ativos depreciáveis/ amortizáveis

€M	Média H	2017H	2018H	2019H	2020E	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Perdas/Reversões de ativos depreciáveis/ amortizáveis		17,21	- 11,62	69,97	8,75	17,14	13,19	9,90	6,46	2,88
% Vendas	*2,3%*	*1,2%*	*-0,8%*	*6,4%*	*0,9%*	*2,3%*	*2,3%*	*2,3%*	*2,3%*	*2,3%*

Anexo M – Evolução dos gastos e rendimentos financeiros

Gastos e Rendimentos Financeiros

€M	Média H	2017H	2018H	2019H	2020E	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Gastos e Rendimentos Financeiros		- 53,49	- 83,46	- 154,57	- 298,95	- 109,98	- 99,24	- 89,22	- 85,24	- 83,81
% Dívida		*4,1%*	*4,9%*	*7,1%*	*13,0%*	*5,4%*	*5,4%*	*5,4%*	*5,4%*	*5,4%*
Juros e rendimentos similares obtidos		12,20	6,78	41,64	7,20	22,14	19,98	17,96	17,16	16,87
% Dívida	*1,1%*	*0,9%*	*0,4%*	*1,9%*	*0,3%*	*1,1%*	*1,1%*	*1,1%*	*1,1%*	*1,1%*
Juros e gastos similares suportados		65,69	90,24	196,21	306,15	132,12	119,22	107,18	102,40	100,68
% Dívida	*6,5%*	*5,1%*	*5,3%*	*9,0%*	*13,3%*	*6,5%*	*6,5%*	*6,5%*	*6,5%*	*6,5%*

Anexo N – Evolução dos outros resultados

Outros Resultados

€M		2017H	2018H	2019H	2020E	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Outros Resultados Não Operacionais		0,19	66,32	57,86	35,64	35,64	35,64	35,64	35,64	35,64
% crescimento		*n.a.*	*34086,6%*	*-12,8%*	*-38,4%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*
Ganhos cambiais provenientes das posições monetárias		-	67,51	63,71	35,39	35,39	35,39	35,39	35,39	35,39
% crescimento	*0,0%*	*n.a.*	*0,0%*	*-5,6%*	*-44,4%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*
Perdas em instrumentos financeiros		-	-	- 6,04	-	-	-	-	-	-
% crescimento	*0,0%*	*n.a.*	*0,0%*	*0,0%*	*-100,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*
Resultado das Participadas		0,19	- 1,18	0,20	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
% crescimento	*0,0%*	*n.a.*	*-709,8%*	*-116,6%*	*25,5%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*

Anexo O – Evolução dos ativos fixos

Ativos fixos

€M	Média H	2017H	2018H	2019H	2020E	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Total do Ativo fixo		**1 411**	**1 377**	**1 096**	**963**	**761**	**585**	**439**	**287**	**128**
% crescimento		*n.a.*	*-2,4%*	*-20,4%*	*-12,1%*	*-21,0%*	*-23,1%*	*-25,0%*	*-34,7%*	*-55,4%*
Total CAPEX		***n.a.***	**- 211,58**	**53,61**	**- 67,39**	**- 31,50**	**- 58,54**	**- 78,76**	**- 77,29**	**- 75,81**
Total - Depreciação do Exercício		***n.a.***	**- 245,77**	**- 227,15**	**- 200,57**	**- 233,79**	**- 233,90**	**- 224,89**	**- 229,83**	**- 234,77**
Ativos fixos tangiveis		**1 410,74**	**1 328,01**	**1 055,58**	**931,74**	**738,72**	**570,75**	**419,54**	**263,38**	**102,29**
% crescimento		*n.a.*	*-5,9%*	*-20,5%*	*-11,7%*	*-20,7%*	*-22,7%*	*-26,5%*	*-37,2%*	*-61,2%*
Ativos fixos tangiveis - Total										
Ativos fixos tangiveis - Líquido		1 410,74	1 328,01	1 055,58	931,74	738,72	570,75	419,54	263,38	102,29
Ativos fixos tangiveis - Bruto		3 436,48	3 623,40	3 362,62	3 390,60	3 446,07	3 501,53	3 580,15	3 658,77	3 737,38
Ativos fixos tangiveis - Depreciação do Exercício		- 213,36	- 233,20	- 208,49	- 183,85	- 216,47	- 219,95	- 224,89	- 229,83	- 234,77
Taxa de depreciação %		*6,2%*	*6,4%*	*6,2%*	*5,4%*	*6,3%*	*6,3%*	*6,3%*	*6,3%*	*6,3%*
Ativos fixos tangiveis - Outros movimentos		- 1 783,15	- 1 972,18	- 1 993,12	- 2 274,40	- 2 490,87	- 2 710,83	- 2 935,72	- 3 165,55	- 3 400,32
Ativos fixos tangiveis - Imparidade		- 29,24	- 90,01	- 105,43	- 0,61	-	-	-	-	-
Ativos fixos tangiveis - Existente										
Ativos fixos tangiveis - Líquido		1 410,74	1 328,01	1 055,58	931,74	690,23	477,24	264,26	51,27	- 161,71
Ativos fixos tangiveis - Bruto		3 436,48	3 623,40	3 362,62	3 390,60	3 390,60	3 390,60	3 390,60	3 390,60	3 390,60
Ativos fixos tangiveis - Depreciação do Exercício		- 213,36	- 233,20	- 208,49	- 183,85	- 212,99	- 212,99	- 212,99	- 212,99	- 212,99
Taxa de depreciação %	*6,3%*	*6,2%*	*6,4%*	*6,2%*	*5,4%*	*6,3%*	*6,3%*	*6,3%*	*6,3%*	*6,3%*
Ativos fixos tangiveis - Outros movimentos		- 1 783,15	- 1 972,18	- 1 993,12	- 2 274,40	- 2 487,39	- 2 700,38	- 2 913,36	- 3 126,35	- 3 339,33
Ativos fixos tangiveis - Imparidade		- 29,24	- 90,01	- 105,43	- 0,61	-	-	-	-	-
Ativos fixos tangiveis - Capex						**55,46**	**55,46**	**78,62**	**78,62**	**78,62**
% Vendas						*0,8%*	*0,8%*	*1,1%*	*1,1%*	*1,1%*
Investimento						**45,46**	**45,46**	**68,62**	**68,62**	**68,62**
Espanha	2,32	2,15	3,34	1,46	-	23,15	23,15	46,31	46,31	46,31
Portugal	1,33	1,11	0,88	2,00	1,50	13,28	13,28	13,28	13,28	13,28
Argentina	0,44	0,49	0,32	0,51	3,50	4,37	4,37	4,37	4,37	4,37
Brasil	0,47	0,42	0,37	0,60	3,80	4,66	4,66	4,66	4,66	4,66
Manutenção						**10,00**	**10,00**	**10,00**	**10,00**	**10,00**
Ativos fixos tangiveis - projectado										
Ativos fixos tangiveis - Líquido						48,50	93,51	155,28	212,11	264,01
Ativos fixos tangiveis - Bruto						55,46	110,93	189,55	268,16	346,78
Ativos fixos tangiveis - Depreciação do Exercício						- 3,48	- 6,97	- 11,91	- 16,84	- 21,78
Taxa de depreciação %						*6,3%*	*6,3%*	*6,3%*	*6,3%*	*6,3%*
Ativos fixos tangiveis - Outros movimentos						- 3,48	- 10,45	- 22,36	- 39,20	- 60,99
Ativos fixos tangiveis - Imparidade						-	-	-	-	-
Ativos intangiveis		**0,38**	**48,93**	**40,59**	**31,26**	**21,98**	**14,61**	**19,69**	**23,30**	**25,43**
% crescimento		*n.a.*	*12775,5%*	*-17,0%*	*-23,0%*	*-29,7%*	*-33,6%*	*34,8%*	*18,3%*	*9,1%*
Ativos fixos intangiveis - Total										
Ativos fixos intangiveis - Líquido		0,38	48,93	40,59	31,26	21,98	14,61	19,69	23,30	25,43
Ativos fixos intangiveis - Bruto		65,29	125,99	128,83	128,83	139,83	150,83	161,83	172,83	183,83
Ativos fixos intangiveis - Depreciação do Exercício		- 10,36	- 12,57	- 18,66	- 16,72	- 18,80	- 16,90	- 4,44	- 5,91	- 7,39
Taxa de depreciação %		*15,9%*	*10,0%*	*14,5%*	*13,0%*	*13,4%*	*11,2%*	*2,7%*	*3,4%*	*4,0%*
Ativos fixos intangiveis - Outros movimentos		- 53,74	- 62,65	- 68,61	- 80,86	- 99,05	- 119,32	- 137,70	- 143,62	- 151,01
Ativos fixos intangiveis - Imparidade		- 0,81	- 1,84	- 0,97	0,00	-	-	-	-	-
Ativos fixos intangiveis - Existente										
Ativos fixos intangiveis - Líquido		0,38	48,93	40,59	31,26	13,94	-	-	-	-
Ativos fixos intangiveis - Bruto		65,29	125,99	128,83	128,83	128,83	128,83	128,83	128,83	128,83
Ativos fixos intangiveis - Depreciação do Exercício		- 10,36	- 12,57	- 18,66	- 16,72	- 17,32	- 13,94	-	-	-
Taxa de depreciação %	*13,4%*	*15,9%*	*10,0%*	*14,5%*	*13,0%*	*13,4%*	*13,4%*	*13,4%*	*13,4%*	*13,4%*
Ativos fixos intangiveis - Outros movimentos		- 53,74	- 62,65	- 68,61	- 80,86	- 97,57	- 114,89	- 128,83	- 128,83	- 128,83
Ativos fixos intangiveis - Imparidade		- 0,81	- 1,84	- 0,97	0,00	-	-	-	-	-
							-	**17,32**		
Ativos fixos intangiveis - Capex						**11,00**	**11,00**	**11,00**	**11,00**	**11,00**
Investimento						10,00	10,00	10,00	10,00	10,00
Manutenção						1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Ativos fixos intangiveis - projectado										
Ativos fixos intangiveis - Líquido						8,04	14,61	19,69	23,30	25,43
Ativos fixos intangiveis - Bruto						11,00	22,00	33,00	44,00	55,00
Ativos fixos intangiveis - Depreciação do Exercício						- 1,48	- 2,96	- 4,44	- 5,91	- 7,39
Taxa de depreciação %						*13,4%*	*13,4%*	*13,4%*	*13,4%*	*13,4%*
Ativos fixos intangiveis - Outros movimentos						- 1,48	- 4,44	- 8,87	- 14,79	- 22,18
Ativos fixos intangiveis - Imparidade						-	-	-	-	-

Anexo P – Evolução do fundo de maneio

Fundo de Maneio

€M	Média H	2017H	2018H	2019H	2020E	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Fundo de Maneio		- 1 203	- 834	- 693	- 736	- 793	- 788	- 792	- 795	- 798
% Vendas		*-14,6%*	*-11,0%*	*-10,1%*	*-10,5%*	*-11,5%*	*-11,5%*	*-11,5%*	*-11,5%*	*-11,5%*
Variação NWC		n.a.	- 368,56	- 141,13	42,52	57,76	- 5,62	3,96	3,39	3,24
Ativo		887,52	857,77	707,72	672,90	742,46	737,00	740,60	743,65	746,57
% Vendas		*10,8%*	*11,3%*	*10,3%*	*9,6%*	*10,7%*	*10,7%*	*10,7%*	*10,7%*	*10,7%*
Inventário		609,00	597,36	496,52	476,98	514,74	510,94	513,43	515,54	517,56
PMP (CMVMC)	*35,36*	*33,62*	*38,36*	*34,11*	*33,20*	*35,36*	*35,36*	*35,36*	*35,36*	*35,36*
Clientes e outras contas a receber		198,79	193,47	110,97	104,25	151,45	150,35	151,09	151,72	152,32
PMR (Vendas + RO)	*7,79*	*8,55*	*9,07*	*5,75*	*5,29*	*7,79*	*7,79*	*7,79*	*7,79*	*7,79*
Financiamento a clientes proveninentes dos serviços financeiros		1,07	0,02	1,41	0,95	0,78	0,77	0,78	0,78	0,78
% Vendas	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*
Impostos correntes - ativo		57,85	38,03	76,77	71,66	53,49	53,10	53,36	53,58	53,78
% Vendas	*0,8%*	*0,7%*	*0,5%*	*1,1%*	*1,0%*	*0,8%*	*0,8%*	*0,8%*	*0,8%*	*0,8%*
Imposto sobre o rendimento corrente - ativo		3,53	10,14	6,93	4,12	6,39	6,35	6,38	6,40	6,43
% Vendas	*0,1%*	*0,0%*	*0,1%*	*0,1%*	*0,1%*	*0,1%*	*0,1%*	*0,1%*	*0,1%*	*0,1%*
Outros ativos financeiros correntes		9,90	11,36	8,71	6,87	9,14	9,08	9,12	9,16	9,19
% Vendas	*0,1%*	*0,1%*	*0,1%*	*0,1%*	*0,1%*	*0,1%*	*0,1%*	*0,1%*	*0,1%*	*0,1%*
Outros ativos		7,39	7,39	6,42	8,08	6,47	6,42	6,45	6,48	6,50
% Vendas	*0,1%*	*0,1%*	*0,1%*	*0,1%*	*0,1%*	*0,1%*	*0,1%*	*0,1%*	*0,1%*	*0,1%*
Passivo		2 090,34	1 692,03	1 400,86	1 408,56	1 535,88	1 524,80	1 532,36	1 538,80	1 544,95
% Vendas		*n.a.*	*-19,1%*	*-17,2%*	*0,5%*	*9,0%*	*-0,7%*	*0,5%*	*0,4%*	*0,4%*
Fornecedores e outras contas a pagar		1 785,19	1 448,93	1 215,45	1 226,19	1 314,37	1 304,92	1 311,41	1 316,94	1 322,22
PMP (CMVMC+FSEs)	*81,32*	*90,07*	*79,92*	*73,96*	*76,11*	*81,32*	*81,32*	*81,32*	*81,32*	*81,32*
Impostos correntes - passivo		89,93	76,05	64,68	54,86	69,98	69,47	69,80	70,09	70,37
% Vendas	*1,0%*	*1,1%*	*1,0%*	*0,9%*	*0,8%*	*1,0%*	*1,0%*	*1,0%*	*1,0%*	*1,0%*
Imposto sobre o rendimento corrente - passivo		7,57	0,66	9,15	0,71	5,39	5,35	5,38	5,40	5,42
% Vendas	*0,1%*	*0,1%*	*0,0%*	*0,1%*	*0,0%*	*0,1%*	*0,1%*	*0,1%*	*0,1%*	*0,1%*
Outros passivos financeiros correntes		207,66	166,40	111,58	126,80	146,14	145,07	145,77	146,37	146,94
% Vendas	*2,1%*	*2,5%*	*2,2%*	*1,6%*	*1,8%*	*2,1%*	*2,1%*	*2,1%*	*2,1%*	*2,1%*

Anexo Q – Evolução do capital próprio

Capital Próprio

€M		2017H	2018H	2019H	2020E	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Total Capital Próprio		257,19	- 166,06	- 350,50	- 697,06	- 759,06	- 729,45	- 692,62	- 680,85	- 671,52
% crescimento		*n.a.*	*-164,6%*	*111,1%*	*98,9%*	*8,9%*	*-3,9%*	*-5,0%*	*-1,7%*	*-1,4%*
Capital Próprio atribuido aos detentores do capital da empresa-mãe		257,29	- 166,06	- 350,50	- 697,06	- 759,06	- 729,45	- 692,62	- 680,85	- 671,52
% crescimento		*n.a.*	*-164,5%*	*111,1%*	*98,9%*	*8,9%*	*-3,9%*	*-5,0%*	*-1,7%*	*-1,4%*
Capital		62,25	62,25	66,78	66,78	66,78	66,78	66,78	66,78	66,78
% crescimento	*0,0%*	*n.a.*	*0,0%*	*7,3%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*
Prémio de emissão		-	-	545,00	545,00	545,00	545,00	545,00	545,00	545,00
% crescimento	*0,0%*	*n.a.*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*
Reservas		244,26	246,70	- 93,66	- 815,39	- 815,39	- 815,39	- 815,39	- 815,39	- 815,39
% crescimento	*0,0%*	*n.a.*	*1,0%*	*-138,0%*	*770,6%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*
Ações próprias		- 60,36	- 55,86	- 7,25	- 5,76	- 5,76	- 5,76	- 5,76	- 5,76	- 5,76
% crescimento	*0,0%*	*n.a.*	*-7,5%*	*-87,0%*	*-20,5%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*
Outros instrumentos de capital próprio		10,77	6,82	0,09	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15
% crescimento	*0,0%*	*n.a.*	*-36,7%*	*-98,7%*	*68,5%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*
Diferenças de conversão cambial		- 100,78	- 73,39	- 70,99	- 112,47	- 112,47	- 112,47	- 112,47	- 112,47	- 112,47
% crescimento	*0,0%*	*n.a.*	*-27,2%*	*-3,3%*	*58,4%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*
Ajustamentos ao justo valor - *hedging*		- 0,06	0,01	-	-	-	-	-	-	-
% crescimento	*0,0%*	*n.a.*	*-123,6%*	*-100,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*
Resultado líquido do período		101,21	- 352,59	- 790,47	- 375,37	- 437,37	- 407,76	- 370,93	- 359,16	- 349,83
% crescimento		*n.a.*	*-448,4%*	*124,2%*	*-52,5%*	*16,5%*	*-6,8%*	*-9,0%*	*-3,2%*	*-2,6%*
Interesses minoritários		- 0,10	-	-	-	-	-	-	-	-
% crescimento	*0,0%*	*n.a.*	*-100,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*

Anexo R – WACC

Custo de Capital	
	Ponderado
D/(D+E)	49,93%
D/E	99,73%
Beta Não Alavancado	0,47
Beta Alavancado	0,81
Impostos	26,54%
Prémio de risco do mercado	5,23%
Prémio de risco do país	4,70%
Taxa de juro sem risco	-0,14%
Custo do Capital Próprio	**8,81%**

Custo do Capital Alheio	
	Ponderado
Taxa de juro	0,03%
Spread	8,95%
Custo do Capital Alheio	**6,60%**

WACC	
	Ponderado
WACC	**7,71%**

Custo de Capital				
	Espanha	Portugal	Argentina	Brasil
D/(D+E)	54,11%	54,11%	33,35%	33,35%
D/E	117,92%	117,92%	50,03%	50,03%
Beta Não Alavancado	0,42	0,42	0,61	0,61
Beta Alavancado	0,78	0,80	0,83	0,81
Impostos	25,00%	21,00%	30,00%	34,00%
Prémio de risco do mercado	5,23%	5,23%	5,23%	5,23%
Prémio de risco do país	2,35%	3,23%	17,63%	4,41%
Taxa de juro sem risco	-0,14%	-0,14%	-0,14%	-0,14%
Custo do Capital Próprio	**6,31%**	**7,29%**	**21,82%**	**8,53%**

Custo do Capital Alheio				
	Espanha	Portugal	Argentina	Brasil
Taxa de juro	0,03%	0,03%	0,03%	0,03%
Spread	8,95%	8,95%	8,95%	8,95%
Custo do Capital Alheio	**6,74%**	**7,10%**	**6,29%**	**5,93%**

WACC				
	Espanha	Portugal	Argentina	Brasil
WACC	6,54%	7,19%	16,64%	7,66%

Peso das Receitas por País				
	Espanha	Portugal	Argentina	Brasil
%	64,41%	8,80%	13,04%	13,76%

Anexo S – Evolução das receitas por país

Peso das Receitas por País

€M	2017H	2018H	2019H	2020E	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Espanha	4 441,89	4 551,53	4 177,18	4 528,31	4 322,72	4 184,38	4 146,17	4 101,15	4 053,05
Portugal	663,07	644,87	593,93	618,38	620,61	622,72	629,71	636,74	643,82
Argentina	1 391,64	970,57	917,27	916,60	985,92	1 060,29	1 118,02	1 177,53	1 238,85
Brasil	1 721,06	1 409,12	1 182,05	967,15	978,03	988,98	995,86	1 002,66	1 009,37
TOTAL	**8 217,67**	**7 576,09**	**6 870,44**	**7 030,44**	**6 907,28**	**6 856,37**	**6 889,76**	**6 918,08**	**6 945,09**

Peso das Receitas por País

%	2017H	2018H	2019H	2020E	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Espanha	54%	60%	61%	64%	63%	61%	60%	59%	58%
Portugal	8%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%
Argentina	17%	13%	13%	13%	14%	15%	16%	17%	18%
Brasil	21%	19%	17%	14%	14%	14%	14%	14%	15%
TOTAL	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**

Anexo T – Evolução do número de lojas por país

Total Lojas

Número de lojas	2017H	2018H	2019H	2020E	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Espanha	4 707	4 684	4 236	4 041	3 751	3 531	3 411	3 291	3 171
Portugal	610	603	576	568	558	548	543	538	533
Argentina	930	979	934	913	873	843	823	803	783
Brasil	1 115	1 172	880	878	863	848	833	818	803
TOTAL	**7 362**	**7 438**	**6 626**	**6 400**	**6 045**	**5 770**	**5 610**	**5 450**	**5 290**

Total Lojas

%	2017H	2018H	2019H	2020E	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Espanha	64%	63%	64%	63%	62%	61%	61%	60%	60%
Portugal	8%	8%	9%	9%	9%	9%	10%	10%	10%
Argentina	13%	13%	14%	14%	14%	15%	15%	15%	15%
Brasil	15%	16%	13%	14%	14%	15%	15%	15%	15%
TOTAL	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**

Anexo U – Evolução do número de lojas por país

Tipo Lojas

Número de lojas	2017H	2018H	2019H	2020E	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Detidas	3 525	3 693	3 725	3 741	3 831	3 951	4 051	4 131	4 211
Franchisadas	3 837	3 745	2 901	2 659	2 214	1 819	1 559	1 319	1 079
TOTAL	**7 362**	**7 438**	**6 626**	**6 400**	**6 045**	**5 770**	**5 610**	**5 450**	**5 290**

Tipo Lojas

%	2017H	2018H	2019H	2020E	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Detidas	48%	50%	56%	58%	63%	68%	72%	76%	80%
Franchisadas	52%	50%	44%	42%	37%	32%	28%	24%	20%
TOTAL	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**