

**MESTRADO EM  
FINANÇAS**

**TRABALHO FINAL DE MESTRADO  
DISSERTAÇÃO**

ANÁLISE ECONÓMICA E FINANCEIRA DO COMÉRCIO POR  
GROSSO E A RETALHO ALIMENTAR EM PORTUGAL

MIGUEL ÂNGELO PATRÃO COELHO BAHUTO FÉLIX

**ORIENTAÇÃO:**

PROFESSOR DOUTOR EDUARDO BARBOSA DO COUTO

PROFESSORA DOUTORA MARIA AMÉLIA FILIPE ANTUNES DIAS

**Setembro-2012**



Instituto Superior de Economia e Gestão

UNIVERSIDADE TÉCNICA DE LISBOA

DESDE 1911

# **MESTRADO**

## **FINANÇAS**

# **TRABALHO FINAL DE MESTRADO**

## **DISSERTAÇÃO**

**ANÁLISE ECONÓMICA E FINANCEIRA DO COMÉRCIO POR  
GROSSO E A RETALHO ALIMENTAR EM PORTUGAL**

**MIGUEL ÂNGELO PATRÃO COELHO BAHUTO FÉLIX**

**Setembro - 2012**

## Resumo

Este trabalho tem como objetivo estudar os efeitos da crise económica e financeira atual no setor do Comércio por Grosso e a Retalho Alimentar em Portugal. Para alcançar este objetivo, foram consideradas a avaliação evolutiva do setor em termos de rentabilidade e de crescimento, assim como na reação á crise no âmbito empresarial.

A análise económica parte dos principais indicadores macroeconómicos e sua evolução, para apurar as principais características evolutivas do setor e as diferenças das mesmas comparativamente à economia portuguesa. Em termos da análise financeira das empresas, foram realizados testes estatísticos à estrutura do balanço e demonstração de resultados de modo a confirmar se houve uma alteração significativa nos mesmos. O intervalo temporal escolhido situou-se entre 2007 e 2009 de modo a captar as possíveis variações devidas à crise. Finalmente, através de duas regressões lineares estudaram-se também as variáveis que melhor explicam o comportamento do ROE e ROA das empresas do setor, apurandoos fatores determinantes na evolução da rentabilidade do comércio a retalho e por grosso do ramo alimentar.

Os resultados confirmaram que a estrutura financeira das empresas do setor do Comércio por Grosso e a Retalho Alimentar em Portugal é bastante sólida, não tendo sido afetadas pela crise, assim como os principais rácios económico e financeiros.

**Palavras-Chave:** crise económica e financeira, setor do Comércio por Grosso e a Retalho Alimentar, Portugal, análise económica, análise empresarial.

## Abstract

The objective of this paper is to study the effects of the economic and financial crisis on the food retail sector in Portugal. To achieve this objective, we considered relevant to measure the evolution of this sector in terms of rentability and growth, as well as in the reaction to the crisis on corporate level.

The economic analysis begins with key economic indicators and their evolution, in order to get the main tendencies in the sector and also the differences with the Portuguese economy. In terms of financial analysis statistic tests were made to the balance sheet and the income statement, in order to confirm if occurred a significant change on them. The interval chosen was between 2007 and 2009, in order to evaluate the possible variations due to the crisis. Finally through two linear regressions were studied the variables that better explain the variations on ROE and ROA of the companies from the same sector.

The results of these tests confirm that the companies of the food retail sector in Portugal have a solid balance sheet and income statement structure that the crisis didn't affected, also the key financial ratios weren't affected.

**Key Words:** financial crises, economic crises, food retail sector, Portugal, economic analysis, corporate analysis

## Índice geral

1.Introdução.....	8
2. Equidramento– A Crise Económica .....	10
3. Caracterização do setor em Portugal .....	14
3.1 Caracterização geral .....	14
3.2. As grandes tendências do setor (a nível internacional e em Portugal).....	18
4 Análise económica do setor em Portugal .....	19
4.1. Análise Económica .....	19
4.2 Estrutura dos principais indicadores.....	22
5 Análise Empresarial.....	26
5.1.Evolução dos Principais Rácios Financeiros .....	26
5.2. Testes de Média.....	29
6. Análise Econométrica .....	33
7.Conclusão .....	36
Bibliografia.....	38

## **Índice de Gráficos, Quadros e Anexos**

Gráfico 1 – Volume de Negócios da Distribuição (M€)

Gráfico 2 – Canal de Distribuição

Gráfico 3 – Taxa de Crescimento do VBP

Gráfico 4 - Taxa de Crescimento VAB

Gráfico 5 –Taxa de Crescimento Emprego

Gráfico 6 –Taxa de Crescimento Produtividade Bruta

Gráfico 7 – Peso Relativo doVAB do Setor na Economia

Gráfico 8 – Peso Relativo do VBP do Setor na Economia

Gráfico 9 – Peso Relativo do Emprego do Setor na Economia

Gráfico 10 – Produtividade Relativa do Setor em Relação à Economia

Quadro 1 – Volume de Negócios das Principais Empresas do Setor

Quadro 2 – Rácios Económico-Financeiros

Quadro 3 –Rácios de Rendibilidade

Quadro 4 – Rácios de Liquidez

Quadro 5 – Rácios de Atividade

Quadro 6 – Resultados Estatísticos Balanço

Quadro 7- Resultados Estatísticos DR

Anexo 1 – Output da Estimação ROA

Anexo 2 – Output da Estimação ROE

Anexo 3 – Descritivo estatístico

## **Abreviaturas**

**APED**– Associação Portuguesa de Empresas de Distribuição

**EBIT** - Earnings Before Interests Taxes

**EBITDA** – Earnings Before Interests Taxes Depreciation and Amortization

**Fannie Mae** - Federal National Mortgage Association

**FMI** – Fundo Monetário Internacional

**Freddy Mac** - Federal HomeLoanMortgageCorporation

**PIB** – Produto Interno Bruto

**RLE** – Resultado Líquido do Exercício

**ROA** – ReturnonAssets

**ROE** – ReturnonEquity

**VAB**– Valor Acrescentado Bruto

**VBP**– Valor Bruto da Produção

**INE**– Instituto Nacional de Estatística

**EUA** – Estados Unidos da América

**UE** – União Europeia

# 1.Introdução

A crise financeira de 2007-2008, também designada por crise *subprime*, a que se juntou uma crise económica, cujos efeitos macroeconómicos se fizeram sentir de forma mais forte no ano de 2009, traduziu-se num abrandamento significativa da atividade económica mundial, conduzindo muitos países à recessão.

É neste cenário macroeconómico, de instabilidade e tendencialmente recessivo, que se vai proceder à análise económica e financeira do comércio por grosso e a retalho do ramo alimentar em Portugal. O setor foi escolhido pelo seu peso no PIB português (9%) e ainda pelo seu elevado nível de concentração, sendo que as 5 maiores empresas detêm cerca de 70% do mercado. Acresce o facto de comercializar bens de primeira necessidade, tendo igualmente interesse verificar se, em resultado desta característica, o setor ficou mais imune à crise, comparativamente a outros setores de atividade económica.

Segue-se ao capítulo de introdução, o capítulo 2 onde se apresenta uma breve revisão da literatura quanto às origens e causas da atual crise económica.

No capítulo 3 elabora-se a caracterização do setor do comércio por grosso e a retalho alimentar em Portugal para o intervalo entre 2001 e 2009, identificando as grandes tendências a nível nacional e internacional, a evolução dos principais indicadores macroeconómicos e, por último, procede-se a uma análise de rácios de desempenho do setor.

A descrição dos dados utilizados é feita no capítulo 4. Explica-se ainda as opções em termos de metodologia, considerando-se como relevante para a análise o período temporal de 2007 a 2009. Esta escolha justifica-se pelo objetivo de estudar a estabilidade da estrutura financeira do balanço e da demonstração de resultados do setor durante a crise económica e financeira. A análise dos resultados está presente no capítulo 5.

No capítulo 6 estão contidas as principais conclusões que apontam para o facto da situação de crise não ter alterado a estrutura do balanço e da demonstração de resultados das empresas do setor.

## 2. Equidramento – A Crise Económica

Segundo Aiginger (2009), o mercado habitacional americano beneficiou de taxas de juro muito baixas e da concessão de empréstimos a pessoas que não tinham rendimentos suficientemente estáveis ou elevados. A crise acabou por despoletar em finais de 2007, tendo como uma das principais causas três anos consecutivos de taxas de juro excessivamente baixas, resultantes do excesso de poupança mundial, como referem Bordo e Haubrich (2009).

Atingiu o seu auge em 2008 com a falência de algumas instituições financeiras de referência, como o Lehman Brothers, e a nacionalização das mesmas, como é o caso do Northern Rock Bank em Inglaterra; da Merrill Lynch e da AIG nos EUA, os casos mais extremos. Existiu também a necessidade de ajudar financeiramente as duas maiores seguradoras do crédito hipotecário: Fannie Mae e Freddy Mac.

Aiginger (2009) refere, igualmente, que a possibilidade do proprietário do imóvel poder entregá-lo ao banco, sem ter de pagar mais nada do empréstimo, no caso do imóvel ter um valor mais baixo comparativamente ao valor de mercado, agravou a situação. Esta prática era permitida porque as taxas de juro eram baixas e o reembolso de capital do empréstimo só ocorria mais tarde. Esta taxa de juro era conhecida como “2/28” em que nos dois primeiros anos a taxa de juro era baixa e nos restantes 28 anos a taxa de juro subia consideravelmente.

Esta prática de concessão exaustiva e permissiva de crédito, aliada a uma forte queda dos preços das casas em 2008, levou a que muitos proprietários deixassem de pagar os seus empréstimos.

Para diluir o risco, as instituições bancárias utilizaram uma operação denominada “*bundling the loan together*” que combinava os empréstimos consoante o nível de risco, titularizando-os de forma a vendê-los como um produto financeiro que depois era avaliado pelas agências de rating. Desta forma, o risco era transferido para a banca nacional e internacional.

Adicionalmente, colocava-se o problema das agências de rating sofrerem de conflito de interesses, pois trata-se de um caso em que o avaliador é pago pelo vendedor e não pelo comprador, garantindo o avaliador uma estruturação dos produtos financeiros que permitissem o rating máximo (AAA). Como Buitter (2007) refere, estas agências apenas avaliavam o risco de *default* (incumprimento), não considerando o risco de preço ou de liquidez, contribuindo com esta situação para avaliações muito incompletas.

A alavancagem excessiva por parte de grandes bancos tornou-os vulneráveis à bolha imobiliária, expondo-os a ativos tóxicos. Yuet *al.* (2009) consideram duas causas fundamentais para esta vulnerabilidade. Em primeiro lugar, no passado as *mortgage securities* eram tipicamente vendidas por bancos a investidores institucionais com um baixo nível de alavancagem, permitindo que estes pudessem suportar o risco das mesmas por um longo período de tempo, o que ultimamente não acontecia. Os bancos de investimentos e os bancos comerciais ficaram com uma quantidade substancial destas *securities*. A segunda causa está relacionada com o financiamento dos bancos na compra das *securities* através de empréstimos de curto prazo. Quando a bolha imobiliária rebentou, o risco destas *securities* aumentou, e os bancos enfrentaram dificuldades em renovar os empréstimos de forma a financiar estes ativos tóxicos. Alguns bancos venderam estes ativos e, conseqüentemente, os preços desceram ainda mais. Estes

bancos, com níveis de alavancagem de 40 para 1, rapidamente ficaram insolventes, pois bastava estes ativos desvalorizarem 3% para o banco se encontrar nessa situação.

Tanto Bordo(2008) como Aiginger(2009) consideram que os graves desequilíbrios macroeconómicos a nível mundial desempenharam um papel importante na crise. Países como a Rússia e China, e ainda os países produtores de petróleo e matérias-primas, são responsáveis pela acumulação de grandes quantidades de capital(particularmente em dólares) de modo a controlarem a valorização da sua moeda, contribuindo assim para um excesso de poupança. Yuet *al.* (2009) mostra-nos, através de dados do FMI, que a média de poupança nos países emergentes passou de 24% do PIB nos anos 90, para 33% do PIB nos últimos anos, o que agravou ainda mais o desequilíbrio da relação poupança/investimento entre os países desenvolvidos e os países emergentes.

Em 2010 a dívida de Portugal, Grécia, Espanha, Itália e Irlanda estiveram sobre fortes ataques especulativos, aspeto considerado por Panico (2010) como uma das principais causas da crise da dívida soberana, crise esta que veio piorar ainda mais a conjuntura internacional.

Estes ataques especulativos levaram a que Portugal, Grécia e Irlanda fossem resgatados pelos restantes países da UE, de modo a não entrarem em *default*, devido às altas taxas de juro a que estavam sujeitos.

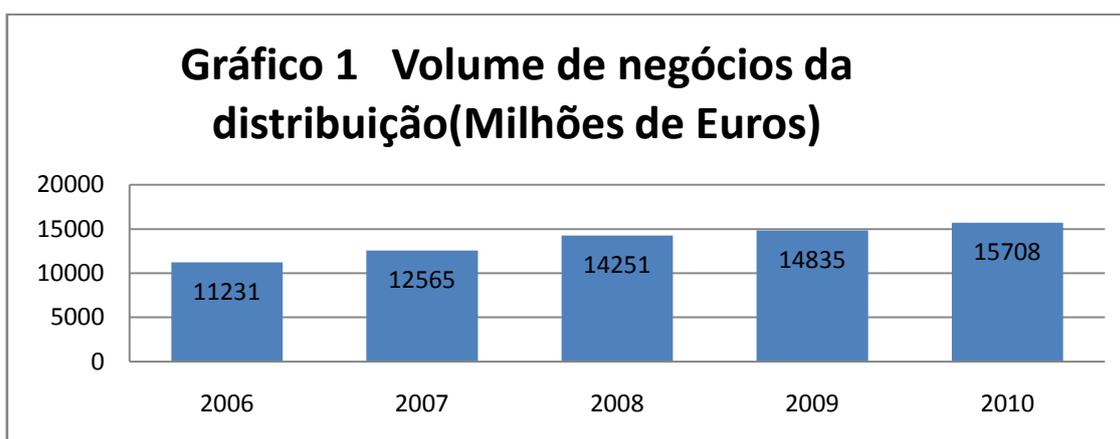
Os resgates a que estes países foram sujeitos levaram a que tivessem de cumprir difíceis critérios de rigidez orçamental impostos pela UE, adotando planos de austeridade orçamental, planos estes que se estenderam a diversos países da UE, devido ao clima de suspeição e de descrença que se instalou na Europa.

Grauwe( 2011) e Mota et al (2010) consideram que estes resgates financeiros a Portugal, Grécia e Irlanda foram feitos a taxas de juro altas (6%) o que levou a que estes países tivessem de fazer esforços enormes , tornando a situação dos mesmos ainda mais difícil.Os planos de austeridade adotados por diversos países europeus levou a que o desemprego aumentasse consideravelmente e os estados mais afetados entrassem em recessão, deteriorando ainda mais a situação económica de diversos países europeus.

## 3. Caracterização do setor em Portugal

### 3.1 Caracterização geral

Em Portugal, o número de lojas de distribuição alimentar (supermercados, hipermercados e *discount*) ronda as 1358, sendo o Minipreço a marca que tem mais lojas (524). No ano de 2010 o universo de empresas que integram a APED (Associação Portuguesa de Empresas de Distribuição) registou um volume de vendas de 15.708 milhões de euros sendo que 71% deste valor se refere à distribuição alimentar, o que evidencia um crescimento de 6% relativamente a 2009.



Fonte: APED

Em 2010 no “top 20” do Ranking da APED 2010 dos maiores empregadores nas cinco primeiras posições, encontravam-se as cinco maiores empresas da distribuição alimentar em Portugal, destacando-se o Pingo Doce como o maior empregador (24.152 empregados), seguindo-se o Continente. Estas cinco empresas empregam um total de 63.219 pessoas e em 2010 observou-se um aumento de 3165 postos de trabalho no setor.

O setor da distribuição tem vindo a adquirir significado crescente no PIB português, correspondendo o seu volume de negócios em 2010 a 9,1% daquele indicador.

O setor da distribuição alimentar em Portugal tem um elevado nível de concentração, pois a quota de mercado dos cinco maiores grupos de distribuição é de 69,9% (APED 2010) ligeiramente inferior à média europeia.

Nos últimos anos, a concentração do setor aumentou em resultado da estratégia de aquisições da Sonae, que adquiriu os hipermercados Carrefour, e ainda da Jerónimo Martins com a aquisição dos supermercados Plus.

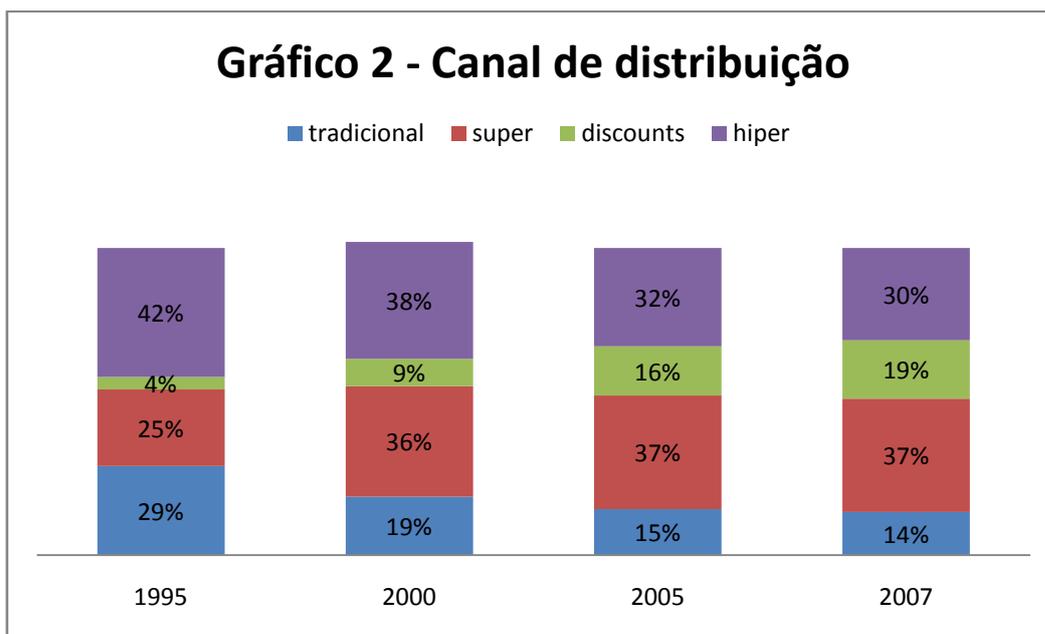
Observando o Quadro 2 verifica-se que a empresa com maior quota de distribuição é a Sonae Distribuição com os supermercados Modelo e os hipermercados Continente, ocupando o segundo lugar o grupo Jerónimo Martins com os hipermercados Feira Nova e os supermercados Pingo Doce.

<b>Quadro 1 - Volume de Negócios das Principais empresas do Setor (Milhões de euros)</b>						
	<b>2010</b>	<b>2009</b>	<b>2008</b>	<b>2007</b>	<b>2006</b>	<b>2005</b>
<b>Continente</b>	3.555 €	3.380 €	3.222 €	2.661 €	2.487 €	2.315 €
<b>Pingo doce</b>	3.453 €	3.112 €	2.881 €	2.260 €	1.984 €	1.752 €
<b>Auchan</b>	1.601 €	1.501 €	1.434 €	1.280 €	1.194 €	1.145 €
<b>Lidl</b>	1.199 €	1.211 €	1.236 €	1.123 €	1.050 €	972 €
<b>Minipreço</b>	903 €	897 €	904 €	797 €	705 €	655 €

Fonte: APED<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Ver também APED 2009, “A evolução da concentração da indústria e da distribuição em Portugal”.

A distribuição alimentar caracterizou-se ainda nos últimos anos pela diminuição do peso relativo dos formatos tradicionais comparativamente ao peso dos supermercados e hipermercados, que cresceu consideravelmente, como se pode observar no gráfico 3.



Fonte: APED

Esta variação deve-se sobretudo a preços mais baixos, grande variedade de oferta, promoções e horários de funcionamento mais alargados. No entanto, nos últimos anos, o peso dos hipermercados tem decrescido, consequência do aparecimento dos supermercados e lojas *discount*.

Em 2007 as vendas dos supermercados, hipermercados e lojas *discounts* correspondiam a 70% das vendas de todo o setor.

O setor tradicional tem vindo a perder peso na distribuição alimentar, maioritariamente devido à prática de preços mais altos e menor variedade na oferta, representando apenas 14% das vendas do setor no final de 2007.

Os consumidores valorizam principalmente o preço, a diversidade de oferta e também a conveniência, o que provocou um crescimento das lojas *discount* (Lidl e Minipreço). Estas lojas praticam uma política de preços baixos e evidenciam uma relação qualidade/ preço muito aceitável, assentando a sua oferta maioritariamente em marcas menos conhecidas. Estes são alguns dos aspetos explicativos para o facto das lojas *discount* terem vindo a conquistar quota de mercado, o que mostra que o consumidor está cada vez mais sensível ao preço, fruto da crise económico-financeira que Portugal atravessa.

Esta reação dos consumidores portugueses relativamente às *discount* levou os outros retalhistas a aumentar a oferta de marcas brancas e de outras marcas com menor visibilidade, capazes de competir com os preços relativamente baixos das *discount*. Em 2009 estas marcas representavam já, em média, 33% das vendas, havendo casos em que ultrapassavam os 50%. A oferta de marcas brancas não se limita a produtos indiferenciados, de baixo custo. Várias cadeias de retalho alimentar lançaram produtos gourmet e biológicos, com marcas próprias (chocolates, frutas, legumes, carnes, azeite, leite, etc.) dirigidos a clientes mais exigentes em termos da qualidade, mas sensíveis ao preço.

## 3.2. As grandes tendências do setor (a nível internacional e em Portugal)

Prevê-se que os grupos internacionais continuem a adotar uma estratégia de diversificação de mercados, estando presentes num número crescente de países, sobretudo nos países emergentes, pois estes últimos têm uma grande densidade populacional e uma menor oferta de lojas, a que se junta uma perspectiva positiva quanto à evolução do poder de compra.

Outra tendência para o setor a nível internacional é o aumento da sua concentração. Os grandes grupos concentram a sua área de negócio num determinado segmento e expandem-se para vários países de modo a obter economias de escala, o que permite ter uma estratégia de preços agressiva.

A diversificação da área de negócio é também uma tendência, pois operando em vários canais de distribuição (hipermercados, supermercados, *discounts* e retalho especializado) o risco é reduzido.

Em Portugal, perspectiva-se o crescimento das lojas *discount*. Em 2010, segundo dados da APED, o Minipreço e o Lidl foram as marcas que mais lojas abriram em Portugal, números reveladores do facto dos hipermercados estarem a começara ser preteridos, comparativamente a lojas de menor dimensão, onde os fatores proximidade e preço são os mais significativos.

Já relativamente às marcas próprias, a tendência é de crescimento, em face da conjuntura económica desfavorável e ainda pelo facto dos consumidores estarem cada vez mais informados e preocupados quanto à relação qualidade/preço dos produtos.

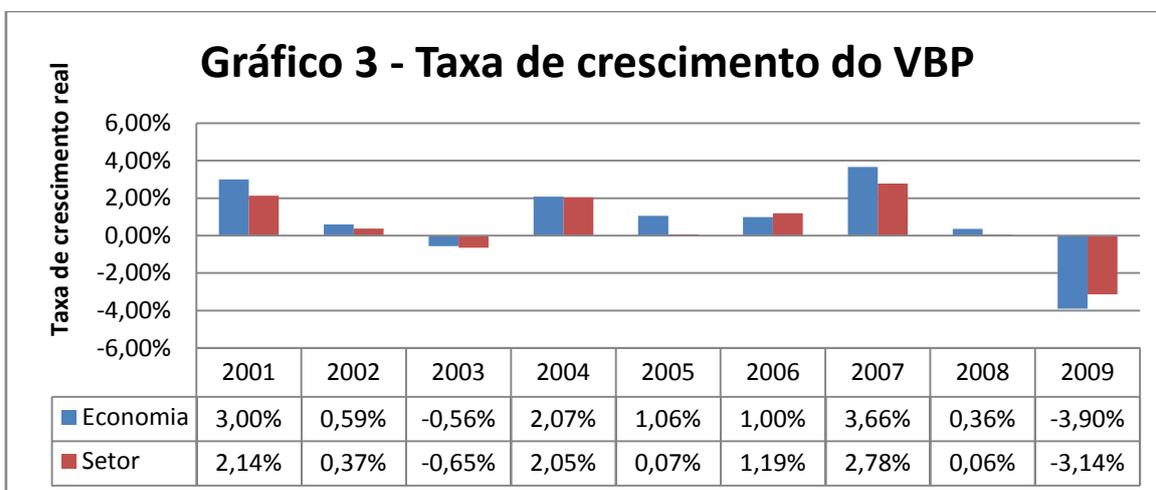
Apesar da crise económica, prevê-se um ligeiro crescimento do mercado nos próximos anos, como já foi referido, sobretudo para as lojas *discount* e para os supermercados, assentando numa lógica de preços baixos e proximidade. É também expectável que a concentração do setor aumente através de fusões e aquisições.

## 4 Análise económica do setor em Portugal

### 4.1. Análise Económica

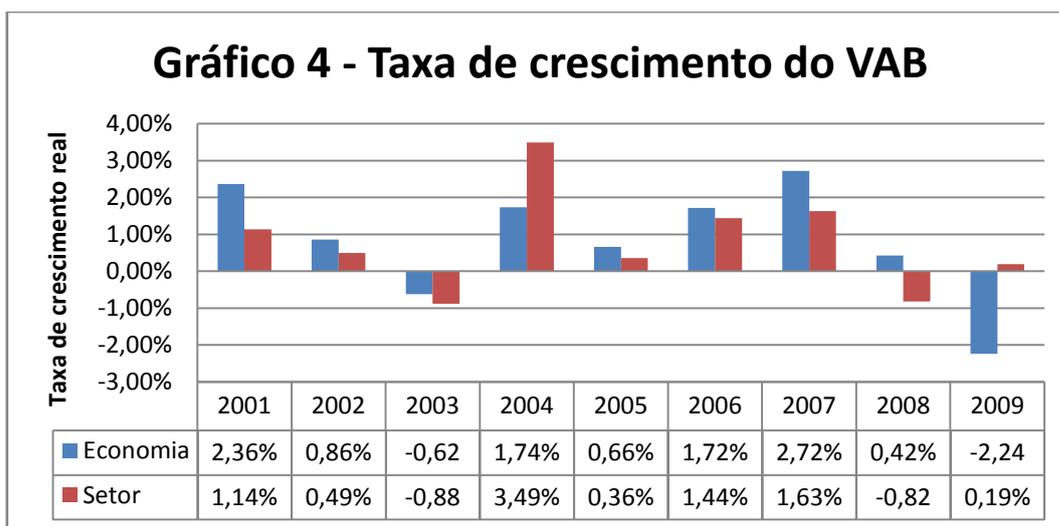
Em 2009 o Produto Interno Bruto(PIB) português evidenciou uma quebra de 2,9%. Esta contração foi provocada pela crise e pela desconfiança dos investidores em relação à economia. A taxa de desemprego também aumentou, situando-se nos 10,1%.

É neste contexto macroeconómico que se enquadra a análise seguinte, tendo como objetivo estudar o impacto da crise nos principais indicadores macroeconómicos do setor do comércio por grosso e a retalho (CAE 47), comparando o seu comportamento com a evolução desses indicadores para o todo da economia portuguesa.



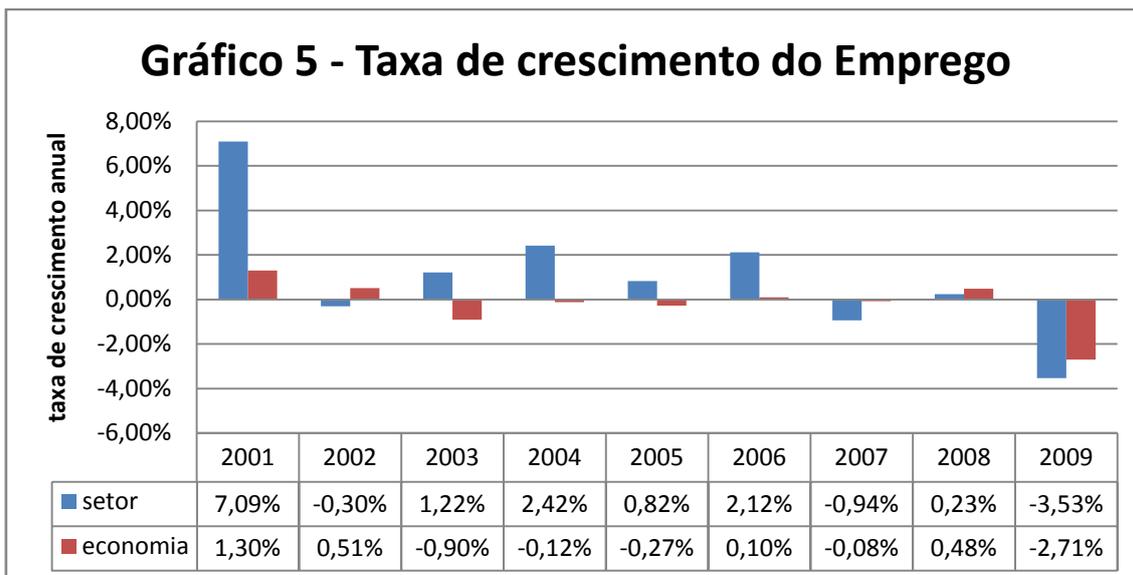
Fonte: INE

Como se pode observar no Gráfico 3 a taxa de crescimento do VBP tem sido mais baixa comparativamente ao total da economia, com exceção dos anos de 2006 e 2009, verifica-se também que o impacto maior da crise no desempenho do setor coincidiu com o ano de 2009 (-3,14%), ainda assim com um desempenho superior ao da economia.



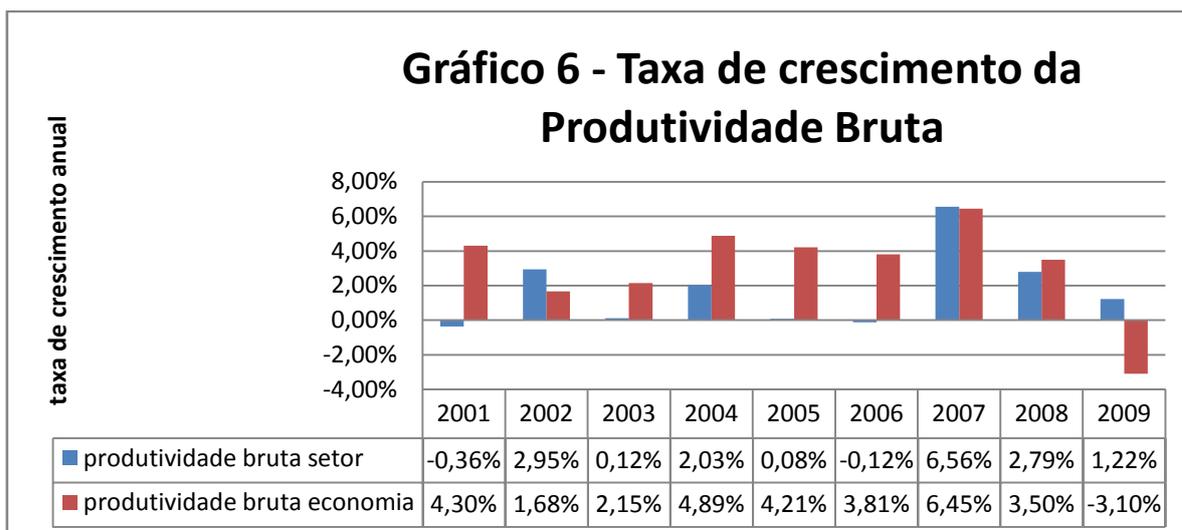
Fonte: INE.

Já o rendimento (VAB) do setor apresentou taxas de crescimento positivas na generalidade dos anos em análise, com exceção de 2003 e 2008. De salientar ainda o facto de nos anos de 2004 (3,49%) e 2009 (0,19%) o desempenho do setor ter sido superior ao total da economia, nomeadamente no último ano referido em que a economia evidenciou um valor negativo. Verifica-se também que a crise em pouco afetou o setor, salvo em 2008, em que a taxa de crescimento do VAB desceu abruptamente para -0,82%. Estes números revelam um comportamento bastante positivo, apesar da crise financeira, concluindo-se que o setor da distribuição alimentar conseguiu sempre acrescentar valor aos seus produtos.



Fonte: INE

Analisando o Gráfico 5 constata-se que a crise afetou o número de trabalhadores no setor: em 2007 a taxa de crescimento do emprego baixou para 0,94%, recuperando ligeiramente em 2008 para 0,23%. Contudo, em 2009, apresentou uma taxa de crescimento negativa de -3,53%. Entre 2007 e 2009 o setor teve sempre desempenhos inferiores ao total da economia. Apesar de alguns efeitos da crise financeira o setor continua a ser um dos mais importantes empregadores na economia portuguesa.



Fonte: INE

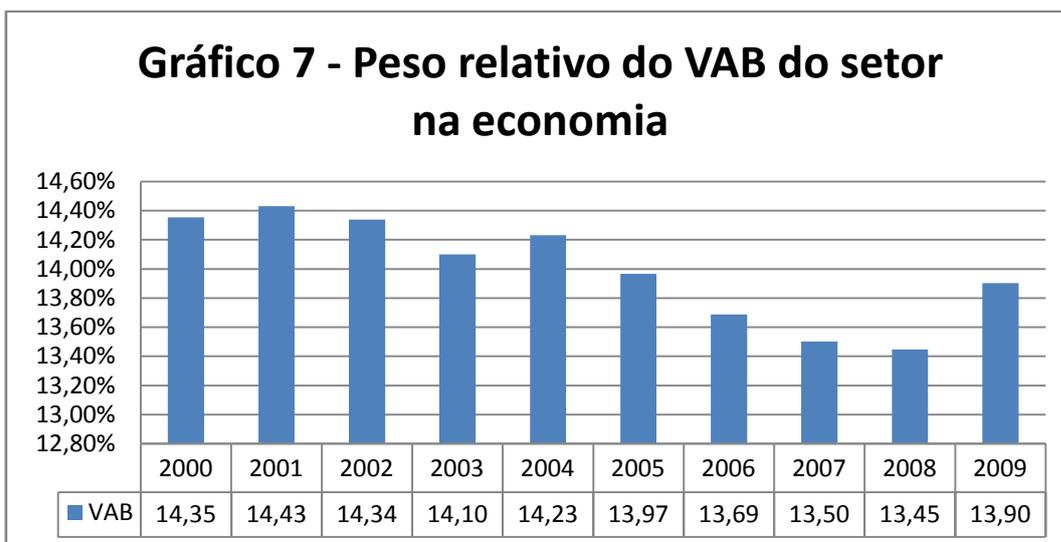
Nos últimos anos, a taxa de crescimento da produtividade bruta do setor<sup>2</sup> da distribuição tem oscilado consideravelmente, tendo tido valores inferiores ao da economia, excetuando os anos de 2002, 2007 e 2009. O Gráfico 6 revela que o impacto da crise foi reduzido, apesar de 2007 a 2009 a taxa de crescimento da produtividade bruta ter diminuído, este triénio é claramente melhor que o anterior. O último ano de 2009 é de se salientar, pois a produtividade do setor aumentou em contraste com o da economia (1,22% e -3,10%) respetivamente, este valor salienta a robustez do setor, pois conseguiu aumentar a sua produtividade, quando a economia não o fez.

## 4.2 Estrutura dos principais indicadores

Analisando o Gráfico 7 verifica-se que nos últimos ano não ocorreram grandes oscilações do peso do VAB do setor relativamente à economia, de salientar que entre 2005 e 2008 o peso do setor diminuiu passando de 14,23% em 2004 para 13,45% em

<sup>2</sup> A produtividade bruta do setor foi calculada dividindo o VBP do setor pelo emprego do setor, de igual forma calculou-se a produtividade bruta da economia. Tanto o emprego do setor como o da economia foram retirados em equivalente a tempo col completo total.

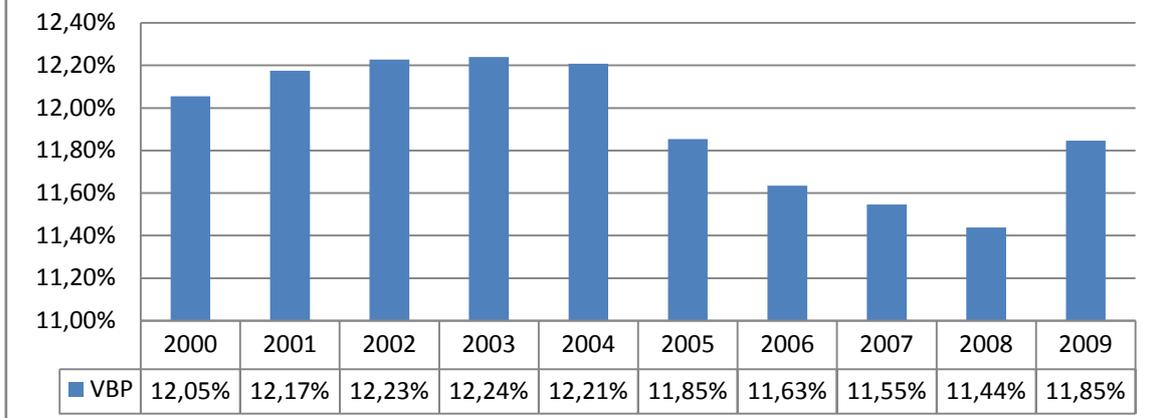
2008. De notar também a recuperação em 2009 para 13,90% , representando um ligeiro aumento em relação a 2008 (onde alcançou os 13,4%), revelando assim ser um dos setores com importância crescente na economia portuguesa.



Fonte: INE.

Relativamente à produção(VBP),observa-se um ligeiro decréscimoentre 2004 e 2008. À semelhança do VAB, o ano de 2009 é marcado por uma ligeira recuperação, sendo o peso relativo do setor na economia portuguesa de 11,85%, fruto da contração do VAB da economia e do aumento do VAB do setor (cf. Gráfico 4).

**Gráfico 8 - Peso relativo do VBP do setor na economia**



Fonte: INE

Como se pode observar no gráfico 9, o peso empregador do setor no contexto da economia portuguesa tem vindo a aumentar, alcançando em 2009 os 15,7% do emprego em Portugal, percentagem ligeiramente inferior à alcançada em 2008, acompanhando assim o aumento da taxa de desemprego. Ainda assim permanece um dos setores com maior relevo empregador em Portugal.

**Gráfico 9 - Peso relativo do Emprego do setor na economia**



Fonte: INE.

No gráfico 10, a produtividade do setor em relação à produtividade da economia tem vindo a decrescer nos últimos anos e situou-se a níveis inferiores aos desta última, muito embora tenha recuperado ligeiramente em 2009 para 88,08%.



Fonte: INE

Este comportamento da produtividade reflete duas evoluções: por um lado, uma taxa de crescimento do VAB do setor superior ao da economia; por outro, a manutenção de uma empregabilidade elevado no contexto da economia, apesar da diminuição da taxa de crescimento do emprego.

## 5 Análise Empresarial

### 5.1.Evolução dos Principais Rácios Financeiros

Tendo como objetivo estudar o impacto da crise no setor do comércio por grosso e a retalho alimentar(CAE 47111 - Comércio a Retalho em Supermercados e Hipermercados), procedeu-se à análise da evolução dos principais rácios económico-financeiros, sendo conferida especial atenção aos rácios de rentabilidade, liquidez, estrutura financeira e de atividade.

Analisando os rácios económico-financeiros doQuadro 2, verifica-se que a variação das vendas e prestações de serviços tem sido negativa nos últimos anos, especialmente em 2009 (-6,87%),quebra explicada pela crise e clima de instabilidade económica.

No VAB ocorreu uma variação residual, mas positiva (de 0,14% em 2009), evidenciando uma ligeira recuperação em relação a 2007 e 2008<sup>3</sup>. Quanto à taxa de investimento, o valor em 2009 decresceu, ainda assim mantendo-se acima dos 10% (11,68%). Por último verificou-se que as empresas do setor aumentaram o autofinanciamento ascendendo em 2009 a 51,36%.

<b>Quadro 2 - Rácios Económico-Financeiros</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>
Taxa de variação das vendas e prestações de serviços %	-0,49	-0,5	-0,3	-6,87
Taxa de variação do valor acrescentado bruto (VAB) %	2,47	-1,18	-0,24	0,14
Taxa de investimento %	11,2	14	14,3	11,7
Taxa de cobertura por autofinanciamento %	62,3	50,8	45,9	51,4

Fonte: Banco de Portugal

---

<sup>3</sup> Estes valores são diferentes dos apresentados no gráfico 4 em resultado das fontes serem diferentes. Para além disso, estas dados apenas contemplam as empresas que se inserem na CAE 47111

Recorrendo aos rácios de rendabilidade apresentados no Quadro 3, verifica-se que a rendabilidade do capital próprio em 2009 era de 7,38%, valor superior ao observado em 2008, revelando ser pouco sensível a crise.

A rendabilidade operacional do ativo teve uma grande queda entre 2006 e 2008, passando de 3,10% para 1,12%, respetivamente, recuperando em 2009 para os 1,22%. O efeito de alavancagem financeira tem vindo a reduzir-se, estabilizando em 2009 nos 1,11. De destacar também o decréscimo da rendabilidade económica bruta, recuperando ligeiramente em 2009. A taxa de valor acrescentado (VAB) tem tido variações residuais, mantendo-se quase constante ao longo dos últimos 4 anos, apresentando em 2009 o valor de 12,52%, revelando a robustez da rendabilidade do setor e a capacidade do mesmo de conseguir acrescentar valor aos seus produtos.

<b>Quadro 3 - Rácios de Rendibilidade</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>
Rendibilidade dos capitais próprios %	9,04	7,41	6,37	7,38
Rendibilidade operacional do ativo %	3,10	1,60	1,12	1,22
Rotação do ativo líquido (nº de vezes)	2,43	2,34	2,33	2,22
Rendibilidade operacional das vendas %	1,28	0,61	0,37	0,44
Efeito de alavanca financeira	1,31	1,18	1,11	1,11
Efeito dos juros suportados	0,88	0,85	0,82	0,84
Efeito do endividamento	2,87	2,90	2,85	2,89
Efeito dos resultados extraordinários	0,95	0,94	0,94	0,93
Efeito fiscal	0,78	0,78	0,79	0,87
Rendibilidade económica bruta %	7,74	6,08	4,88	4,97
Taxa de valor acrescentado bruto (VAB) %	12,83	12,21	11,87	12,52

Fonte: Banco de Portugal

Analisando os rácios de liquidez e estrutura financeira presentes na Quadro 4, as suas variações foram relativamente pouco significativas, revelando pouca sensibilidade à crise. Apesar da redução da liquidez geral e liquidez reduzida nos anos de 2007 e 2008,

em 2009 estes rácios recuperaram para 166,44% e 88,32%, respetivamente, destaca-se também um ligeiro aumento da taxa de endividamento em 2009 relativamente a 2008 e uma ligeira deterioração da autonomia financeira, sendo em 2009 aproximadamente 32%.

<b>Quadro 4 - Rácios de Liquidez</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>
Liquidez geral %	176,36	166,01	163,03	166,44
Liquidez reduzida %	89,96	86,32	82,93	88,32
<b>Rácios de Estrutura financeira</b>				
Autonomia financeira %	34,02	32,84	32,48	31,97
Cobertura do imobilizado %	149,59	148,60	145,56	144,73
Cobertura das aplicações de médio-longo prazo %	104,96	104,01	103,26	102,14
Taxa de endividamento %	53,78	57,26	56,73	58,28

Fonte: Banco de Portugal

Relativamente aos rácios de atividade(Quadro 5), nos últimos quatro anos não ocorreram variações significativas, destacando-se apenas um ligeiro aumento no prazo médio de pagamentos em 2009 para aproximadamente 25 dias, e uma diminuição da rotação das necessidades de fundo de maneo para 7,87 vezes, revelando mais uma vez a estabilidade do setor.

<b>Quadro 5 - Rácios de Atividade</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>
Margem bruta dos proveitos de exploração %	20,49	20,03	19,71	20,58
Prazo médio de recebimentos (nº de dias)	0	0	0	0
Prazo médio de pagamentos (nº de dias)	21,33	23,33	23,83	24,67
Rotação das existências (nº de vezes)	10,52	10,57	10,72	10,36
Rotação das necessidades de fundo de maneo (nº de vezes)	8,48	8,1	7,997	7,887

Fonte: Banco de Portugal

## 5.2. Testes de Média

### Metodologia

Com o objetivo de avaliar o impacto da crise financeira no setor do comércio por grosso e a retalho alimentar em Portugal, na estrutura do Balanço e da Demonstração de Resultados, procedeu-se, em primeiro lugar, ao cálculo da composição da demonstração de resultados e do Balanço para o intervalo temporal de 2007 a 2009. A composição do Balanço foi calculada em termos da percentagem do ativo, capital próprio e passivo; na Demonstração de Resultados calculou-se a composição através do volume de negócios.

O cálculo da composição do Balanço e da Demonstração de Resultados foi feito com base nos Balanços e Demonstrações de Resultados de 57 empresas entre 2007 e 2009, retirados da base de dados Amadeus, estando o respectivo descritivo estatístico no anexo 3.

O método de cálculo foi o seguinte:

$$CA\% = \frac{\text{Rúbrica do Ativo } t}{\text{Total do Ativo } t}; CDR\% = \frac{\text{Rúbrica da Dr } t}{\text{volume de negócios } t}$$

O CA% corresponde à composição do ativo no ano t em função do seu total. Da mesma forma, calculou-se a composição do passivo e do capital próprio. O CDR% corresponde a composição da demonstração de resultados no ano t em função do volume de negócios.

Para melhor avaliar o impacto da crise no setor formularam-se as seguintes hipóteses:

**H<sub>1</sub>**: Estrutura financeira do balanço estável ao longo do período em análise.

**H<sub>1α</sub>**: A rubrica ativo fixo em função do ativo total é estável no período em análise.

$H_{1b}$ : A rubrica Disponibilidades em função do ativo total é estável no período em análise.

$H_{1c}$ : A rubrica capital em função do total do capital próprio é estável ao longo do período em análise.

$H_{1d}$ : A rubrica passivo corrente em função do total do passivo é estável ao longo do período em análise.

$H_{1e}$ : A rubrica empréstimos bancários em função do total do passivo é estável ao longo do período em análise.

$H_2$ : A estrutura financeira da demonstração de resultados é estável ao longo do período em análise.

$H_{2a}$ : A rubrica EBIT em função do volume de negócio é estável ao longo do período em análise.

$H_{2b}$ : A rubrica Resultado Líquido do exercício em função do volume de negócio é estável ao longo do período em análise.

Após o cálculo da composição do Balanço e da Demonstração de Resultados procedeu-se o cálculo do teste T com duas amostras, assumindo variâncias desiguais, com um nível de significância de 95% ( $\alpha = 0,05$ ). Este teste será feito para 2007/2008 e para 2008/2009.

O método de cálculo foi o seguinte:

$$T = \frac{\bar{X} - \bar{Y}}{\sqrt{\frac{S_x^2}{n_1} + \frac{S_y^2}{n_2}}}$$

em que  $\bar{X}$  é a média da rubrica no ano 1 e  $\bar{Y}$  é a média da mesma rubrica no ano seguinte;  $\frac{s_x^2}{n_1}$  é o desvio padrão de  $X$  dividido pelo número de observações de  $X$  e  $\frac{s_y^2}{n_2}$  é o desvio padrão de  $Y$  dividido pelo número de observações de  $Y$ .

### **Análise dos resultados**

Analisando os resultados obtidos pelo teste t quanto à estrutura do Balanço das empresas do setor do comércio por grosso e a retalho alimentar em Portugal (quadro 6), em termos gerais e no período de 2007/2008, concluímos que esta conheceu poucas alterações.

Quanto ao ativo fixo, não se alterou, sendo o *valor-p* de 57,88%, aceitando-se claramente  $H_{1a}$ . Esta hipótese é também aceite em 2008/2009 sendo o *valor-p* ainda maior, o que revelam um aumento da rigidez da estrutura do ativo fixo.

Relativamente às disponibilidades, aceita-se  $H_{1b}$ , tanto para 2007/2008 como para 2008/2009 sendo os *valores-p* de 87,47% e 41,81%. Apesar desta diminuição do *valor-p* em 2008/2009, revelando alguma sensibilidade à crise, a hipótese não é colocada em causa.

Em relação à hipótese  $H_{1c}$ , os resultados permitem aceitar claramente a mesma, o que nos mostra não ter havido alteração na estrutura do capital, dado que os *valores-p* apresentam valores superiores à região de rejeição sobretudo em 2008/2009 não refletindo nenhum impacto da crise.

Aceita-se a hipótese  $H_{1d}$ , dado que o *valor-p* é claramente acima do nível de significância (5%) tanto em 2007/2008 como em 2008/2009, sendo que em 2008/2009 o *valor-p* sofre um ligeiro aumento, demonstrativo de alguma resistência à crise.

Em relação aos empréstimos bancários em função do total do passivo, aceita-se também a hipótese de estabilidade de estrutura ( $H_{1e}$ ), com os valores-p claramente acima do grau de significância de 5%, valores estes que se mantiveram quase constantes em 2007/2008 e 2008/2009.

<b>Quadro 6- Resultados Estatísticos Balanço</b>		
P(T<=t) two-tail	2007/2008	2008/2009
Ativo fixo	57,88%	77,02%
Disponibilidades	87,47%	41,81%
Capital	56,67%	95,13%
Passivo Corrente	47,69%	54,66%
Empréstimos Bancários	45,08%	47,85%

Quanto ao teste de estabilidade da estrutura da Demonstração de Resultados (quadro 7), os resultados obtidos também apontam para a sua estabilidade. O EBIT não se alterou em função do volume de vendas, quer em 2007/2008, quer em 2008/2009, pois o *valor-p* induz-nos claramente a aceitar a hipótese  $H_{2a}$ . Este valor revela-nos que os resultados operacionais e financeiros não foram afectados pela crise neste período. Relativamente à hipótese  $H_{2b}$ , é aceite para os períodos em análise, estando os valores-p bem acima do grau de significância de 5%, mostrando que o peso do resultado líquido na demonstração de resultados em função do volume de negócios não se alterou no período em análise, novamente revelando não ser afetado pela crise financeira.

Os resultados alcançados são reveladores da resistência à crise do setor, corroborada pela estabilidade da estrutura do Balanço e da Demonstração de Resultados.

<b>Quadro 7- Resultados Estatísticos DR</b>		
P(T<=t) two-tail	2007/2008	2008/2009
EBIT	0,9428	0,5949
RLE	0,7121	0,5928

## 6. Análise Econométrica

Procedeu-se a elaboração de duas regressões lineares com o objetivo de explicar as variáveis que mais influenciam os rácios ROE (rentabilidade do capital próprio), e ROA (rentabilidade do ativo), consideradas variáveis dependentes. Estes são dos rácios financeiros mais importantes, pois medem a capacidade da empresa gerar receitas de acordo com o ativo disponível. O ROA é ainda considerado por Töyli et al. (2008) um importante rácio para avaliar o desempenho de empresas do setor logístico e da distribuição, enquanto ROE mede a capacidade da empresa gerar receitas de acordo com o capital próprio à sua disposição, sendo também considerado uma medida de eficiência e, conseqüentemente, também mede a capacidade da empresa atrair novos investidores.

O método de cálculo para estes rácios foi o seguinte:

$$ROE = \frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Total do Capital Próprio}} \quad ROA = \frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Total Activo}}$$

Foram utilizados rácios de desempenho, rúbricas do balanço e demonstração de resultados de 57 empresas do setor do comércio por grosso e a retalho alimentar em Portugal entre 2005 e 2010, retirados da base de dados Amadeus, e trabalhados no formato “Painel Data”.

As variáveis explicativas utilizadas na estimação foram as seguintes: volume de vendas (turnover) e número de empregados (emp), sendo estas consideradas por Delmar (1997)

e Weinzimmer et al. (1998) importantes indicadores para medir o crescimento de uma empresa.

Foram ainda consideradas as variáveis ativo por empregado (*ativoporempregado*), o custo por empregado (*custoporempregado*), o grau de liquidez (*liquidez*), e o endividamento de curto e longo prazo (*divida\_cp* e *divida\_lp* respectivamente). O nível de significância escolhido foi 5%.

Considerando estas variáveis explicativas e as variáveis dependentes escolhidas (ROE e ROA) estimaram-se as seguintes regressões:

$$ROE_t = \beta_0 + \beta_1 \text{ativoporempregado} + \beta_2 \text{logcustosporempregado} + \beta_3 \text{logturnover} + \beta_4 \text{logemp} + \beta_5 \text{divida\_cp} + \beta_6 \text{divida\_lp} + \beta_7 \text{liquidez} + \varepsilon_i$$

$$ROA_t = \beta_0 + \beta_1 \text{ativoporempregado} + \beta_2 \text{logcustosporempregado} + \beta_3 \text{logturnover} + \beta_4 \text{logemp} + \beta_5 \text{divida\_cp} + \beta_6 \text{divida\_lp} + \beta_7 \text{liquidez} + \varepsilon_i$$

As variáveis da regressão  $ROA_t$  são conjuntamente significativas em termos estatísticos, com  $P > |t|$  inferior ao nível de significância (5%), explicando 24,15% da variação total do ROA (cf. Anexo 1).

As variáveis *divida\_cp* e *divida\_lp* revelam não ser estatisticamente relevantes para a explicação do ROA, dado que os seus valores-*p* são superiores a 5%.

O grau de liquidez e as vendas influenciam positivamente a variação do ROA sendo os seus coeficientes 0,9193 e 8,3974, respectivamente. Os custos por empregado apresentam uma influência negativa para a rentabilidade do ativo. Estranhamente o número de empregados e o ativo por empregado também apresentam uma influência negativa no ROA, o que dificulta a interpretação, pois de acordo com estes resultados

quanto maior é a empresa menos rentável é o ativo. Uma possível justificação poderá estar num certo subaproveitamento da mão-de-obra, o que pode revelar uma menor produtividade.

Analisando agora o output do modelo  $ROE_t$  (cf. Anexo 2), as variáveis da regressão são conjuntamente significativas a nível estatístico.

As variáveis explicativas liquidez,  $divida_{lp}$ ,  $divida_{cp}$  e o ativo por empregado não são estatisticamente relevantes no modelo explicativo para o ROE, resultado que se apresenta de difícil interpretação e a merecer uma análise em trabalho futuro.

À semelhança da regressão apresentada para o ROA, a variável número de empregados tem um impacto negativo na rendibilidade dos capitais próprios. Novamente se aponta como possível justificação um mau aproveitamento da mão-de-obra, traduzido numa baixa produtividade.

Como seria de esperar o volume de vendas afeta positivamente a variação do ROE e os custos por empregado tem o efeito contrário. Ambas as variáveis são estatisticamente relevantes como se pode verificar no anexo 2.

## 7. Conclusão

Ao longo da elaboração do trabalho, as limitações encontradas prenderam-se essencialmente com uma amostra de pequena dimensão, pois na base de dados Amadeus encontram-se poucas empresas do setor em estudo. Assim, os dados encontrados são compostos maioritariamente por lojas pertencentes aos maiores grupos, reflexo da elevada concentração do setor.

Respondendo aos objetivos formulados para este trabalho, o setor do comércio por grosso e a retalho alimentar em Portugal evidenciou capacidade de resistência à crise: o volume de negócios do setor em 2010 foi 15.708 milhões de Euros; o peso do volume de negócios do setor em relação ao PIB também aumentou no mesmo período, representando em 2010 cerca de 9,1% do PIB nacional. Tanto o VBP como o VAB evidenciaram um desempenho inferior ao total da economia para os mesmos indicadores. Em 2009, a taxa de emprego do setor evidenciou um decréscimo (-3,53%).

A rentabilidade do capital próprio (ROE) aumentou em 2009 assim como a rentabilidade operacional do ativo (7,38% e 1,22%), respetivamente recuperando da forte queda sofrida em 2007 e 2008.

Quanto às hipóteses relativas à estabilidade da estrutura do Balanço e da Demonstração de Resultados foram todas aceites, o que evidencia uma estrutura financeira sólida para as empresas do setor.

Recorrendo a duas regressões lineares, concluiu-se que as variáveis mais significativas para explicar a rentabilidade do ativo (ROA) são as vendas (turnover), grau de liquidez, ativo por empregado, custo por empregado e número de empregados.

Já quanto à rentabilidade do capital próprio(ROE) concluiu-se que o custo por empregado, o grau de liquidez da empresa e as vendas (turnover) são as variáveis explicativas mais importantes.

Tendo o setor do comércio por grosso e a retalho alimentar em Portugal um grau de concentração muito elevado, sugere-se para investigação futura uma comparação entre as rentabilidades do ativo(ROA) e capital próprio (ROE) do setor em Portugal com os restantes países europeus. A introdução de dummies seria também interessante para uma investigação futura de modo a melhorar a estimação econométrica de forma a diminuir a concentração no setor.

## Bibliografia

AIGINGER, Karl. 2009. “*The Current Economic Crisis: Causes, Cures and Consequences*”. WIFO WorkingPaper.

APED. 2011. “Ranking APED 2010”.

APED. 2009. “A evolução da Concentração da Indústria e da Distribuição em Portugal.” APED

Banco de Portugal. [www.bportugal.pt](http://www.bportugal.pt) (Base de dados online)

BORDO, Michael. (2008). “*An Historical Perspective on the crisis of 2007-2008*.”NBER Working Paper No. 14569

BORDO, Michael. HAUBRICH, Joseph. (2009). “*Credit Crisis, Money and Contractions: an Historical View*.” Federal Reserve Bank of Cleveland

BUITER, Willem H. (2007). “*Lessons from the 2007 financial crisis*”.CEPR Policy Insight N.º. 18.

DELMAR, F. (1997). “Measuring growth: methodological considerations and empirical results” *Entrepreneurship and SME Research: On its Way to the Next Millennium*, ed. by R. Donckels, and A. Miettinen, pp. 190-216. Aldershot, VA: Avebury

GRAUWE, P (2011)“ A less punishing, more forgiving approach to the debt crisis in the eurozone” CEPS No. 230

INE – Instituto Nacional de Estatística. [www.ine.pt](http://www.ine.pt) (Base de dados online)

S&P/Case-Shiller Home Price Indices

MOTA, J et al. (2010) “ Aeconomia global e a crise da dívida soberana na União Europeia: a situação de Portugal e Espanha” *Indic. Econ. FEE*, Porto Alegre, v.38, n. 2, p. 83-98

PANICO, C (2010) “ The Causes of the Debt Crisis in Europe and the Role of Regional Integration” PERI working paper No.234

TÖYLI, J. et al. (2008). “Logistics and Financial Performance – An analysis of 424 Finnish small and medium – sized enterprises”, *International Journal of Physical Distribution & Logistics Management*, Vol. 38, n. ° 1, pp. 57 – 80

WEINZIMMER, L.G. et al. (1998). “Measuring organizational growth: issues, consequences and guidelines”, *Journal of Management*, Vol. 24, n. ° 2, pp. 235 – 62

YU, Wei-Choun.KESLER, David W.TESSEMA, Mussie. (2009). “*The Great Destruction: Causes of the Global Financial Crisis in 2008*”. WinonaStateUniversity.

## Anexos

### Anexo1- Output da estimação ROA

Source	SS	df	MS			
Model	4201.10024	7	600.157177	Number of obs =	277	
Residual	13191.4538	269	49.0388617	F( 7, 269) =	12.24	
Total	17392.554	276	63.0165001	Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.2415	
				Adj R-squared =	0.2218	
				Root MSE =	7.0028	

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
logactivoporempregado	-4.821017	.7878156	-6.12	0.000	-6.372086	-3.269949
logcustoporempregado	-9.339999	2.174982	-4.29	0.000	-13.62215	-5.057847
logturnover	8.397463	1.107227	7.58	0.000	6.217531	10.5774
logemp	-8.044232	.9892001	-8.13	0.000	-9.991791	-6.096673
divida_cp	-3.59e-06	9.34e-06	-0.38	0.701	-.000022	.0000148
divida_lp	-.000015	.0000261	-0.58	0.565	-.0000664	.0000364
liquidez	.9193887	.2144395	4.29	0.000	.4971955	1.341582
_cons	2.413143	5.098417	0.47	0.636	-7.624734	12.45102

### Anexo 2- Output da estimação ROE

Source	SS	df	MS			
Model	18479.6751	7	2639.95359	Number of obs =	266	
Residual	261717.533	258	1014.40904	F( 7, 258) =	2.60	
Total	280197.208	265	1057.34795	Prob > F =	0.0130	
				R-squared =	0.0660	
				Adj R-squared =	0.0406	
				Root MSE =	31.85	

roe	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
logactivoporempregado	-6.930656	3.656515	-1.90	0.059	-14.13107	.2697586
logcustoporempregado	-24.15379	10.00452	-2.41	0.016	-43.85471	-4.452864
logturnover	15.27009	5.166007	2.96	0.003	5.097181	25.443
logemp	-15.76868	4.582093	-3.44	0.001	-24.79174	-6.745618
divida_cp	-.0000247	.0000425	-0.58	0.562	-.0001084	.000059
divida_lp	.0002184	.0001194	1.83	0.069	-.0000167	.0004535
liquidez	.8345144	.991769	0.84	0.401	-1.118478	2.787507
_cons	28.08816	23.44738	1.20	0.232	-18.08445	74.26077

### Anexo 3–Descriptivo Estadístico

	Mean	Standard Error	Median	StandardDeviation	Sample Variance	Kurtosis	Skewness	Range	Minimum	Maximum	Sum	Count
Fixedassets	0,45	0,01	0,45	0,20	0,04	-0,85	-0,07	0,83	0,01	0,85	98,99	220,00
Intangiblefixedassets	0,03	0,00	0,00	0,07	0,01	20,00	3,97	0,54	0,00	0,54	6,76	220,00
Tangiblefixedassets	0,38	0,01	0,35	0,20	0,04	-0,73	0,28	0,81	0,00	0,81	83,88	220,00
Otherfixedassets	0,04	0,01	0,00	0,08	0,01	9,29	3,02	0,46	0,00	0,46	8,34	220,00
Currentassets	0,55	0,01	0,55	0,20	0,04	-0,85	0,07	0,83	0,15	0,99	121,01	220,00
Stock	0,22	0,01	0,22	0,12	0,01	2,94	1,15	0,69	0,00	0,69	48,96	220,00
Debtors	0,16	0,01	0,11	0,14	0,02	1,71	1,35	0,69	0,00	0,69	34,84	220,00
Othercurrentassets	0,17	0,01	0,14	0,15	0,02	2,90	1,42	0,95	0,00	0,95	37,22	220,00
Cash & cash equivalent	0,11	0,01	0,06	0,13	0,02	5,53	1,95	0,86	0,00	0,87	25,28	220,00
Shareholdersfunds	0,29	0,02	0,32	0,27	0,07	2,93	-0,63	2,02	-1,04	0,98	63,13	220,00
Capital	0,07	0,01	0,03	0,16	0,03	27,74	5,07	1,08	0,00	1,08	15,80	220,00
Othershareholdersfunds	0,22	0,02	0,20	0,26	0,07	2,49	-0,61	1,83	-1,05	0,78	47,33	220,00
Non-currentliabilities	0,14	0,01	0,10	0,15	0,02	1,36	1,29	0,71	0,00	0,71	30,72	220,00
Long termdebt	0,14	0,01	0,10	0,15	0,02	1,42	1,31	0,71	0,00	0,71	30,00	220,00
Other non-currentliabilities	0,00	0,00	0,00	0,01	0,00	45,67	6,17	0,10	0,00	0,10	0,72	220,00
Provisions	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	13,43	3,48	0,03	0,00	0,03	0,38	220,00
Currentliabilities	0,58	0,02	0,56	0,28	0,08	17,71	2,64	2,73	0,02	2,76	127,97	220,00
Loans	0,08	0,01	0,04	0,10	0,01	5,76	1,97	0,69	0,00	0,69	17,95	220,00
Creditors	0,33	0,01	0,33	0,17	0,03	9,80	1,69	1,51	0,00	1,51	72,13	220,00
Othercurrentliabilities	0,17	0,01	0,13	0,15	0,02	12,76	2,98	0,99	0,01	1,00	37,29	220,00