



**LISBOA  
SCHOOL OF  
ECONOMICS &  
MANAGEMENT**

**MESTRADO**

**CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS**

**EMPRESARIAIS**

**TRABALHO FINAL DE MESTRADO**

**DISSERTAÇÃO**

**ANÁLISE FINANCEIRA DE UMA EMPRESA PORTUGUESA:**

**IMPACTO DA CRISE FINANCEIRA**

**MEGANE DA MOTA DIMAS**

**OUTUBRO – 2015**



**LISBOA  
SCHOOL OF  
ECONOMICS &  
MANAGEMENT**

**MESTRADO EM**

**CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS**

**EMPRESARIAIS**

**TRABALHO FINAL DE MESTRADO**

**DISSERTAÇÃO**

**ANÁLISE FINANCEIRA DE UMA EMPRESA PORTUGUESA:**

**IMPACTO DA CRISE FINANCEIRA**

**MEGANE DA MOTA DIMAS**

**ORIENTAÇÃO:**

**CRISTINA BELMIRA GAIO MARTINS DA SILVA**

**OUTUBRO – 2015**

## Resumo

Este trabalho tem como objetivo a análise financeira de uma empresa portuguesa, o Grupo Jerónimo Martins (Grupo), e estudar o impacto da crise quer na posição financeira quer no desempenho da mesma. Além disso, é realizada uma comparação com o setor, estudando igualmente o impacto da crise no desempenho deste. Os resultados da análise sugerem que o Grupo que tem uma estrutura financeira estável e encontra-se em equilíbrio financeiro. Ainda que os valores de liquidez possam indicar alguma pressão na tesouraria, o Grupo gera fluxos de caixa, e apresenta um ciclo de caixa bastante favorável. Apesar da crise, o Grupo tem melhorado as suas rendibilidades líquidas. O Grupo destaca-se em relação ao setor, quer a nível de rendibilidades que são mais atractivas, quer apresentando uma melhor estrutura financeira. A nível estatístico, foi encontrada evidência de que alguns rácios sofrem uma deterioração nos anos da crise, verificando-se que o Grupo foi mais afetado no que toca à liquidez. Já no setor, a tendência é a mesma, com exceção nos rácios de liquidez reduzida e rendibilidade operacional do ativo, sendo que no caso do segundo, o Grupo apresenta um melhor desempenho. Assim, apesar de alguns rácios terem sofrido algumas alterações, verifica-se que a Jerónimo Martins conseguiu responder bem aos efeitos da crise.

Palavras-Chave: crise económica e financeira, análise financeira, rácios financeiros.

## **Abstract**

This paper aims at the financial analysis of a Portuguese company (Grupo Jerónimo Martins) and the study of the impact of the crisis both in the financial position or its performance. Besides, a comparison is performed with the industry also studying the impact of this crisis in its performance. The analysis of financial ratios shows that it has a stable financial structure. Although the values of the liquidity may indicate pressure in the treasury, the Group generated cash flow, and presents very favorable cash cycles. The Group is in financial balance and despite the crisis, has improved its net returns. The Group stands out though on the matter of the sector, both in terms of returns that are more attractive by submitting either a better financial structure. There was statistical evidence that some ratios suffer deterioration in the years of crisis, verifying that the Group was most affected when it comes to liquidity. In the industry, the trend is the same except the acid-test ratio and return on assets, and in the second case, the Group performs better. Therefore, although some ratios have undergone some changes, it appears that Jerónimo Martins managed to respond well to the effects of the crisis.

Keywords: economic and financial crisis, financial analysis, financial ratios.

## Índice

1. Introdução .....	1
2. Setor e empresa .....	3
2.1 Setor .....	3
2.2 Jerónimo Martins .....	6
3. Revisão Literatura .....	9
3.1 Estudos empíricos .....	9
3.2 A crise económica e financeira.....	12
4. Metodologia .....	14
5. Análise de resultados .....	16
5.1 Análise financeira .....	16
5.1.1 Solvabilidade e estrutura financeira .....	16
5.1.2 Liquidez .....	18
5.1.3 Equilíbrio Financeiro.....	19
5.1.4 Rácios de Atividade .....	21
5.1.5 Rendibilidade das Vendas .....	22
5.1.6 Rendibilidade do Ativo .....	23
5.1.7 Rendibilidade do Capital Próprio .....	24
5.1.8 Análise do Risco.....	27
5.2 Comparação com o setor .....	28
5.3 Impacto da crise .....	32
5.3.1 Jerónimo Martins .....	32
5.3.2 Setor .....	33
6. Conclusões e limitações .....	33
7. Bibliografia .....	36
8. Anexos.....	38
Anexo 1: Formulário.....	38

Anexo 2: Balanço consolidado .....	40
Anexo 3: Demonstração de resultados .....	41
Anexo 4: Demonstração de fluxos de caixa .....	42
Anexo 6: Análise vertical da demonstração de resultados .....	44
Anexo 7: Análise vertical da demonstração de fluxos de caixa .....	44
Anexo 8: Análise horizontal do balanço .....	45
Anexo 9: Análise Horizontal da demonstração de resultados .....	46
Anexo 10: Análise horizontal da demonstração de fluxos de caixa .....	46
Anexo 11: Rácios de rentabilidade .....	47
Anexo 12: Comparação com o setor .....	48

## Índice de figuras

Figura 1: Organigrama do Grupo Jerónimo Martins.....	7
Figura 2: PIB (volume) – t.v.h – Portugal, EUA e Área Euro.....	13
Figura 3: Taxa de desemprego total (%) .....	14
Figura 4: Taxa de Inflação (taxa de variação – Índice de Preços do Consumidor) 14	

## Índice de tabelas

Tabela I: Rácios de Solvabilidade e estrutura financeira .....	16
Tabela II: Rácios de Liquidez .....	18
Tabela III: Equilíbrio Financeiro.....	19
Tabela IV: Rácios de atividade .....	21
Tabela V: Decomposição RCP pelo <i>Basic DuPont Model</i> .....	26
Tabela VI: Decomposição do RCP pelo <i>Advanced DuPont Model</i> .....	27
Tabela VII: Análise do Risco.....	27
Tabela VIII: Balanço consolidado Jerónimo Martins.....	40
Tabela IX: Demonstração de resultados Jerónimo Martins.....	41
Tabela X: Demonstração de fluxos de caixa Jerónimo Martins.....	42
Tabela XI: Análise vertical do balanço.....	43
Tabela XII: Análise vertical da demonstração de resultados .....	44
Tabela XIII: Análise vertical da demonstração de fluxos de caixa .....	44
Tabela XIV: Análise horizontal do balanço.....	45
Tabela XV: Análise horizontal da demonstração de resultados .....	46

Tabela XVI: Análise horizontal da demonstração de fluxos de caixa.....	46
Tabela XVII: Rácios de rentabilidade .....	47
Tabela XVIII: Comparação com o setor .....	48

## **Índice de gráficos**

Gráfico 1: Rentabilidade das vendas.....	22
Gráfico 2: Rentabilidade do ativo.....	23
Gráfico 3: Rentabilidade do capital próprio .....	25
Gráfico 4: Comparação com o setor - Liquidez .....	29
Gráfico 5: Comparação com o setor - Estrutura Financeira .....	30
Gráfico 6: Comparação com o setor - ROA e RCP .....	30
Gráfico 7: Comparação como setor - rentabilidade.....	30
Gráfico 8: Comparação com o setor - PMI e PMR .....	31
Gráfico 9: Comparação com o setor - PMP .....	31
Gráfico 10: Comparação com o setor - Rotação do ativo .....	31
Gráfico 11: Comparação com o setor - Fundo Maneio.....	32



## Lista abreviaturas

DFC - Demonstração de fluxos de caixa

DR - Demonstração de resultados

EUA- Estados Unidos da América

Fed - *Federal Reserve Bank*

FM - Fundo maneio

IPC - Índice de preços do consumidor

NFM - Necessidades de fundo maneio

PIB - Produto Interno Bruto

PMI - Prazo médio de inventários

PMP - Prazo médio de pagamentos

PMR – Prazo médio de recebimentos

RCP - Rendibilidade do capital próprio

ROA - Rendibilidade operacional do ativo

TL- Tesouraria líquida

# 1. Introdução

A crise financeira deu origem a efeitos macroeconómicos que se fizeram sentir de forma mais forte no ano de 2009 em Portugal. O produto interno bruto (PIB) português acompanhou a queda do PIB dos Estados Unidos da América (EUA) e da Zona Euro nesse ano, tendo a taxa de desemprego agravado a partir daí. Assim, a crise pode ter afetado o desempenho financeiro das empresas, nomeadamente devido à diminuição do poder de compra por parte dos consumidores. Os possíveis impactos da crise no desempenho financeiro das empresas é um importante fator de decisão no que toca à decisão dos investidores em investir em determinada empresa. Torna-se cada vez mais importante para os investidores a realização de análises financeiras das empresa, de modo a verificar a atratividade dos diferentes negócios, embora toda a informação financeira seja importante para todos os utentes financeiros.

O objetivo deste trabalho é efetuar a análise financeira de uma empresa portuguesa, e estudar o impacto da crise quer na posição financeira quer no desempenho da mesma. Além disso, é realizada uma comparação com o setor, estudando igualmente o impacto da crise no desempenho deste.

Sendo o sector da distribuição um setor com inúmeras oportunidades de expansão, onde se registou um aumento do investimento nos mercados internacionais através de estratégias diferenciadas de entrada no mercado como *franchising*, licenciamento ou *joint-ventures*, optou-se por realizar o estudo de uma empresa inserida no mesmo.

Tendo em conta que existem estudos relativos ao impacto da crise neste setor,

torna-se interessante verificar se as conclusões são coerentes, dado o elevado grau de concentração no setor. Ou seja, uma vez que as cinco principais empresas representavam em 2012 uma quota de mercado de 73%, o impacto da crise numa das maiores empresas do setor, provocaria um impacto no desempenho do mesmo.

As grandes empresas do setor são a Sonae e Jerónimo Martins, que para além de representarem duas grandes fortunas, são ainda duas das maiores companhias nacionais. A escolha recaiu sobre o grupo Jerónimo Martins, detentora da insígnia Pingo Doce, já que esta lidera na Distribuição Alimentar e na Indústria em Portugal, operando ainda na área de Serviços, num mercado com cerca de 10 milhões de consumidores.

Os resultados apontam para um bom desempenho do Grupo, destacando-se em relação ao setor, assim como para uma boa resposta à crise, com processos de reestruturação que passaram, por exemplo, pela aposta na atividade retalhista da marca Pingo Doce, mantendo sempre taxas de crescimentos das vendas positivas, embora estas tenham sofrido reduções em 2009.

A análise dos rácios financeiros permite verificar que este tem uma estrutura financeira estável. Ainda que os valores de liquidez possam indicar alguma pressão na tesouraria, o Grupo gera fluxos de caixa positivos, e apresenta um ciclo de caixa bastante favorável. O Grupo encontra-se em equilíbrio financeiro e apesar da crise, tem melhorado as suas rendibilidades líquidas. O Grupo destaca-se apesar de tudo em relação ao setor, quer a nível de rendibilidade do ativo e do capital próprio que são mais atrativas do que a média obtida no sector, quer apresentando uma maior autonomia financeira.

A nível estatístico, foi encontrada evidência estatística que alguns rácios sofrem uma deterioração nos anos da crise, como seja na rentabilidade líquida das vendas, fundo maneio (FM), necessidades de fundo maneio (NFM), liquidez geral, liquidez reduzida, *cash return on assets* e *cash return on equity*. Nos restantes rácios, a análise não permite rejeitar a igualdade de médias.

Assim, verifica-se que o Grupo foi mais afetado no que toca à liquidez, sendo que esta está implícita nos valores de FM e NFM, que atingem valores cada vez mais negativos.

Já no setor, a tendência é a mesma com exceção nos rácios de liquidez reduzida e rentabilidade operacional do ativo (ROA), sendo que neste segundo, existe um melhor desempenho por parte do Grupo.

A estrutura do trabalho está dividida em dois blocos centrais. Depois da apresentação do setor e do Grupo Jerónimo Martins, o primeiro bloco vai centrar-se no enquadramento da literatura quanto à realização de outros estudos do género, assim como um breve enquadramento da origem e das consequências da crise económica. O segundo bloco vai incidir na análise financeira do Grupo, que inclui a análise dos diferentes rácios e a sua comparação com o desempenho do setor da distribuição terminando com a análise do impacto da crise financeira no desempenho do Grupo e do setor.

## **2. Setor e empresa**

### *2.1 Setor*

O setor da distribuição caracteriza-se como sendo o setor da atividade económica que compreende um conjunto de entidades (supermercados, mercearias, lojas de roupa, entre outros) que asseguram a função de intermediação entre produtores e consumidores, ou seja, através de várias transações comerciais e operações logísticas colocam produtos ou prestam serviços acrescentando-lhes valor, nas condições de tempo, lugar e modo mais convenientes para satisfazer as necessidades dos clientes (*website* da APED).

O grau de concentração neste setor é particularmente elevado em Portugal, onde as cinco principais empresas representavam em 2012 uma quota de mercado de 73% (Aveiro, 2013).

Em 2013, as oportunidades de crescimento dentro do setor da Distribuição Alimentar foram impulsionadas pelo aumento do investimento nos mercados internacionais, através de estratégias diferenciadas de entrada no mercado como, *franchising*, licenciamento ou *joint-ventures*, numa tentativa de compensar o crescimento lento ou a estagnação dos mercados domésticos do setor (Relatório e Contas, 2013).

Registou-se ainda uma penetração crescente das lojas de proximidade, em detrimento do negócio gerado pelos hipermercados (Relatório e Contas, 2013).

Félix (2012) efetuou um estudo que permite concluir que o setor do comércio por grosso e retalho alimentar não foi afetado no período de 2007 a 2009 (período escolhido pelo autor de modo a captar as possíveis variações devidas à crise), tendo verificado que os resultados da empresa e a estrutura de balanço permanece estável nesse mesmo período.

No entanto, a crise que se fez sentir, com consequências óbvias nos mercados de produtos de grande consumo veio exigir das empresas, estratégias de ajustamento à conjuntura e às alterações de comportamento dos consumidores, obrigando a esforços redobrados para manter os seus níveis de operação, de eficiência e de contínua transferência de valor para os consumidores (relatório de atividades da APED, 2012).

Este cenário teve um impacto negativo sobre o mercado de retalho alimentar, especialmente no segmento de hipermercados onde se registaram diminuições nas suas receitas. Isto deve-se ao facto dos consumidores adoptarem uma atitude mais cautelosa, intensificando a procura de preços mais baixos, mantendo os seus produtos favoritos, mas evitando efetuar compras por impulso.

As tendências do setor passam pelo aumento da concentração, estratégia de diversificação em países emergentes e o crescimento das marcas próprias. Além disso, é notável o crescimento do comércio moderno<sup>1</sup> em detrimento do comércio tradicional<sup>2</sup>. Em Portugal, o comércio moderno é representado pela Associação Portuguesa de Empresas de Distribuição (APED), uma associação patronal, de âmbito nacional, que engloba as empresas que desenvolvem uma atividade retalhista alimentar e/ou não alimentar, de venda de produtos de

---

<sup>1</sup>É o que inclui os chamados centros comerciais, ou, «Conjunto comercial»: empreendimento planeado e integrado, composto por um ou mais edifícios nos quais se encontra instalado um conjunto diversificado de estabelecimentos de comércio a retalho e ou de prestação de serviços, quer sejam ou não propriedade ou explorados pela mesma entidade. Decreto-lei 21/2009 de 19 de Março.

<sup>2</sup>Comércio que consiste nos pequenos estabelecimentos de venda a retalho, situados fora de grandes superfícies comerciais e especializados na transação de um tipo de produto particular, tipicamente propriedade de pessoas individuais (Website Instituto Camões).

grande consumo, em regime predominantemente de livre serviço.

## 2.2 *Jerónimo Martins*

Fundada em 1792, a Jerónimo Martins é um Grupo internacional com sede em Portugal, que atua no ramo alimentar, nos setores da Distribuição, da Indústria (através das suas participações na Unilever Jerónimo Martins e na *Gallo Worldwide*, onde lidera o mercado de azeites e óleos vegetais) e dos Serviços (representações de marcas de grande consumo e alguns projetos no setor da restauração).

Em Portugal, o Grupo lidera na Distribuição Alimentar e na Indústria, e opera na área de Serviços, num mercado com cerca de 10 milhões de consumidores.

A nível internacional, o Grupo está presente na Polónia através do Jerónimo Martins *Polska* (desde 1997, sendo atualmente a maior companhia do Grupo), a segunda maior empresa polaca em volume de negócios, que opera a maior cadeia de retalho alimentar no país e integra negócios na área da saúde e bem-estar. Opera neste país através das insígnias Biedronka (cadeia de lojas alimentares) e *Hebe* (cadeia no sector das *drugstore*, incluindo farmácias *Apteka Na Zdrowie*). Recentemente, em Março de 2013, o Grupo expandiu-se para a Colômbia através das lojas de proximidade Ara.

Em Portugal, opera com a insígnia Pingo Doce que representa o início da atividade do Grupo no setor do retalho alimentar em 1980 e que é a segunda maior companhia do Grupo em termos de volume de negócios. Opera ainda com o Recheio (líder de mercado em Supermercados e *Cash & Carries*). Opera na área da Restauração e *Take Away* Refeições no Sítio do Costume no Pingo Doce, postos de

abastecimento de combustível, lojas Bem-Estar e ainda através das insígnias *New Code* (vestuário para adulto e crianças) e *Spot* (sapatos e acessórios).

O organigrama do Grupo por segmentos está representado na Figura 1.

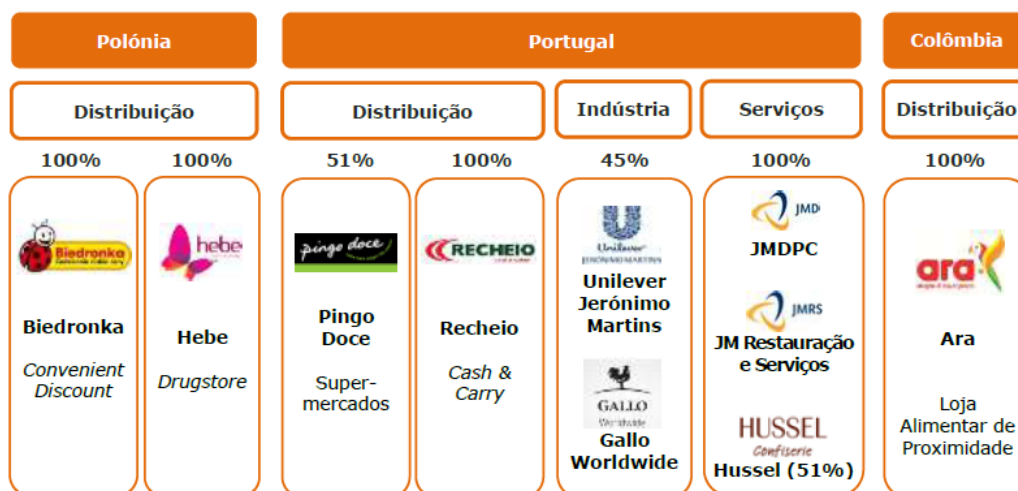


Figura 1: Organigrama do Grupo Jerónimo Martins

: A Jerónimo Martins conta com cerca de 76810 colaboradores, 3172 lojas e vendas de 11.829 milhões de euros em 2013.

Os valores do Grupo são o trabalho, a disciplina, o rigor e a competência pelo que se encontra no Grupo um ambiente propício ao reforço e desenvolvimento dos mesmos. A missão do Grupo Jerónimo Martins é satisfazer os legítimos interesses dos Acionistas através de uma estratégia centrada na criação de valor e no desenvolvimento sustentável (*website* Jerónimo Martins).

O Grupo enfrentou algumas dificuldades no período de 2000-2004, já que a concorrência aumentava no setor da distribuição alimentar, provocando uma diminuição das vendas, que se refletiram em resultados negativos. Assim, o Grupo teve necessidade de aplicar um plano de reestruturação financeira que passava por afastar-se dos negócios fora da sua atividade principal. Foram alienadas diversas



participações, nomeadamente na cadeia *Lillywhites* no Reino Unido, nos supermercados Sé no Brasil, nos hipermercados Jumbo e no grossista *Eurocash* na Polónia (Ferreira, et al., 2011).

Nesse período, os supermercados Pingo Doce eram reconhecidos como um supermercado caro, aumentando a necessidade de aposta na marca própria, aliando a qualidade aos preços competitivos e estáveis. Os resultados obtidos foram extremamente favoráveis, já que em 2006 as vendas desta marca aumentaram 38% em relação a 2005 (Relatório e Contas, 2006).

Esta aposta permitiu ao Pingo Doce a obtenção de um importante fator de diferenciação.

Como tal, a Jerónimo Martins apostou na reestruturação da marca Pingo Doce, concentrando a maioria da atividade retalhista nesta marca, transformando os supermercados Feira Nova em Pingo Doce (2008- 2009) e adquirindo ainda a cadeia de supermercados Plus (2009) para atuarem também sob a insígnia Pingo Doce (Relatório e Contas, 2009). A reestruturação passou ainda pela alteração do logotipo, novas campanhas, novo *slogan* (“Sabe bem pagar tão pouco”). Começou a distinguir-se então pela qualidade, produtos frescos e preços baixos (Ferreira, et al., 2011).

Os resultados positivos começam então a surgir, e a marca Pingo Doce a ganhar fidelização dos clientes, de tal maneira que o consumo desta marca aumentou 17% face a 2010 (Relatório e Contas, 2013). Os consumidores valorizam a relação custo/benefício como o principal fator na decisão de compra.

Em 2014, a Jerónimo Martins informa na divulgação de resultados que “Num ano difícil e cheio de desafios para o sector do retalho, devido a níveis de deflação

alimentar sem precedentes, conseguimos fortalecer ainda mais a competitividade das nossas principais áreas de negócio” (divulgação de resultados, 2014 - página 1).

## 3. Revisão Literatura

### 3.1 Estudos empíricos

As análises económicas e financeiras são extremamente importantes, sobretudo em situações de crise. Estas permitem determinar se a empresa dispõe dos meios financeiros adequados às suas necessidades operacionais, ou se pelo menos, pode dispor deles sem criar relações de dependência perante terceiros (equilíbrio financeiro). Além disso, permite verificar a capacidade da empresa gerar valor de modo a garantir a sua sobrevivência e satisfazer todos os *stakeholders* (rendibilidade) (Monteiro & Almeida, 2011).

Para isso, deve proceder-se à recolha de toda a informação possível acerca da empresa e da sua envolvente, identificando os aspetos que a afetam ou tenham afetado, e ainda, os que possam afetar no futuro.

Jorge (2010) abordou a avaliação de uma empresa ou negócio inseridos na indústria hoteleira tendo como base a análise de rácios, dando a conhecer o conjunto dos mesmos que demonstrem e avaliem de forma eficaz, eficiente e objetiva o desempenho global de uma empresa que atue nessa indústria. No entanto, a existência de limitações relativamente aos rácios, nomeadamente o facto de serem indicadores quantitativos, não explicando por si só as incorreções identificadas, implica que estes sejam inseridos no contexto económico e social da empresa. Assim, o autor

procedeu à introdução de indicadores relativos à informação não financeira, permitindo aumentar a eficácia e eficiência do modelo. Nesta indústria, verifica-se ainda que a ferramenta mais utilizada para aferir o desempenho de uma empresa é a *Data Envelopment Analysis*. Esta é uma análise envoltória de dados, que é uma técnica de pesquisa operacional, que tem como base a programação linear, e cujo objetivo é analisar comparativamente unidades independentes (empresas, departamentos, etc) no que se refere ao seu desempenho operacional.

Esta ferramenta é utilizada também por Mathur (2010) para quantificar a eficiência técnica do sector de Tecnologias da Informação e Comunicação em 45 países (2002-03) e em 52 países (2006-07), concluindo que em 2002-03 os países mais eficientes eram a Coreia do Sul e a Argentina, e em 2006-07 os mais eficientes eram Bahrain, Brasil e Suécia.

Augusto (2011) procedeu à análise financeira de uma empresa não cotada do sector da construção sediada em Portugal, de 2005 a 2010, avaliando também o impacto da crise. Concluiu que em relação à solidez, houve um aumento dos gastos financeiros bem como das dificuldades de cobrança, e consequentemente, debilidades por via do elevado endividamento. A nível do desempenho económico, a empresa apresentou dificuldades em dinamizar o setor das vendas, dada a recessão no investimento da construção e obras públicas, tendo como consequência o aumento dos gastos operacionais e a ineficiência em termos de produtividade, afetando a rentabilidade e a sustentabilidade futura da empresa.

Ahmed (2012) apresenta o resultado analítico da análise financeira da *Square Pharmaceuticals Limited*, empresa líder do setor farmacêutico em Bangladesh,

comparando-o com o setor. Para isso, baseou-se no cálculo e análise de 11 rácios (liquidez corrente, liquidez imediata, rotação de inventários, prazo médio de recebimentos, endividamento, cobertura de encargos financeiros, rendibilidade líquida das vendas, rendibilidade do ativo, *earning per share*, *price earnings ratio* e *book value ratio*) calculados com base nas informações recolhidas nos relatórios anuais das respetivas empresas e dos respetivos *websites* e da análise de ações por parte de corretores. Concluiu que, excepto na liquidez, a empresa tem um desempenho melhor que o setor.

Santos (2012) incidiu sobre o setor da construção e imobiliário, analisando o impacto em ambas as áreas de negócio. Com a análise de um conjunto de variáveis e indicadores económicos e financeiros no período de 2001-2009, avalia quer o impacto da crise quer se as repercussões da mesma foram sentidas de igual modo e no mesmo período temporal em ambos os setores, pelo que concluiu que o impacto é maior no setor da construção, havendo por sua vez um cenário menos gravoso e sinais de retorno no setor imobiliário.

Existem ainda estudos como o de Edmister (1972), que testa a utilidade da análise financeira para prever o futuro das pequenas empresas. Este baseia-se no trabalho realizado por Beaver (1966), Altman (1968) e Blum (1969).

Beaver (1966) analisou empresas de tamanho médio e de grande porte, ignorando as pequenas empresas devido à dificuldade de obtenção de dados. Altman (1968) tentou avaliar a qualidade da análise de rácios como dispositivo analítico na previsão de falências de empresas. Blum (1969) elaborou um modelo de previsão com

base em dados contabilísticos e de mercado financeiro. Todos analisam a probabilidade de fracasso, confirmando a utilidade dos rácios para prevenir o mesmo.

### 3.2 A crise económica e financeira

É importante recolher informações sobre a conjuntura nacional e internacional em relação a fatores que influenciam o desempenho da empresa (Bastardo & Gomes, 1996).

A recente crise começou nos EUA, no ano de 2007 com o resgate ao banco Bear Stearns que entrou em colapso devido à sua exposição ao investimento de títulos de hipoteca *subprime*, tendo o Federal Reserve Bank (Fed) convencido a JP Morgan Chase a adquirir o mesmo. Outro marco importante foi a crise do banco de investimentos Lehman Brothers, sendo que um dia depois o Fed socorreu o American International Group (uma das maiores companhias de seguro do mundo). Segundo Poole (2010), a culpa terá sido do sector privado, pelo que o governo não era culpado por inteiro, ainda que um interveniente importante. A resposta à crise foi feita quer através de políticas monetárias quer de políticas fiscais, ainda que as autoridades tenham demorado a perceber que o problema não era apenas falta de liquidez, motivo da ocorrência das várias crises ao longo da história (Yu, et al., 2009).

A crise alastrou-se à Europa e depois aos países emergentes, especialmente aqueles que são altamente endividados com os países desenvolvidos, pelo que houve necessidade de resgate nalguns países por parte do Banco Central Europeu e do Fundo Monetário Internacional (Bordo, 2008).

Esta crise resulta de desequilíbrios macroeconómicos, falhas de regulação e

coordenação, e política insuficiente (Aiginger, 2009).

Apesar do impacto da crise de 2007-2009, Aiginger (2009) afirma que o declínio da produção ao longo de toda a economia foi pior na Grande Depressão de 1929, sendo este o maior declínio anual de mercado de acções desde essa altura.

Em Portugal, a crise não tardou a fazer-se sentir nos vários indicadores económicos. O PIB português acompanhou a queda do PIB dos EUA e da Zona Euro, sendo 2009 claramente o pior ano. Ainda que em 2010 as taxas voltassem a ser positivas, e ao contrário do que aconteceu com os EUA, a situação volta a reverter-se entre 2011-2013 em Portugal, acompanhando a tendência da zona euro (Figura 2).

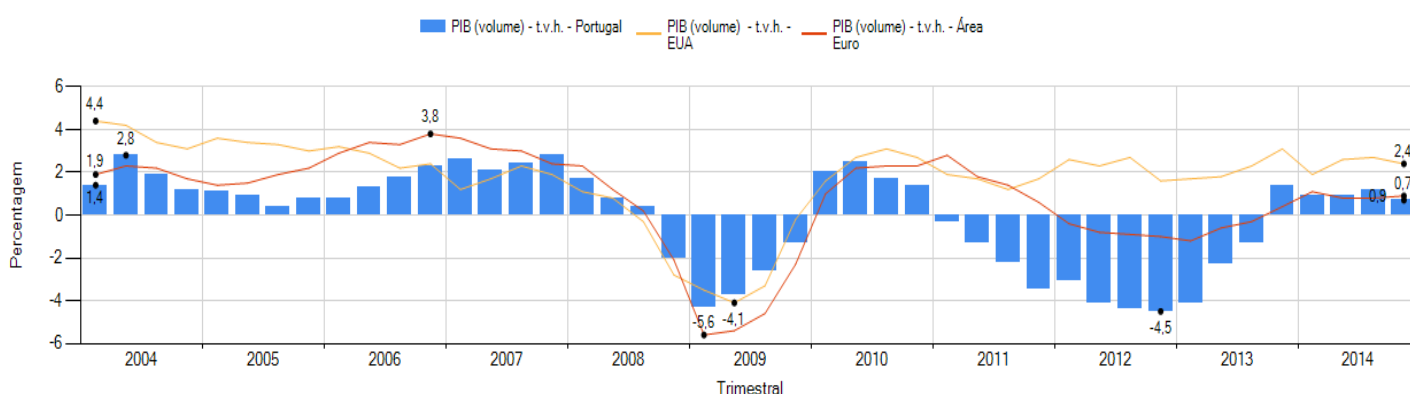


Figura 2: PIB (volume) – t.v.h – Portugal, EUA e Área Euro  
Fonte: Banco de Portugal

Também a taxa de desemprego se agravou a partir de 2009, piorando até 2013 onde atingiu o valor mais elevado: 16% (Figura 3).

O mesmo se verifica com o Índice de Preços do Consumidor (IPC) que sofreu uma queda significativa no ano 2009, e mais tarde de 2011 a 2014 (Figura 4).

Conclui-se facilmente que o ano mais afectado pela crise é o de 2009, pelo que vai se ter como base este ano para a análise do impacto da crise. 2013 não foi um ano particularmente bom, apresentando taxas de variação negativas em relação ao PIB, a

taxa de desemprego mais elevada dentro do período em análise, e uma quebra significativa em relação ao IPC.

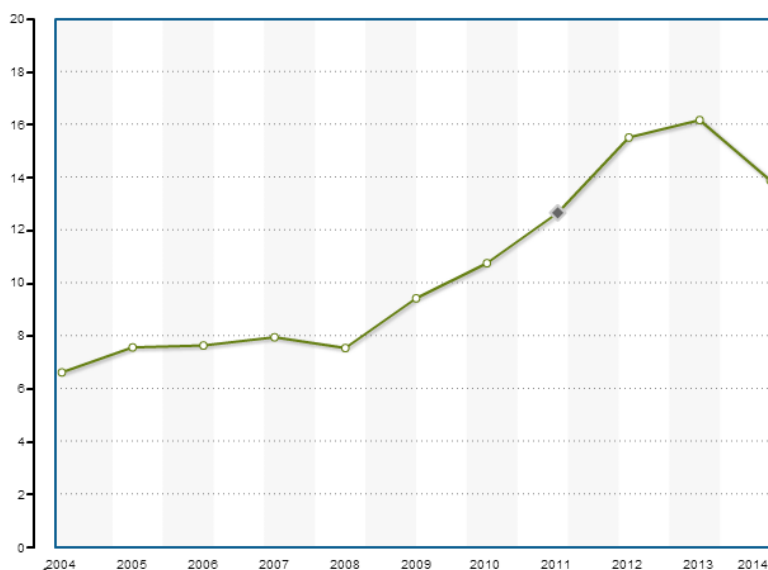


Figura 3: Taxa de desemprego total (%)  
Fonte: Pordata

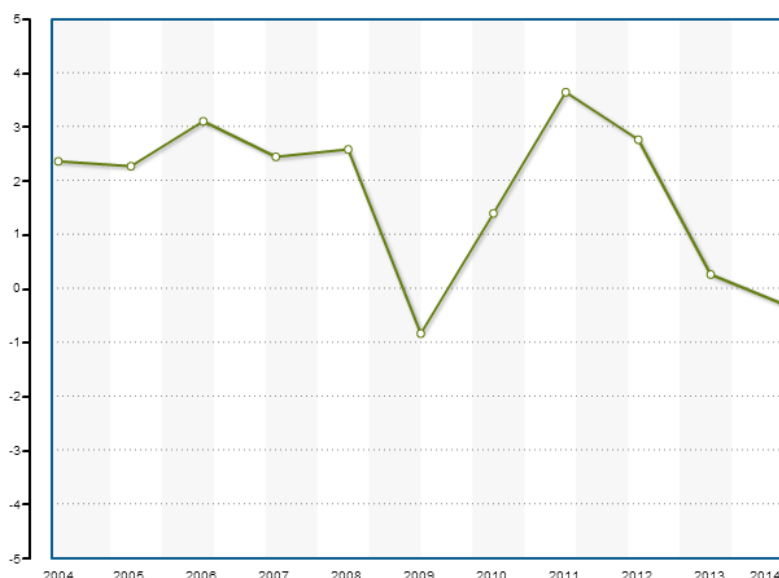


Figura 4: Taxa de Inflação (taxa de variação – Índice de Preços do Consumidor)  
Fontes de Dados: INE - Índice de Preços no Consumidor (IPC)  
Fonte: PORDATA

## 4. Metodologia

Procedeu-se à análise financeira do Grupo Jerónimo Martins durante o período

2004-2013, período longo o suficiente para uma boa análise do desempenho e evolução do mesmo.

A análise financeira foi realizada através da análise de rácios financeiros, e análise vertical e horizontal das demonstrações financeiras. As fórmulas utilizadas estão apresentadas num formulário (Anexo 1). Para efeito do cálculo dos rácios, utilizaram-se sempre valores médios nas rubricas referentes ao balanço, para que os valores não fossem afetados por valores acidentais à data do balanço.

A obtenção de dados foi feita exclusivamente através da leitura e análise dos relatórios anuais, uma vez que representa a realidade do que era pretendido analisar e permite assim, a aplicação dos conceitos teóricos. Como tal, estão presentes nos Anexos 2, 3 e 4 as várias demonstrações financeiras: Balanço, Demonstração de resultados (DR) por funções, Demonstração de fluxos de caixa (DFC), respetivamente.

Note-se que em 2010 e 2012, os valores das demonstrações financeiras são reexpressos resultantes de alterações de políticas contabilísticas. Em 2011 os valores deveriam ser igualmente reexpressos, mas devido à falta de informação relativo à DFC reexpressa, os valores apresentados neste estudo são os valores sem alterações.

A análise subdivide-se em várias componentes: análise de rácios financeiros (solvabilidade, estrutura financeira, rendibilidade, liquidez, atividade, equilíbrio financeiro, análise do risco) justificando a sua evolução com a análise vertical e horizontal das demonstrações financeiras (Anexos 5 a 10), e ainda a sua comparação com os dados do setor.

O cálculo dos rácios tem como base Neves (2012) que é uma referência para este tipo de análises.



Por fim, analisou-se o impacto da crise no Grupo e no setor, definindo-se 2009 como o ano em que a crise teve maior impacto em Portugal. Assim, realizou-se a diferença de médias dos rácios calculados antes (2005-2008) e depois desse ano (2010-2013), e verificou-se se essa diferença é estatisticamente significativa. Uma vez que a amostra é pequena ( $n < 30$ ), torna-se necessário verificar o pressuposto da normalidade através dos testes *Kolmogorov-Smimov* e *Shapiro-Wilk* já que não é aplicável o Teorema do Limite Central. Verificados os pressupostos necessários, procedeu-se à realização do teste *t* para duas amostras independentes, sendo necessário escolher o teste adequado relativamente à igualdade ou não das variâncias (teste de *Levene*). No entanto na ausência do pressuposto da normalidade, aplica-se o *Teste de Mann-Whitney* como alternativa ao teste *t*. O nível de significância foi definido como  $\alpha=0,05$ .

## 5. Análise de resultados

### 5.1 Análise financeira

#### 5.1.1 Solvabilidade e estrutura financeira

A Tabela I apresenta a evolução dos principais rácios usados na análise de solvabilidade.

Tabela I: Rácios de Solvabilidade e estrutura financeira

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Endividamento	73,09%	71,11%	71,54%	73,80%	73,56%	72,47%	70,45%	68,40%	68,08%
Estrutura do Endividamento	63,23%	61,46%	63,65%	66,67%	67,75%	70,19%	77,22%	78,17%	79,70%
Solvabilidade	36,83%	40,62%	39,79%	35,49%	35,95%	37,98%	41,95%	46,19%	46,89%
Debt-to-Equity	1,176	0,943	0,886	1,025	0,966	0,789	0,624	0,485	0,435

Fonte: Elaboração própria

O endividamento da Jerónimo Martins é mais elevado em 2008, onde 73,8% do financiamento é alheio, já que este registou a mais alta taxa de crescimento (23,5%). Verifica-se através da DFC que é neste ano que se regista um recebimento relativo a financiamento maior no valor de 346.566.000€. Em contrapartida, no ano de 2012 e 2013, realizaram-se elevados pagamentos neste âmbito, (669.050.000€ e 421.947.000€) tornando 2013 o ano em que o endividamento é mais baixo no período em análise (68,08%).

O Grupo obtém financiamento através de empréstimos bancários (empréstimos quer em euros, zloty polonês ou peso colombiano, e papel comercial), empréstimos obrigacionistas que representam a maioria dos financiamentos do Grupo, e alguma percentagem de financiamento correspondente a locações financeiras. No âmbito da emissão de dívida de médio e longo prazo, o Grupo tem contratado alguns *covenants* usuais neste tipo de financiamentos. Em alguns casos, o não cumprimento destes rácios pode implicar o vencimento antecipado da dívida associada. Em 2013, o Grupo cumpria com todos os *covenants* assumidos na dívida que tinha emitida.

De destacar ainda que a dívida financeira do Grupo reduziu em 2009, ano em que a crise mais afetou o país.

Assim, o Grupo tem aumentado a sua autonomia financeira, já que o passivo tem apresentado taxas de crescimento cada vez mais baixas, passando a ser cada vez menos relevante face ao ativo do Grupo.

O capital alheio do grupo é composto maioritariamente por passivo corrente, que chega a representar quase 80% do passivo em 2013, essencialmente devido à rubrica de credores, acréscimos e diferimentos que tem grande relevância. Assim, o

grupo pode estar sujeito a alguma pressão de tesouraria, já que grande parte da dívida se vence no curto prazo. Ainda assim, a capacidade de solver as suas dívidas tem aumentado, desde 2008 e 2009, em que registou os valores mais baixos (35,49% e 35,95% respetivamente).

Através do rácio *Debt-to-Equity*, verifica-se que o passivo financeiro, excetuando em 2005, é sempre inferior ao capital próprio, acabando em 2013 a representar 43,5% deste.

### 5.1.2 Liquidez

A Tabela II apresenta a evolução dos rácios de liquidez geral, reduzida e imediata.

**Tabela II: Rácios de Liquidez**

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Liquidez Geral	0,517	0,558	0,524	0,469	0,424	0,413	0,436	0,460	0,443
Liquidez Reduzida	0,306	0,330	0,308	0,263	0,232	0,240	0,275	0,286	0,247
Liquidez Imediata	0,176	0,179	0,171	0,147	0,120	0,130	0,177	0,183	0,139

Fonte: Elaboração própria

No caso da Jerónimo Martins, a liquidez geral é inferior a 1, sendo 2006 o ano em que este é mais elevado (0,558) e 2010 o ano em que é mais baixo (0,413). Volta a recuperar, uma vez que o ativo corrente cresce mais rápido que o passivo corrente. Assim, o grupo pode ter problemas de tesouraria, já que se o Grupo pretendesse pagar as suas dívidas a curto prazo, não possuía ativos que poderia transformar em dinheiro no mesmo período de tempo. No entanto, assume-se a continuidade do Grupo, e facilmente se verifica nas demonstrações financeiras que o Grupo gera dinheiro na sua atividade operacional, pelo que conseguirá ir saldando as suas dívidas.

Se se pressupor que os inventários não poderão ser transformados de imediato em dinheiro, ou que a ser, essa conversão estará abaixo do custo a que estão

valorizados em balanço, obtemos a liquidez reduzida, com valores entre 0,232 em 2009 e 0.33 em 2006. E se incluirmos apenas os meios financeiros líquidos, obtemos o rácio que nos indica a cobertura dos passivos correntes por ativos de liquidez imediata, concluindo-se que os ativos com liquidez imediata servem no melhor dos cenários para pagar apenas 18,3% das dívidas de curto prazo (2012). É importante ter um nível mínimo de caixa e seus equivalentes para assegurar liquidez para os pagamentos mais imediatos. No entanto, não é indicado que o valor de caixa seja muito elevado, uma vez que poderia significar que o Grupo não estaria a aproveitar oportunidades de investimento.

### 5.1.3 Equilíbrio Financeiro

A Tabela III apresenta a evolução da tesouraria líquida do Grupo numa perspetiva funcional.

Tabela III: Equilíbrio Financeiro

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Fundo Maneio	-514.056	-480.937	-621.156	-895.469	-1.084.434	-1.192.441	-1.324.765	-1.335.341	-1.492.485
Recursos cíclicos	859.568	991.149	1.201.308	1.473.597	1.663.445	1.853.189	2.057.362	2.238.258	2.451.557
Necessidades cíclicas	362.988	412.035	461.250	542.004	570.380	573.556	608.401	685.841	812.041
Necessidades Fundo Maneio	-496.580	-579.114	-740.058	-931.593	-1.093.065	-1.279.633	-1.448.961	-1.552.418	-1.639.517
Tesouraria Ativa	187.312	194.687	222.506	248.708	226.593	264.472	417.041	452.614	373.372
Tesouraria Passiva	204.788	96.510	103.604	212.584	217.962	177.280	292.845	235.537	226.340
Tesouraria Líquida	-17.476	98.177	118.902	36.125	8.631	87.192	124.196	217.077	147.032

Fonte: Elaboração própria

O Grupo apresenta em todos os anos valores negativos de FM, o que significa que tem dívidas a saldar no curto prazo, que financiam ativos de curto prazo e ainda ativos que só poderão gerar benefícios ao Grupo no médio e longo prazo. O ano de 2013 é claramente onde este valor se encontra mais negativo (-1.493.485 milhares de euros). Nota-se uma evolução notável desde o início do período já que o FM atinge em 2013 aproximadamente o triplo dos valores que apresentava em 2005, verificando-se

o mesmo relativo às NFM. Isto, devido a um crescimento maior no passivo corrente em relação ao ativo corrente, e dos recursos cíclicos em relação às necessidades cíclicas.

A Jerónimo Martins apresenta valores cada vez mais negativos de NFM, apresentando portanto excedentes financeiros do ciclo de exploração. No entanto, tendo em conta o sector onde o grupo atua, onde o prazo de recebimentos é claramente inferior ao de pagamentos, e onde o ciclo de exploração é curto, é normal que este gere fundos com carácter estável.

A existência de FM e NFM negativos, e da existência de tesouraria líquida (TL) positiva, é frequente no negócio dos supermercados, com grande rotação de existências. É necessário alguma atenção com possíveis reduções de atividade, a um ponto em que esta não seja suficiente para saldar as dívidas à velocidade que estas o exigem.

A TL aumenta até 2007 sofrendo uma queda significativa nos anos 2008 e 2009, atingindo em 2009 um valor de apenas 8.631 milhares de euros, valor relativamente baixo em relação aos restantes verificados. Isto deve-se ao facto de nesse ano ter havido uma quebra no ativo corrente do Grupo (-5,9%) devido essencialmente a reduções de existências e impostos a recuperar. Esta quebra foi acompanhada por uma quebra, embora menor, do passivo corrente (-4,7%), devido à redução dos empréstimos obtidos, já que houve um maior número de pagamentos relativos a estes. Os valores de TL voltam a decrescer em 2013. Desde 2006, que os valores de TL são positivos indicando que o Grupo está em equilíbrio financeiro, sendo que em 2005 a TL era negativa e portanto o Grupo não se encontrava em equilíbrio, não apresentando portanto liquidez nem garantias de segurança.

## 5.1.4 Rácios de Atividade

A Tabela IV apresenta a evolução dos diferentes rácios de atividade do Grupo.

Tabela IV: Rácios de atividade

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Prazo médio inventários	26,925	25,635	23,786	22,644	22,178	18,185	17,121	18,875	20,611
Prazo médio pagamentos	81,80	82,50	82,00	78,19	84,30	77,07	75,14	80,13	80,27
Prazo médio recebimentos	6,47	6,14	5,23	4,14	3,97	3,20	2,87	2,27	1,61
Ciclo de caixa	-48,40	-50,72	-52,98	-51,41	-58,15	-55,68	-55,16	-58,98	-58,04
Rotação do ativo	1,66	1,77	1,87	2,01	1,94	2,18	2,28	2,31	2,40

Fonte: Elaboração própria

Houve melhorias ao nível dos inventários, já que estes demoram em 2013 apenas cerca de 20 dias a serem vendidos, quando em 2005 o prazo médio de inventários (PMI) era de 26, uma vez que as compras aumentaram o triplo nesse período em contrapartida do saldo de existências que aumentou apenas o dobro.

O prazo médio de pagamentos (PMP) é em média de 80 dias, valor que não variou muito ao longo do período, já que a evolução das compras acompanhou a evolução das dívidas aos fornecedores. Relativamente ao prazo médio de recebimentos (PMR) o Grupo tem evoluído de forma favorável, atingindo o valor de 1,61 dias em 2013.

Tendo em conta estes prazos, o ciclo de caixa é sempre negativo, já que o Grupo consegue sempre receber antes de ter de pagar aos seus fornecedores.

Assim, o Grupo tem valores de dívida a fornecedores, e vai gerindo caixa de forma quase instantânea, não tendo grandes dívidas a receber de clientes. Como tal, a liquidez é inferior a um (sendo o passivo corrente superior ao ativo corrente), mas verifica-se claramente que o Grupo gera fluxos de caixa rapidamente, conseguindo portanto ao longo do tempo liquidar as suas dívidas.

Estes prazos quando comparados com a liquidez, ajudam a perceber justificam uma liquidez inferior a um, já que o Grupo recebe num espaço de tempo muito curto.

O grau de utilização dos ativos (rotação do ativo) tem vindo a melhorar, já que o ativo tem vindo a crescer com taxas inferiores às vendas, pelo que a eficiência do Grupo tem melhorado. O ano de 2009 é a exceção, registando uma ligeira quebra.

### 5.1.5 Rendibilidade das Vendas

O Gráfico 1 apresenta os diferentes indicadores das rendibilidades das vendas da Jerónimo Martins, estando as tabelas com valores evidenciadas no anexo 11.

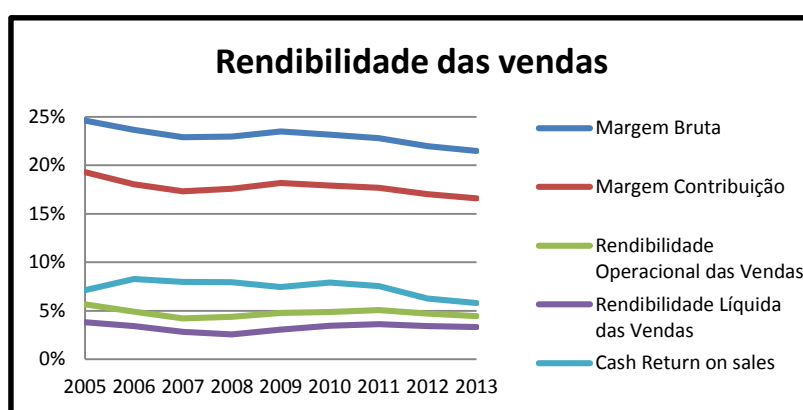


Gráfico 1: Rendibilidade das vendas

Regista-se uma diminuição nas margens bruta e de contribuição em termos absolutos essencialmente a partir de 2009, ano em que houve uma quebra na taxa de crescimento das vendas, que seria maior se não fosse a desvalorização do zloty polonês. Foi em 2009, que se registou o maior aumento nas percentagens das mesmas, já que os custos não cresceram na mesma proporção que as vendas. 2009 encerrou com resultados interessantes a nível da redução dos preços de custo em praticamente todas as categorias de Marca Própria, melhorando a sua eficiência, com a colaboração dos fornecedores do Grupo nesta área.

Ideal para analisar a competitividade e a rendibilidade a médio e longo prazo é a rendibilidade operacional das vendas, pois não só é afetado, pela eficiência no consumo dos custos variáveis, como também pela eficiência de gestão dos custos fixos. A rendibilidade operacional das vendas sofreu algumas oscilações na Jerónimo Martins, mas tem reduzido nos últimos anos (4,44% em 2013).

No entanto, o real contributo que se obtém do volume de negócios obtém-se no cálculo da rendibilidade líquida das vendas, que tem igualmente vindo a decrescer chegando aos 3% em 2013. Destaca-se o facto de 2009, ano em que a crise afetou mais Portugal, ter sido um dos melhores anos para o Grupo, ainda que o desempenho desta tenha reduzido nos últimos anos.

O *cash return on sales* tem vindo a decrescer, sendo de 5,79% em 2013, pelo que os fluxos de caixa operacionais tem vindo a representar cada vez menos o valor do resultado líquido.

#### 5.1.6 Rendibilidade do Ativo

O Gráfico 2 apresenta a evolução das rendibilidades do ativo do Grupo.

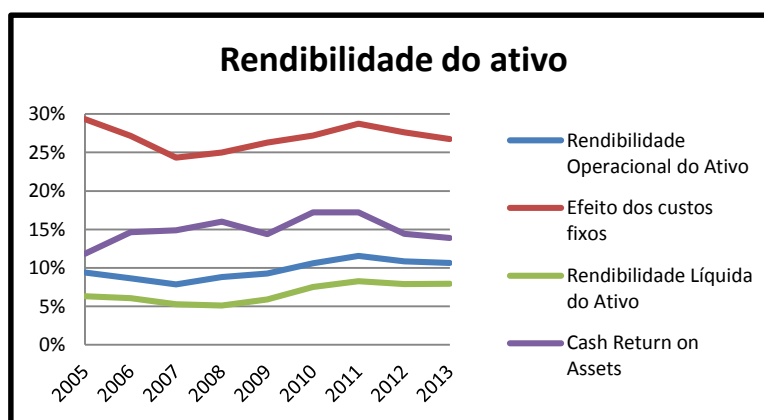


Gráfico 2: Rendibilidade do ativo

A ROA é de 10,64% em 2013, valor que vem a decrescer desde 2011 quando o



resultado operacional se mantém praticamente inalterado (2012), mas o ativo cresce essencialmente devido ao aumento de partes de capital em *joint-ventures* e associadas, existências, e impostos a recuperar, devedores, acréscimos e diferimentos.

O efeito dos custos fixos é relativamente elevado, embora tenha igualmente decrescido nos últimos dois anos (24,96% em 2013). Assim, cerca de 75% da margem de contribuição é aplicada em custos fixos. Destaca-se uma queda acentuada em 2007, devido a um aumento ligeiro dos resultados operacionais conjugado com um grande aumento dos custos fixos nomeadamente de custos com o pessoal e rendas.

Os custos fixos têm um peso bastante elevado pois, sendo um grupo muito grande, acarreta elevados gastos com pessoal. Além disso, possui várias cadeias de supermercados que implicam rendas e investimentos em equipamentos que dão origem a depreciações. Além disso, o Grupo aposta muito em publicidade e campanhas para dinamizar as suas cadeias e atrair um maior número de clientes.

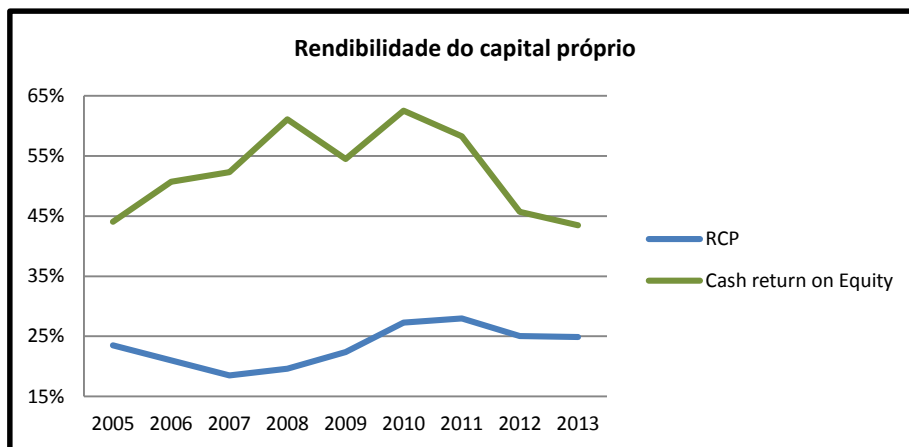
No último ano, por cada euro investido no ativo, o Grupo obtinha um retorno líquido de 7,95%. Este valor apenas foi ultrapassado em 2011 onde atingiu 8,27%, sendo o ano com desempenho mais fraco 2008 (5,14%).

O Grupo consegue originar um fluxo de caixa operacional em 2013, de quase 14% do valor do seu ativo. Destaca-se uma quebra em 2009, fruto duma quebra no *cash flow* operacional já que, ainda que tenha recebido mais dos clientes, efetuou pagamentos numa maior proporção.

#### 5.1.7 Rendibilidade do Capital Próprio

O Gráfico 3 apresenta a evolução da rendibilidade do capital próprio (RCP) e do

*cash return on equity.*



**Gráfico 3: Rendibilidade do capital próprio**

A RCP fornece informação acerca da rentabilidade que um investidor obteria se investisse no Grupo. No caso do Grupo, sofreu uma queda em 2007, aumentando depois até atingir um máximo de 27,99% em 2011. Nos últimos anos voltou a decrescer pelo que em 2013 o RCP do grupo era de 24,91%. Tal deve-se a um crescimento do resultado líquido (6%) que não acompanha o crescimento do capital próprio (9,8%) devido ao aumento dos resultados retidos.

O *cash return on equity* também atinge valores elevados, sendo que os fluxos de caixa operacionais representam mais de mais de 40% do capital próprio, chegando até a representar mais de 60%. A queda acentuada de 2009 deve-se à redução do fluxo de caixa operacional nesse ano, causado pelo aumento do pagamento a fornecedores.

#### 5.1.7.1 Decomposição da rentabilidade do capital próprio

De modo a perceber quais os fatores que mais influenciaram a evolução da RCP, procede-se à decomposição da mesma. O *Basic DuPont Model*, evidenciado na Tabela V permite avaliar as diferentes áreas do negócio: operacional, financeiro e fiscal.

Tabela V: Decomposição RCP pelo *Basic DuPont Model*

<i>Basic DuPont Model</i>	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Impacto Fiscal	0,851	0,797	0,804	0,792	0,801	0,791	0,763	0,759	0,780
Impacto Financeiro	0,791	0,877	0,834	0,733	0,797	0,894	0,937	0,961	0,959
Rendibilidade Operacional do negócio	5,66%	4,90%	4,21%	4,39%	4,78%	4,87%	5,08%	4,70%	4,44%
<b>Rendibilidade das Vendas</b>	<b>3,81%</b>	<b>3,42%</b>	<b>2,82%</b>	<b>2,55%</b>	<b>3,05%</b>	<b>3,45%</b>	<b>3,63%</b>	<b>3,43%</b>	<b>3,32%</b>
<b>Rotação do Ativo</b>	<b>1,662</b>	<b>1,771</b>	<b>1,867</b>	<b>2,012</b>	<b>1,938</b>	<b>2,177</b>	<b>2,277</b>	<b>2,309</b>	<b>2,397</b>
<b>Rendibilidade do Ativo</b>	<b>6,33%</b>	<b>6,06%</b>	<b>5,27%</b>	<b>5,14%</b>	<b>5,91%</b>	<b>7,51%</b>	<b>8,27%</b>	<b>7,92%</b>	<b>7,95%</b>
<b>Estrutura Financeira</b>	<b>3,715</b>	<b>3,462</b>	<b>3,513</b>	<b>3,817</b>	<b>3,782</b>	<b>3,633</b>	<b>3,384</b>	<b>3,165</b>	<b>3,132</b>
<b>RCP</b>	<b>23,51%</b>	<b>20,99%</b>	<b>18,50%</b>	<b>19,60%</b>	<b>22,36%</b>	<b>27,28%</b>	<b>27,99%</b>	<b>25,06%</b>	<b>24,91%</b>

Fonte: Elaboração própria

Legenda:

$$\frac{\text{Resultado líquido}}{\text{Capital próprio}} = \frac{\text{Resultado líquido}}{\text{Ativo}} \times \frac{\text{Ativo}}{\text{Capital próprio}} \quad (\text{Rendibilidade líquida do ativo} \times \text{estrutura financeira})$$

$$\frac{\text{Resultado líquido}}{\text{Vendas}} \times \frac{\text{Vendas}}{\text{Ativo}} \quad (\text{Rendibilidade líquida das vendas} \times \text{rotação do ativo})$$

$$\frac{\text{Resultado líquido}}{\text{Resultado antes de imposto}} \times \frac{\text{Resultado antes de imposto}}{\text{Resultado operacional}} \times \frac{\text{Resultado operacional}}{\text{Vendas}}$$

(efeito fiscal)                      (efeito financeiro)                      (Rendibilidade Operacional do negócio)

Os valores de estrutura financeira são relativamente elevados pelo que o ativo do Grupo é mais de 3 vezes superior que o capital próprio. Tratando-se de um valor elevado multiplicado pela rendibilidade do ativo, dá origem a um RCP superior. No entanto, estes valores de estrutura financeira elevados significam que o Grupo possui grandes quantidades de dívida, que acarreta custos financeiros, pelo que estes valores não são necessariamente benéficos.

A rendibilidade do ativo provém da rotação do ativo e da rendibilidade das vendas que ainda se pode decompor em vários segmentos: fiscal, financeiro, e operacional. Neste caso, as componentes fiscal e financeira são as que mais contribuem para uma rendibilidade maior das vendas. No entanto, o fator mais importante é a rendibilidade líquida das vendas, já que não adianta melhorar a estrutura financeira nem a rotação do ativo, se no final as vendas não originarem lucro positivo.

Já o *Advanced DuPont Model*, apresentado na Tabela VI, aborda outra

perspetiva.

Tabela VI: Decomposição do RCP pelo *Advanced DuPont Model*

<i>Advanced DuPont Model</i>	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>ROA</b>	9,40%	8,67%	7,86%	8,84%	9,27%	10,61%	11,58%	10,85%	10,64%
Custo da dívida	2,69%	1,49%	1,82%	3,19%	2,55%	1,55%	1,04%	0,61%	0,64%
<b>ROA - Custo da dívida</b>	6,71%	7,18%	6,03%	5,65%	6,71%	9,06%	10,54%	10,24%	9,99%
<b>Estrutura financeira</b>	2,715	2,462	2,513	2,817	2,782	2,633	2,384	2,165	2,132
<b>Efeito Fiscal</b>	0,851	0,797	0,804	0,792	0,801	0,791	0,763	0,759	0,780
<b>RCP</b>	23,51%	20,99%	18,50%	19,60%	22,36%	27,28%	27,99%	25,06%	24,91%

Fonte: Elaboração própria

**Legenda:**

$RCP = ROA + estrutura\ financeira \times (ROA - j) \times efeito\ fiscal$

Com:

$j$  (custo da dívida) = Resultado financeiro/Passivo

Efeito fiscal = Resultado líquido/ Resultado antes de imposto

Estrutura financeira = Passivo/Capital Próprio

Verifica-se que o fato do Grupo ser muito endividada é benéfico para a RCP, uma vez que o custo da dívida é mais baixo do que o ROA, pelo que o RCP é impulsionado pela existência de uma diferença entre o ROA e o custo de dívida considerável. Já a relação do passivo com o capital próprio tem um importante papel, já que o grupo apresenta um passivo muito superior, e que em junção à diferença anteriormente referida, origina um efeito de alavanca considerável.

### 5.1.8 Análise do Risco

A Tabela VII apresenta a evolução dos diferentes graus de alavanca: operacional, financeira e combinada.

Tabela VII: Análise do Risco

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Grau Alavanca Operacional	3,412	3,683	4,114	4,001	3,802	3,675	3,479	3,623	3,737
Grau Alavanca Financeira	1,265	1,140	1,199	1,363	1,254	1,118	1,067	1,040	1,043
Grau Alavanca Combinada	4,314	4,197	4,933	5,455	4,770	4,109	3,714	3,769	3,898

Fonte: Elaboração própria

O risco de negócio é a incerteza inerente às projeções do RO. Pode ter várias origens: instabilidade da procura, volatilidade do preço e dos custos, repercussão dos

custos nos preços de vendas (inflação), estrutura de custos (peso dos custos fixos).

O risco operacional da Jerónimo Martins é o risco que comparativamente com o início do período aumentou, essencialmente devido aos elevados custos fixos que o Grupo acarreta. O Grupo tem assim maior pressão para o crescimento da atividade, para evitar que haja reduções na procura, além de que a introdução de novos produtos é facilmente assimilável.

O grau de alavanca financeira permite avaliar o risco associado à utilização da dívida com determinado nível de juros e gastos similares. O maior valor de risco é atingido em 2008, situando-se nos 1,363, que reduz imediatamente no ano seguinte.

Conjugando os dois graus de alavanca anteriores, obtém-se o grau de alavanca combinado da Jerónimo Martins, que aumentou até 2008, reduzindo depois até 2011. Nos últimos dois anos tem aumentado ligeiramente.

## 5.2 Comparação com o setor

É importante, para uma melhor compreensão do desempenho do Grupo, comparar os indicadores deste com o setor. Em Portugal, as Centrais de Balanços que fornecem com maior rigor e regularidade informações setoriais são a do Banco de Portugal, Millennium BCP e empresas (Monteiro & Almeida, 2011).

Os dados obtidos para o setor de atividade económica 47111- Comércio a Retalho em Supermercados e Hipermercados, foram retirados dos quadros de setor do Banco de Portugal. Para a análise do setor foi utilizada a média agregada.

Foi então feita a comparação do desempenho do Grupo com o desempenho do setor. O anexo 12 contém as tabelas com indicação dos valores evidenciados nos

gráficos seguintes.

Quer na liquidez geral, como na reduzida, os valores do Grupo Jerónimo Martins estão abaixo dos valores do setor (Gráfico 4). Os valores do Grupo acompanham na sua maioria os comportamentos do setor, com exceção de 2008 em os valores do setor aumentam mas os do Grupo diminuem, e 2011 em que os valores do Grupo aumentam mas os do setor diminuem.

Além disso, o ano em que estas são mais baixas, não coincide com o ano em que isso acontece no setor, ao contrário dos que acontece com os valores mais altos.

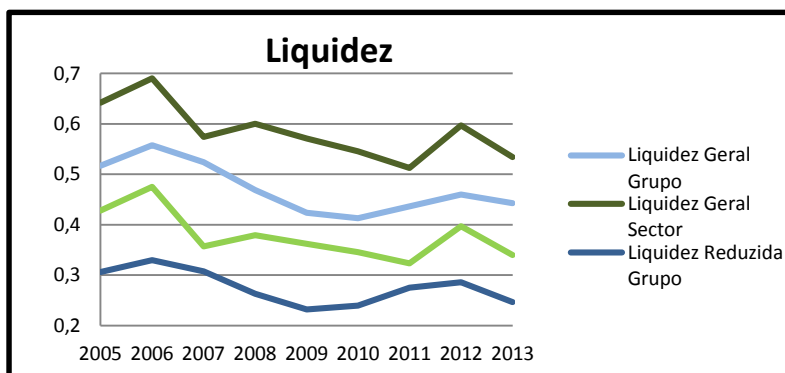


Gráfico 4: Comparação com o setor - Liquidez

A Jerónimo Martins apresenta, uma melhor estrutura financeira que o setor, já que apresenta uma melhor autonomia financeira, melhor solvabilidade e menor endividamento (Gráfico 5). Tal como na liquidez, os anos de 2008 e 2011, são aqueles em que a tendência do Grupo não vai de acordo com o comportamento do setor.

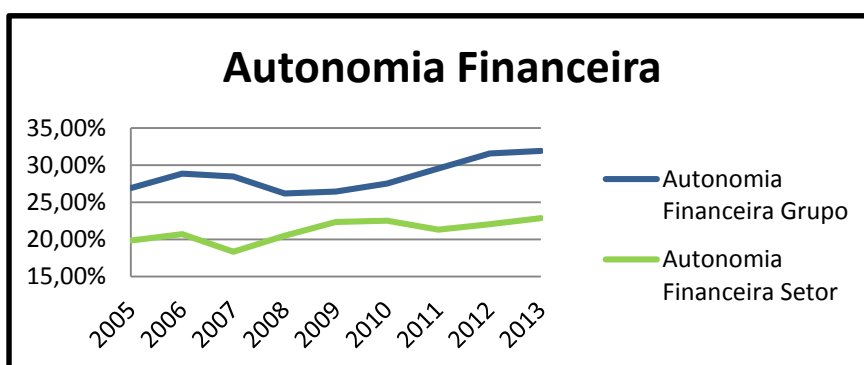


Gráfico 5: Comparação com o setor – Estrutura Financeira

Em termos de rentabilidade, o Grupo apresenta melhores rácios de desempenho do que o setor (Gráfico 6).

Destaca-se o ano de 2009, ano onde a crise teve mais impacto em Portugal, em que o Grupo aumenta a RCP para 22,36%, enquanto o setor diminui para 7,31% (tendência que já se verificava em 2008). Além disso, é curioso verificar que o ano de 2011, onde o RCP no Grupo atinge o seu máximo, é precisamente onde o setor atinge a sua rentabilidade mais baixa (4,64%), verificando-se o mesmo relativo à ROA.

As vendas apresentam igualmente rentabilidades superiores às do setor, que são relativamente baixas mas ao contrário das rentabilidades anteriores, esta acompanha o decréscimo do setor em 2009 (Gráfico 7).

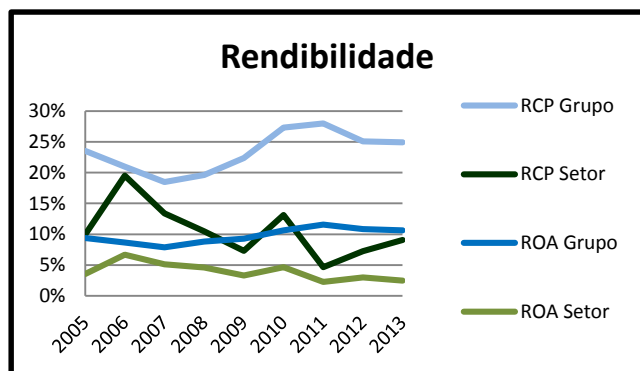


Gráfico 6: Comparação com o setor – ROA e RCP

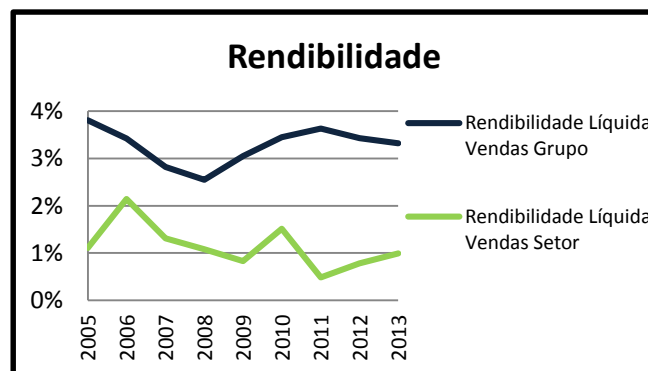


Gráfico 7: Comparação como setor – rentabilidade líquida das vendas

No que toca a rácios de atividade (Gráfico 8), o PMI da Jerónimo Martins é inferior ao do setor, o que é um bom indicador, por significar que os inventários do Grupo têm maior rotatividade, permanecendo menos tempo em armazém.

Os PMR são inferiores no Grupo desde 2007. Já os PMP (Gráfico 9) são superiores aos do setor, pelo que o Grupo tem maior poder negocial com os fornecedores, recebendo mais cedo dos clientes.

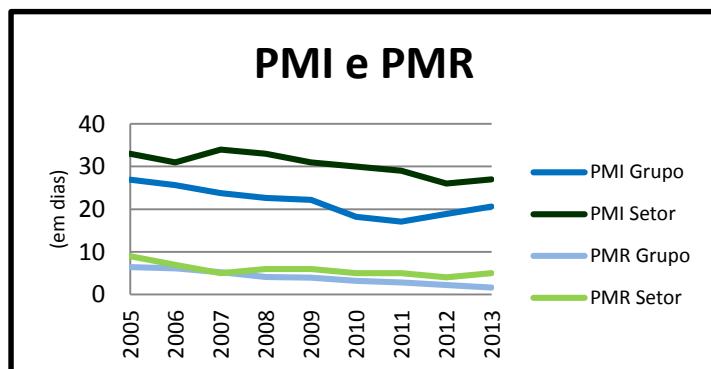


Gráfico 9: Comparação com o setor - PMI e PMR

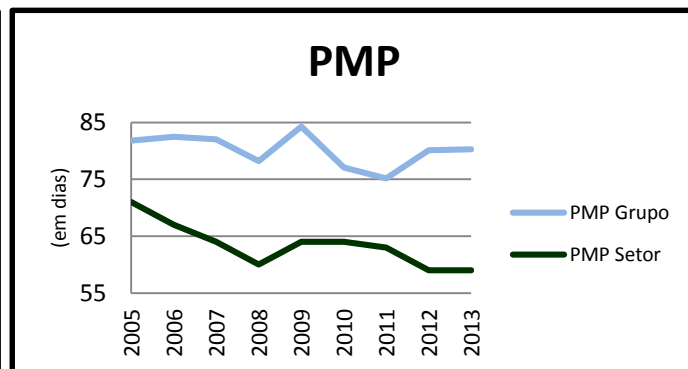


Gráfico 8: Comparação com o setor - PMP

Relativamente à eficiência da gestão do ativo, medido pela sua rotação, os valores indicam que a partir de 2008 o Grupo melhor muito relativamente ao setor (Gráfico 10).

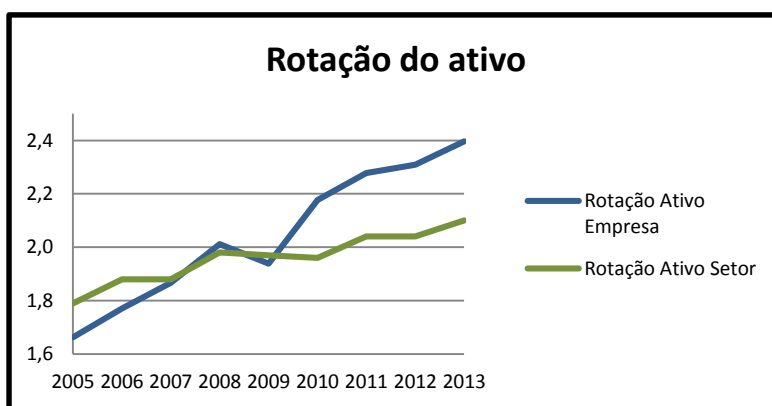


Gráfico 10: Comparação com o setor – Rotação do ativo

A nível de equilíbrio financeiro (Gráfico 11), o FM do setor é também negativo, que vai de acordo com a liquidez apresentada ser inferior à unidade. A maior discrepância é claramente em 2005, já que o setor apresenta um FM bem mais negativo. Os valores cruzam-se em 2012 onde o FM do Grupo passa a ser mais



negativo que o do setor, revertendo-se logo a situação em 2013. Assim, com esta exceção apenas, o Grupo apresenta valores de FM menos negativos que o setor, que indica um melhor desempenho.

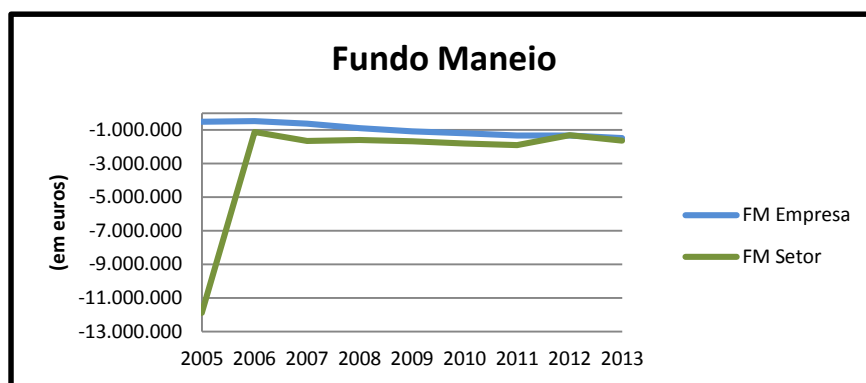


Gráfico 11: Comparação com o setor – Fundo Maneio

### 5.3 Impacto da crise

#### 5.3.1 Jerónimo Martins

Fixando 2009 como o ano da crise, pelo que se analisou a igualdade de médias dos diferentes rácios calculados antes e depois do ano 2009, sendo a alternativa a deterioração das mesmas, com um intervalo de confiança definido em 95%.

O *output* apresenta dois testes *t*, um para quando as variâncias são iguais e outro para quando estas são diferentes. Analisou-se primeiramente o teste de igualdade de variâncias (teste de *Levene*) apresentado na primeira coluna de modo a escolher o teste adequado.

Rejeita-se a hipótese das médias serem iguais nos dois períodos nos seguintes rácios: endividamento, *debt-to-equity*, PMI, PMR, ciclo de caixa, FM, NFM, liquidez geral, liquidez reduzida, rendibilidade líquida das vendas, grau de alavanca financeira, grau de alavanca combinada, efeito dos custos fixos, *cash return on assets* e *cash*

*return on equity*. Assim a análise estatística indica que as médias destes indicadores diminuíram após 2009. É um mau indicador apenas para rendibilidade líquida das vendas, FM, NFM, liquidez geral, liquidez reduzida, *cash return on assets* e *cash return on equity*. Nos restantes rácios, não se rejeita a igualdade de médias.

### 5.3.2 Setor

A mesma análise foi realizada aos rácios do setor, de modo a verificar se a tendência seria a mesma que a verificada no Grupo. No entanto, uma vez que a normalidade é um pressuposto necessário para a realização do teste *t* de igualdade de médias, nalguns rácios foi necessário em alternativa efetuar o teste *Mann-Whitney* para o PMR e o FM. Naqueles em que foi possível a realização do teste *t*, voltou a analisar-se a igualdade de variâncias de modo a escolher o teste mais adequado.

Verifica-se que há evidência estatística de que os rácios de liquidez geral, endividamento, ROA e PMI, diminuíram após o ano de 2009.

Quanto ao PMR e ao FM, nos quais foi testado o teste de *Mann-Whitney*, rejeita-se  $H_0$  apenas no PMR, pelo que há evidência estatística de que tenha diminuído, o que é um bom indicador tendo em conta significa que o setor reduziu o seu prazo de recebimentos.

## 6. Conclusões e limitações

O Grupo Jerónimo Martins é um grupo sólido e que apresenta números bastante atractivos comparativamente ao setor. A análise financeira realizada permite verificar

que este tem uma estrutura financeira estável, preocupando apenas o peso do passivo de curto prazo que pode originar alguma pressão na tesouraria. Ainda assim, o Grupo gera fluxos de caixa operacionais positivos, e apresenta um ciclo de caixa bastante favorável, já que tem prazos de recebimentos muito inferiores aos de pagamento.

O Grupo encontra-se em equilíbrio financeiro funcional, apresentando valores de FM e NFM normais para o tipo de negócio que exerce.

Apesar da crise, as rendibilidades do ativo têm vindo a melhorar, embora o mesmo não seja verificável quanto ao capital próprio, onde as rendibilidades pouco se alteraram, e quanto às vendas, cuja rendibilidade tem vindo a diminuir. Assim, o risco operacional do Grupo aumentou durante o período analisado, enquanto que o risco financeiro diminuiu.

O Grupo destaca-se em relação ao setor, quer a nível de rendibilidades que são mais atrativas, quer apresentando estrutura financeira mais sólida.

Existe evidência estatística de possíveis reduções após 2009, nos seguintes rácios: endividamento, *debt-to-equity*, PMI, PMR, ciclo de caixa, FM, NFM, liquidez geral, liquidez reduzida, rendibilidade líquida das vendas, grau de alavanca financeira, grau de alavanca combinada, efeito dos custos fixos, *cash return on assets* e *cash return on equity*. Nos restantes rácios, a análise não permite rejeitar a igualdade de médias entre os rácios antes e depois de 2009. Assim, verifica-se que o Grupo foi mais afetado no que toca à liquidez e ao equilíbrio financeiro, que está implícito nos valores de FM e NFM, que atingem valores cada vez mais negativos.

Já no setor, a tendência é a mesma com exceção nos rácios de liquidez reduzida

e ROA. No primeiro, a igualdade de médias não se rejeita no setor ao contrário do que acontece com o Grupo. No segundo, a situação inverte-se, rejeitando-se a igualdade de médias no setor mas não no Grupo.

Apesar de alguns rácios terem sofrido algumas alterações, verifica-se que a Jerónimo Martins conseguiu ainda assim responder bem aos efeitos da crise, nomeadamente com a aposta na reestruturação da marca Pingo Doce, apostando na concentração da maioria da atividade retalhista nesta marca, e apostando nas marcas próprias, pelo que conseguiu manter sempre taxas de crescimentos das vendas positivas, embora estas tenham sofrido reduções em 2009.

Os resultados obtidos são em grande parte consistentes com as conclusões retiradas do estudo de Félix (2012) acerca do impacto da crise no setor, que revelaram que as empresas aqui inseridas mantinham uma estrutura de balanço estável e portanto não foram afetadas pela crise, já que o Grupo teve apenas alterações no que toca a liquidez, aumentando até algumas das suas rendibilidades.

As limitações do estudo em causa prendem-se apenas com o facto das demonstrações financeiras terem sido posteriormente reexpressas, não havendo dados para todas relativamente ao ano de 2011, havendo necessidade de utilizar os valores originais, o que causa alguma incoerência com os anos seguintes.

Como pistas de estudos futuros, seria interessante analisar o impacto da crise não só em Portugal mas também na Polónia, uma vez que o Grupo possui lá o seu maior segmento de negócio. Seria interessante também analisar financeiramente qualquer um dos concorrentes do Pingo Doce, de forma a complementar a análise financeira agora realizada.

## 7. Bibliografia

Ahmed, A., 2012. *Financial Ratio Analysis of Square Pharmaceuticals Limited*, KPMG in Bangladesh: s.n.

Aiginger, K., 2009. The current economic crisis: causes, cures and consequences. *WIFO Working Paper No 341*.

Altman, E. I., 1968. Financial Ratios, Discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *The Journal of Finance*, Volume XXIII, pp. 589-609.

Augusto, S., 2011. *Análise económica e financeira: caso de estudo - sector construção*, ESTG-IPG: s.n.

Aveiro, I., 2013. Cinco maiores grupos da distribuição alimentar concentram 73% do mercado em Portugal. *Jornal de negócios*.

Bastardo, C. & Gomes, A. R., 1996. *Fusões e Aquisições (M & A) - uma abordagem de avaliação de empresas*. 4ª ed. s.l.:Texto Editora.

Beaver, W. H., 1966. Financial Ratios As Predictors of Failure. *Journal of Accounting Research*, Volume 4, Empirical Research in Accounting: Selected, pp. 71-111.

Blum, M. P., 1969. *The Failing Company Doctrine*, Columbia University: Ph. D. diss.

Bordo, M. D., 2008. An Historical perspective on the crisis of 2007-2008. *NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH*, Volume N10, p. Working Paper No. 14569.

Edmister, R. O., 1972. An Empirical Test of Financial Ratio Analysis for Small Business Failure Prediction. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Volume 7 No.2, pp. 1477-1493.

Félix, M. B., 2012. *Análise Económica e Financeira do comércio por grosso e Retalho Alimentar em Portugal*. ISEG: s.n.

Ferreira, M. P., Reis, N. R. & Santos, J. C., 2011. *Mudança no sector alimentar: o Pingo Doce Caso de estudo nº8*, s.l.: globADVANTAGE - Center of Research in International Business & Strategy.

Jorge, J. M., 2010. *Avaliação de desempenho de uma empresa através de rácios financeiros - caso da Indústria Hoteleira*, ISEG: s.n.

Mathur, S. K., 2010. Financial Analysis of the ICT Industry: A Regulatory Perspective. In: *IGI Global*. IIT Kanpur, India: s.n., pp. 105-135.

Monteiro, C. & Almeida, F., 2011. *Análise de balanço e estudos de indicadores económicos com base nos modelos SNC*, s.l.: OTOC.

Neves, J. C., 2012. *Análise e Relato Financeiro - Uma visão integrada de Gestão*. 6ª ed. s.l.:Texto.

Poole, W., 2010. Causes and Consequences of the financial crisis of 2007-2009. *Harvard Journal of Law & Public Policy*, pp. 421-441.

Santos, M. S., 2012. *Análise do impacto da crise de 2009 na construção e imobiliário*, ISEG: s.n.

Yu, W.-C., Kesler, D. W. & Tessema, M., 2009. *The Great Destruction: Causes of The Global Financial Crisis in 2008*. Winona State University, s.n.

## 8. Anexos

### Anexo 1: Formulário

<p><b>Análise Vertical:</b></p> <p>Balanço = <math>\frac{\text{Rubrica}}{\text{Ativo total}} \times 100</math></p> <p>Demonstração de Resultados = <math>\frac{\text{Rubrica}}{\text{Vendas}} \times 100</math></p> <p>Demonstração de Fluxos de Caixa = <math>\frac{\text{Rubrica}}{\text{Vendas}} \times 100</math></p>	<p><b>Estrutura financeira:</b></p> <p>Endividamento = <math>\frac{\text{Passivo}}{\text{Passivo} + \text{Capital Próprio}}</math></p> <p>Estrutura do endividamento = <math>\frac{\text{Passivo Corrente}}{\text{Passivo}}</math></p> <p>Solvabilidade = <math>\frac{\text{Capital Próprio}}{\text{Passivo}}</math></p> <p>Debt-to-Equity = <math>\frac{\text{Passivo Financeiro}}{\text{Capital Próprio}}</math></p> <p>Autonomia Financeira = <math>\frac{\text{Capital Próprio}}{\text{Capital Próprio} + \text{Passivo}}</math></p>
<p><b>Análise Horizontal:</b></p> <p><math>\left( \frac{\text{Rubrica N}}{\text{Rubrica N-1}} - 1 \right) \times 100</math></p>	<p><b>Rácios de atividade</b></p> <p>Prazo médio e inventários = <math>\frac{\text{Existências}}{\text{Custo das vendas}} \times 365</math></p> <p>Prazo médio de pagamentos = <math>\frac{\text{Fornecedores}^{(4)}}{\text{Compras}^{(5)} + \text{fornecimentos e serviços externos}} \times 365</math></p> <p>Prazo médio de recebimentos = <math>\frac{\text{Clientes}}{\text{Vendas}} \times 365</math></p> <p>Rotação do ativo = <math>\frac{\text{Vendas}}{\text{Ativo}}</math></p>
<p><b>Liquidez:</b></p> <p>Liquidez geral = <math>\frac{\text{Ativo Corrente}}{\text{Passivo Corrente}}</math></p> <p>Liquidez reduzida = <math>\frac{(\text{Ativo corrente} - \text{existências})}{\text{Passivo Corrente}}</math></p> <p>Liquidez imediata = <math>\frac{\text{Meios financeiros líquidos}^{(1)}}{\text{Passivo Corrente}}</math></p>	
<p><b>Equilíbrio Financeiro</b></p> <p>Necessidade Fundo manei = Necessidades cíclicas – Recursos cíclicos<sup>(2)</sup></p> <p>Tesouraria líquida = Fundo manei – Necessidades de fundo manei ou Tesouraria ativa – Tesouraria passiva<sup>(3)</sup></p>	

<sup>1</sup> Caixa + depósitos bancários + ativos financeiros disponíveis para venda + instrumentos financeiros derivados

<sup>2</sup> Onde, Necessidades Cíclicas = existências + impostos a recuperar + devedores, acréscimos e diferimentos; e Recursos Cíclicos = credores, acréscimos e diferimentos + impostos a pagar + proveitos diferidos (subsídios ao estado)

<sup>3</sup> Onde, Tesouraria ativa = ativos financeiros disponíveis para venda + instrumentos financeiros derivados + caixa e depósitos financeiros; e Tesouraria passiva = instrumentos financeiros derivados + empréstimos obtidos curto prazo

<sup>4</sup>

Fornecedores	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Credores comerciais	672.907	734.047	861.785	1.068.461	1.287.940	1.361.115	1.544.503	1.615.771	1.910.556	2.054.839
Credores não comerciais	10.436	36.601	61.065	79.718	111.567	89.083	142.502	179.878	163.248	190.583
Total	683.343	770.648	922.850	1.148.179	1.399.507	1.450.198	1.687.005	1.795.649	2.073.804	2.245.422

<sup>5</sup> Compras = existências finais – existências iniciais + custo das vendas

<p><b>Rendibilidade das vendas</b></p> <p>Margem bruta = <math>\frac{\text{Margem bruta}}{\text{Vendas}}</math></p> <p>Margem de contribuição<sup>(6)</sup> = <math>\frac{\text{Margem de contribuição}}{\text{Vendas}}</math></p> <p>Rendibilidade operacional das vendas = <math>\frac{\text{Resultado operacional}}{\text{Vendas}}</math></p> <p>Rendibilidade líquida das vendas = <math>\frac{\text{Resultado líquido}}{\text{Vendas}}</math></p> <p>Cash return on sales = <math>\frac{\text{Cash flow operacional}}{\text{Vendas}}</math></p>	<p><b>Rendibilidade do Ativo</b></p> <p>Resultado operacional ativo = <math>\frac{\text{Resultado operacional}}{\text{Ativo}}</math></p> <p>Efeito dos custos fixos = <math>\frac{\text{Resultado operacional}}{\text{Margem de contribuição}}</math></p> <p>Rendibilidade líquida do ativo = <math>\frac{\text{Resultado líquido}}{\text{Ativo}}</math></p> <p>Cash return on assets = <math>\frac{\text{Cash flow operacional}}{\text{Ativo}}</math></p>
<p><b>Rendibilidade do Capital próprio</b></p> <p>Rendibilidade do capital próprio = <math>\frac{\text{Resultado líquido}}{\text{Capital próprio}}</math></p> <p>Cash return on equity = <math>\frac{\text{Cash flow operacional}}{\text{Capital próprio}}</math></p>	<p><b>Análise do risco</b></p> <p>Grau de alavanca operacional = <math>\frac{\text{Margem de contribuição}}{\text{Resultado operacional}}</math></p> <p>Grau de alavanca financeira = <math>\frac{\text{Resultado operacional}}{\text{Resultado antes de imposto}}</math></p> <p>Grau de alavanca combinada = Grau de alavanca operacional x grau de alavanca financeira</p>
<p><b>Decomposição da RCP</b></p> <p>1) <i>Basic DuPont Model</i></p> $\frac{\text{Resultado líquido}}{\text{Capital próprio}} = \frac{\text{Resultado líquido}}{\text{Ativo}} \times \frac{\text{Ativo}}{\text{Capital próprio}}$ <p style="margin-left: 40px;"> <math>\frac{\text{Resultado líquido}}{\text{Vendas}} \times \frac{\text{Vendas}}{\text{Ativo}}</math> </p> <p style="margin-left: 40px;"> <math>\frac{\text{Resultado líquido}}{\text{Resultado antes de imposto}}</math> (efeito fiscal)         </p> <p style="margin-left: 40px;"> <math>\frac{\text{Resultado antes de imposto}}{\text{Resultado operacional}}</math> (efeito financeiro)         </p> <p style="margin-left: 40px;"> <math>\frac{\text{Resultado operacional}}{\text{Vendas}}</math> </p>	<p>2) <i>Advanced DuPont Model</i></p> <p>Rendibilidade do capital próprio = <math>(\text{Rendibilidade operacional} + \frac{\text{Passivo}}{\text{Capital próprio}} \times (\text{Rendibilidade operacional do ativo} - j)) \times \frac{\text{Resultado líquido}}{\text{Resultado antes de imposto}}</math></p> <p>Custo da dívida (j) = <math>\frac{\text{Resultado financeiro}}{\text{Passivo}}</math></p>

6

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Custos de distribuição e administrativos variáveis	-189.041	-204.015	-248.203	-298.469	-370.560	-387.492	-457.140	-504.129	-526.523	-578.294
Fornecimento e serviços externos	-152.135	-169.720	-196.292	-225.450	-274.524	-294.716	-337.420	-369.784	-390.151	-430.715
Custos de transporte	-40.033	-46.509	-57.751	-71.735	-96.761	-92.062	-113.657	-130.190	-135.160	-141.214
Outros ganhos e perdas operacionais	3.127	12.214	5.840	-1.284	725	-714	-6.063	-4.155	-1.212	-6.365
<b>Margem Contribuição</b>	<b>686.979</b>	<b>738.629</b>	<b>794.712</b>	<b>926.285</b>	<b>1.211.542</b>	<b>1.330.242</b>	<b>1.556.689</b>	<b>1.739.935</b>	<b>1.819.147</b>	<b>1.962.332</b>



## Anexo 2: Balanço consolidado

Tabela VIII: Balanço consolidado Jerónimo Martins (em milhares de euros)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Ativo</b>										
<b>Ativo não corrente</b>	1.739.083	1.766.632	1.975.811	2.366.962	2.905.243	3.051.805	3.255.589	3.333.832	3.642.254	3.857.792
Ativos fixos tangíveis	1.034.756	1.101.695	1.317.146	1.670.506	1.874.863	2.002.831	2.192.824	2.300.501	2.571.705	2.782.821
Propriedades de investimento	55.584	40.845	34.876	49.600	64.509	63.283	52.047	52.128	49.336	47.471
Ativos intangíveis	332.428	424.012	446.385	496.293	826.721	835.368	863.368	830.620	794.350	805.849
Partes de capital em <i>joint-ventures</i> e associadas	387	665	621	700	854	1.118	1.213	1.052	77.357	81.431
Adiantamento por conta de investimento financeiro	101.144	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ativos financeiros disponíveis para venda	60.520	40.908	35.385	10.289	7.470	7.528	7.015	6.157	1.022	1.208
Devedores e acréscimos e diferimentos	60.081	65.199	64.336	65.667	66.629	72.305	71.716	85.407	96.351	87.999
Instrumentos financeiros derivados	1.826	3.632	1.897	585	1.027	351	46	10	0	0
Impostos diferidos ativos	92.357	89.676	75.165	73.322	63.170	69.021	67.360	57.957	52.133	51.013
<b>Ativo corrente</b>	494.565	606.034	628.910	760.101	821.322	772.622	903.433	1.147.451	1.129.457	1.241.367
Propriedades de investimento	0	0	21.500	0	0	0	0	0	0	0
Existências	208.207	240.570	255.941	308.571	385.653	334.478	368.711	388.262	474.056	574.992
Impostos a recuperar	11.947	19.576	25.345	28.657	34.736	22.335	48.947	33.834	47.652	53.455
Devedores e acréscimos e diferimentos	113.398	132.278	150.360	153.626	172.764	190.793	181.848	195.200	232.677	241.249
Ativos financeiros disponíveis para venda	0	22.218	0	0	0	0	0	0	0	0
Instrumentos financeiros derivados	0	0	0	608	1.037	1.515	0	0	0	0
Caixa e equivalentes de caixa	161.013	191.392	175.764	268.639	227.132	223.501	303.927	530.155	375.072	371.671
<b>TOTAL ATIVO</b>	<b>2.233.648</b>	<b>2.372.666</b>	<b>2.604.721</b>	<b>3.127.063</b>	<b>3.726.565</b>	<b>3.824.427</b>	<b>4.159.022</b>	<b>4.481.283</b>	<b>4.771.711</b>	<b>5.099.159</b>
<b>Capital Próprio</b>										
Capital	629.293	629.293	629.293	629.293	629.293	629.293	629.293	629.293	629.293	629.293
Prémios de emissão	22.452	22.452	22.452	22.452	22.452	22.452	22.452	22.452	22.452	22.452
Ações próprias	-6.060	-6.060	-6.060	-6.060	-6.060	-6.060	-6.060	-6.060	-6.060	-6.060
Reservas de reavaliação e outras reservas	65.905	76.078	84.420	92.814	58.295	55.184	63.433	-1.162	52.125	27.312
Resultados retidos	-369.961	-301.963	-238.215	-161.620	-54.162	77.189	135.988	476.338	513.721	709.661
Interesses que não controlam (minoritários)	227.581	250.765	275.391	287.326	281.307	287.636	286.706	300.824	290.395	266.604
<b>TOTAL CAPITAL PRÓPRIO</b>	<b>569.210</b>	<b>670.565</b>	<b>767.281</b>	<b>864.205</b>	<b>931.125</b>	<b>1.065.694</b>	<b>1.131.812</b>	<b>1.421.685</b>	<b>1.501.926</b>	<b>1.649.262</b>
<b>Passivo</b>										
<b>Passivo não corrente</b>	546.936	690.893	673.331	817.144	868.794	922.567	802.440	583.954	797.839	566.050
Empréstimos obtidos	448.507	601.382	563.239	675.441	739.333	756.361	634.182	385.553	570.781	369.073
Instrumentos financeiros derivados	16.673	8.190	26.843	50.832	19.664	30.137	16.649	8.785	10.977	2.953
Benefícios concedidos a empregados	19.856	18.690	19.154	18.685	28.195	27.738	30.839	33.954	33.961	37.464
Proveitos diferidos -subsídios do Estado	1.694	1.458	1.344	1.056	984	959	935	910	885	861
Provisões para riscos e encargos	16.175	14.663	13.690	15.433	25.892	18.480	22.907	49.597	99.859	77.949
Impostos diferidos passivos	44.031	46.510	49.061	55.697	54.726	88.892	96.928	105.155	81.376	77.750
<b>Passivo corrente</b>	1.117.502	1.011.208	1.164.109	1.445.714	1.926.646	1.836.166	2.224.770	2.475.644	2.471.946	2.883.847
Credores e acréscimos e diferimentos	782.130	878.497	1.041.840	1.289.562	1.560.042	1.647.490	1.895.411	2.006.336	2.232.472	2.405.028
Instrumentos financeiros derivados	126	848	317	108	0	3.084	7.763	4.038	4.958	15.599
Empréstimos obtidos	306.813	101.788	90.067	116.715	308.344	124.495	219.217	354.672	107.406	324.716
Impostos a pagar	28.433	30.075	31.782	39.262	58.178	61.021	102.308	110.543	127.085	138.479
Proveitos diferidos -subsídios do Estado	0	0	103	67	82	76	71	55	25	25
<b>TOTAL PASSIVO</b>	<b>1.664.438</b>	<b>1.702.101</b>	<b>1.837.440</b>	<b>2.262.858</b>	<b>2.795.440</b>	<b>2.758.733</b>	<b>3.027.210</b>	<b>3.059.598</b>	<b>3.269.785</b>	<b>3.449.897</b>
<b>TOTAL PASSIVO + CAPITAL PRÓPRIO</b>	<b>2.233.648</b>	<b>2.372.666</b>	<b>2.604.721</b>	<b>3.127.063</b>	<b>3.726.565</b>	<b>3.824.427</b>	<b>4.159.022</b>	<b>4.481.283</b>	<b>4.771.711</b>	<b>5.099.159</b>

Fonte: Relatório e Contas 2004-2013

## Anexo 3: Demonstração de resultados

Tabela IX: Demonstração de resultados Jerónimo Martins (em milhares de euros)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Vendas e prestações de serviços	3.494.600	3.828.166	4.407.175	5.349.678	6.893.737	7.317.108	8.691.115	9.838.241	10.683.123	11.829.308
Custo das vendas	-2.746.461	-3.041.840	-3.534.707	-4.331.264	-5.595.128	-5.925.918	-7.056.900	-8.068.961	-8.337.453	-9.288.682
Proveitos e custos suplementares	127.881	156.318	170.447	206.340	283.493	326.544	379.614	474.784	0	0
<b>Margem</b>	<b>876.020</b>	<b>942.644</b>	<b>1.042.915</b>	<b>1.224.754</b>	<b>1.582.102</b>	<b>1.717.734</b>	<b>2.013.829</b>	<b>2.244.064</b>	<b>2.345.670</b>	<b>2.540.626</b>
Custo de distribuição	-552.109	-610.273	-704.226	-865.769	-1.108.154	-1.201.820	-1.400.933	-1.541.413	-1.643.481	-1.812.161
Custos administrativos	-116.192	-123.767	-126.935	-134.277	-158.557	-156.178	-179.395	-190.352	-183.727	-200.611
Resultados operacionais não usuais	-266	7.899	4.043	472	-12.576	-9.895	-9.967	-12.228	-16.405	-2.811
<b>Resultados operacionais (EBIT)</b>	<b>207.453</b>	<b>216.503</b>	<b>215.797</b>	<b>225.180</b>	<b>302.815</b>	<b>349.841</b>	<b>423.534</b>	<b>500.071</b>	<b>502.057</b>	<b>525.043</b>
Custos financeiros líquidos	-57.814	-45.485	-42.551	-59.469	-78.728	-70.769	-40.210	-30.538	-29.855	-38.849
Ganhos em <i>joint-ventures</i> e associadas	123	189	206	231	318	333	646	493	13.302	18.838
Ganhos/perdas em outros investimentos	0	0	15.900	21.824	-2.294	-514	-5.142	-1.487	-2.840	-1.651
<b>Resultados antes de impostos (EBT)</b>	<b>149.762</b>	<b>171.207</b>	<b>189.352</b>	<b>187.766</b>	<b>222.111</b>	<b>278.891</b>	<b>378.828</b>	<b>468.539</b>	<b>482.664</b>	<b>503.381</b>
Imposto sobre o rendimento do exercício	-18.835	-25.446	-38.444	-36.857	-46.131	-55.624	-79.056	-111.183	-116.338	-110.839
<b>Resultados líquidos antes de interesses que não controlam</b>	<b>130.927</b>	<b>145.761</b>	<b>150.908</b>	<b>150.909</b>	<b>175.980</b>	<b>223.267</b>	<b>299.772</b>	<b>357.356</b>	<b>366.326</b>	<b>392.542</b>
Atribuível a:										
Interesses que não controlam	38.412	35.382	34.756	19.648	12.764	22.918	18.757	17.088	5.864	10.286
<b>Aos acionistas da Jerónimo Martins</b>	<b>92.515</b>	<b>110.379</b>	<b>116.152</b>	<b>131.261</b>	<b>163.216</b>	<b>200.349</b>	<b>281.015</b>	<b>340.268</b>	<b>360.462</b>	<b>382.256</b>
Resultado básico e diluído por acção - euros	0,8346	0,8782	0,1848	0,2089	0,2597	0,3188	0,4472	0,5415	0,5736	0,6083

Fonte: Relatório e Contas 2004-2013

## Anexo 4: Demonstração de fluxos de caixa

Tabela X: Demonstração de fluxos de caixa Jerónimo Martins (em milhares de euros)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Atividades operacionais</b>										
Recebimento de clientes	3.908.224	4.285.947	4.923.719	5.988.247	7.715.469	8.178.060	9.733.271	11.006.389	11.959.856	13.294.761
Pagamentos aos fornecedores e pessoal	-3.633.036	-3.953.816	-4.497.428	-5.478.418	-7.030.507	-7.525.830	-8.953.472	-10.172.136	-11.153.494	-12.450.888
<i>Caixa gerada pelas operações</i>	275.188	332.131	426.291	509.829	684.962	652.230	779.799	834.253	806.362	843.873
Juros pagos	-39.342	-41.329	-44.700	-56.346	-98.738	-79.577	-46.625	-25.661	-41.786	-38.103
Imposto sobre o rendimento pago	-16.832	-17.758	-17.194	-26.732	-37.960	-28.617	-46.468	-64.699	-96.706	-120.656
<b>Fluxo de caixa de atividades operacionais</b>	219.014	273.044	364.397	426.751	548.264	544.036	686.706	743.893	667.870	685.114
<b>Atividades de investimento</b>										
<i>Recebimentos</i>	42.599	23.983	42.710	61.396	74.704	19.437	65.228	27.222	31.743	22.973
Alienação de ativos fixos tangíveis	1.399	2.381	5.988	7.813	60.405	14.608	48.773	10.330	6.047	6.294
Alienação de ativos intangíveis	0	0	0	0	0	2.316	0	7.436	518	172
Alienação de investimentos financeiros disponíveis para venda e propriedades de	35.725	17.253	32.334	49.980	5.708	12	11.630	0	0	150
Juros recebidos	4.301	3.297	2.956	2.905	8.379	2.420	4.207	8.775	7.386	2.640
Dividendos recebidos	1.174	1.052	1.432	698	212	81	618	681	17.792	13.717
<i>Pagamentos</i>	-250.651	-152.788	-306.471	-466.452	-896.079	-328.932	-395.532	-392.976	-489.132	-518.405
Aquisição de ativos fixos tangíveis	-90.738	-147.029	-284.807	-438.098	-443.899	-313.862	-369.807	-366.271	-455.028	-485.278
Aquisição de empresas do grupo e associadas	-101.394	0	0	-6.821	-424.359	0	0	-7.409	0	0
Aquisição de investimentos financeiros disponíveis para venda e propriedades de	-49.967	-378	-203	-379	-541	-1.885	-5	-19	-3	0
Aquisição de ativos intangíveis	-8.552	-5.381	-21.461	-21.154	-27.280	-13.185	-25.720	-19.277	-34.101	-33.127
<b>Fluxo de caixa de atividades de investimento</b>	-208.052	-128.805	-263.761	-405.056	-821.375	-309.495	-330.304	-365.754	-457.389	-495.432
<b>Atividades de financiamento</b>										
<i>Recebimentos</i>	550.693	160.000	0	221.115	346.566	175.786	78.027	107.614	290.896	233.762
Recebimento por emissão de ações	147.728	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Recebimentos relativos a empréstimos	402.965	160.000	0	221.115	346.566	175.786	78.027	107.614	290.896	233.762
<i>Pagamentos</i>	-541.758	-278.755	-117.158	-159.864	-159.366	-415.732	-358.776	-228.662	-669.050	-421.947
Pagamento a Interesses minoritários por redução de capital	0	0	0	0	-2.222	0	0	0	0	0
Pagamento de empréstimos	-525.569	-220.453	-51.124	-91.630	-83.563	-331.575	-119.422	-224.643	-330.076	-210.375
Pagamento de dividendos resultantes de reestruturação societária	0	0	0	0	0	0	-1.205	0	0	0
Pagamento de dividendos	-16.189	-58.302	-66.034	-68.234	-73.581	-84.157	-238.149	-4.019	-338.974	-211.572
<b>Fluxo de caixa de atividades de financiamento</b>	8.935	-118.755	-117.158	61.251	187.200	-239.946	-280.749	-121.048	-378.154	-188.185
<b>Variação líquida de caixa e equivalentes de caixa</b>	19.897	25.483	-16.522	82.946	-85.911	-5.405	75.653	257.091	-167.673	1.497
<b>Caixa e equivalentes de caixa</b>										
Saldo inicial	132.758	161.013	191.392	175.764	268.639	227.132	223.501	303.927	527.247	375.072
Variação líquida de caixa e equivalentes de caixa	19.897	25.483	-16.522	82.946	-85.911	-5.405	75.653	257.091	-167.673	1.497
Efeito da alienação/aquisição de subsidiárias	0	967	0	1.053	51.942	-1.114	0	888	0	0
Efeito das variações cambiais	8.358	3.929	894	8.876	3.170	2.668	4.773	-31.751	15.498	-4.898
Efeito da reavaliação de ativos financeiros detidos p/ negociação	0	0	0	0	-10.708	220	0	0	0	0
<b>Saldo final</b>	161.013	191.392	175.764	268.639	227.132	223.501	303.927	530.155	375.072	371.671

Fonte: Relatório e Contas 2004-2013



Anexo 6: Análise vertical da demonstração de resultados

Tabela XII: Análise vertical da demonstração de resultados

Vendas e prestações de serviços	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Custo das vendas	-78,59%	-79,46%	-80,20%	-80,96%	-81,16%	-80,99%	-81,20%	-82,02%	-78,04%	-78,52%
Proveitos e custos suplementares	3,66%	4,08%	3,87%	3,86%	4,11%	4,46%	4,37%	4,83%	0,00%	0,00%
<b>Margem</b>	<b>25,07%</b>	<b>24,62%</b>	<b>23,66%</b>	<b>22,89%</b>	<b>22,95%</b>	<b>23,48%</b>	<b>23,17%</b>	<b>22,81%</b>	<b>21,96%</b>	<b>21,48%</b>
Custo de distribuição	-15,80%	-15,94%	-15,98%	-16,18%	-16,07%	-16,42%	-16,12%	-15,67%	-15,38%	-15,32%
Custos administrativos	-3,32%	-3,23%	-2,88%	-2,51%	-2,30%	-2,13%	-2,06%	-1,93%	-1,72%	-1,70%
Resultados operacionais não usuais	-0,01%	0,21%	0,09%	0,01%	-0,18%	-0,14%	-0,11%	-0,12%	-0,15%	-0,02%
<b>Resultados operacionais</b>	<b>5,94%</b>	<b>5,66%</b>	<b>4,90%</b>	<b>4,21%</b>	<b>4,39%</b>	<b>4,78%</b>	<b>4,87%</b>	<b>5,08%</b>	<b>4,70%</b>	<b>4,44%</b>
Custos financeiros líquidos	-1,65%	-1,19%	-0,97%	-1,11%	-1,14%	-0,97%	-0,46%	-0,31%	-0,28%	-0,33%
Ganhos em <i>joint-ventures</i> e associadas	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,01%	0,01%	0,12%	0,16%
Ganhos/perdas em outros investimentos	0,00%	0,00%	0,36%	0,41%	-0,03%	-0,01%	-0,06%	-0,02%	-0,03%	-0,01%
<b>Resultados antes de impostos</b>	<b>4,29%</b>	<b>4,47%</b>	<b>4,30%</b>	<b>3,51%</b>	<b>3,22%</b>	<b>3,81%</b>	<b>4,36%</b>	<b>4,76%</b>	<b>4,52%</b>	<b>4,26%</b>
Imposto sobre o rendimento do exercício	-0,54%	-0,66%	-0,87%	-0,69%	-0,67%	-0,76%	-0,91%	-1,13%	-1,09%	-0,94%
<b>Resultados líquidos antes de interesses que não controlam</b>	<b>3,75%</b>	<b>3,81%</b>	<b>3,42%</b>	<b>2,82%</b>	<b>2,55%</b>	<b>3,05%</b>	<b>3,45%</b>	<b>3,63%</b>	<b>3,43%</b>	<b>3,32%</b>
Atribuível a:										
Interesses que não controlam	1,10%	0,92%	0,79%	0,37%	0,19%	0,31%	0,22%	0,17%	0,05%	0,09%
<b>Aos acionistas da Jerónimo Martins</b>	<b>2,65%</b>	<b>2,88%</b>	<b>2,64%</b>	<b>2,45%</b>	<b>2,37%</b>	<b>2,74%</b>	<b>3,23%</b>	<b>3,46%</b>	<b>3,37%</b>	<b>3,23%</b>

Fonte: Elaboração própria

Anexo 7: Análise vertical da demonstração de fluxos de caixa

Tabela XIII: Análise vertical da demonstração de fluxos de caixa

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Atividades operacionais</b>										
Recebimento de clientes	111,84%	111,96%	111,72%	111,94%	111,92%	111,77%	111,99%	111,87%	111,95%	112,39%
Pagamentos aos fornecedores e pessoal	-103,96%	-103,28%	-102,05%	-102,41%	-101,98%	-102,85%	-103,02%	-103,39%	-104,40%	-105,25%
<i>Caixa gerada pelas operações</i>	7,87%	8,68%	9,67%	9,53%	9,94%	8,91%	8,97%	8,48%	7,55%	7,13%
Juros pagos	-1,13%	-1,08%	-1,01%	-1,05%	-1,43%	-1,09%	-0,54%	-0,26%	-0,39%	-0,32%
Imposto sobre o rendimento pago	-0,48%	-0,46%	-0,39%	-0,50%	-0,55%	-0,39%	-0,53%	-0,66%	-0,91%	-1,02%
<b>Fluxo de caixa de atividades operacionais</b>	<b>6,27%</b>	<b>7,13%</b>	<b>8,27%</b>	<b>7,98%</b>	<b>7,95%</b>	<b>7,44%</b>	<b>7,90%</b>	<b>7,56%</b>	<b>6,25%</b>	<b>5,79%</b>
<b>Atividades de investimento</b>										
<i>Recebimentos</i>	1,22%	0,63%	0,97%	1,15%	1,08%	0,27%	0,75%	0,28%	0,30%	0,19%
Alienação de activos fixos tangíveis	0,04%	0,06%	0,14%	0,15%	0,88%	0,20%	0,56%	0,10%	0,06%	0,05%
Alienação de ativos intangíveis	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,03%	0,00%	0,08%	0,00%	0,00%
Alienação de investimentos financeiros disponíveis para venda e propriedades de investimento	1,02%	0,45%	0,73%	0,93%	0,08%	0,00%	0,13%	0,00%	0,00%	0,00%
Juros recebidos	0,12%	0,09%	0,07%	0,05%	0,12%	0,03%	0,05%	0,09%	0,07%	0,02%
Dividendos recebidos	0,03%	0,03%	0,03%	0,01%	0,00%	0,00%	0,01%	0,01%	0,17%	0,12%
<i>Pagamentos</i>	-7,17%	-3,99%	-6,95%	-8,72%	-13,00%	-4,50%	-4,55%	-3,99%	-4,58%	-4,38%
Aquisição de ativos fixos tangíveis	-2,60%	-3,84%	-6,46%	-8,19%	-6,44%	-4,29%	-4,26%	-3,72%	-4,26%	-4,10%
Aquisição de empresas do grupo e associadas	-2,90%	0,00%	0,00%	-0,13%	-6,16%	0,00%	0,00%	-0,08%	0,00%	0,00%
Aquisição de investimentos financeiros disponíveis para venda e propriedades de investimento	-1,43%	-0,01%	0,00%	-0,01%	-0,01%	-0,03%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Aquisição de ativos intangíveis	-0,24%	-0,14%	-0,49%	-0,40%	-0,40%	-0,18%	-0,30%	-0,20%	-0,32%	-0,28%
<b>Fluxo de caixa de atividades de investimento</b>	<b>-5,95%</b>	<b>-3,36%</b>	<b>-5,98%</b>	<b>-7,57%</b>	<b>-11,91%</b>	<b>-4,23%</b>	<b>-3,80%</b>	<b>-3,72%</b>	<b>-4,28%</b>	<b>-4,19%</b>
<b>Atividades de financiamento</b>										
<i>Recebimentos</i>	15,76%	4,18%	0%	4,13%	5,03%	2,40%	0,90%	1,09%	2,72%	1,98%
Recebimento por emissão de acções	4,23%	0,00%	0%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Recebimentos relativos a empréstimos	11,53%	4,18%	0%	4,13%	5,03%	2,40%	0,90%	1,09%	2,72%	1,98%
<i>Pagamentos</i>	-15,50%	-7,28%	-3%	-2,99%	-2,31%	-5,68%	-4,13%	-2,32%	-6,26%	-3,57%
Pagamento a Interesses minoritários por redução de capital	0,00%	0,00%	0%	0,00%	-0,03%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Pagamento de empréstimos	-15,04%	-5,76%	-1%	-1,71%	-1,21%	-4,53%	-1,37%	-2,28%	-3,09%	-1,78%
Pagamento de dividendos resultantes de reestruturação societária	0,00%	0,00%	0%	0,00%	0,00%	0,00%	-0,01%	0,00%	0,00%	0,00%
Pagamento de dividendos	-0,46%	-1,52%	-1%	-1,28%	-1,07%	-1,15%	-2,74%	-0,04%	-3,17%	-1,79%
<b>Fluxo de caixa de atividades de financiamento</b>	<b>2%</b>	<b>-3,10%</b>	<b>100%</b>	<b>1,14%</b>	<b>54%</b>	<b>-3,28%</b>	<b>-3,23%</b>	<b>-1,23%</b>	<b>-3,54%</b>	<b>-1,59%</b>

Fonte: Elaboração própria

## Anexo 8: Análise horizontal do balanço

Tabela XIV: Análise horizontal do balanço

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Ativo</b>									
<b>Ativo não corrente</b>	1,6%	11,8%	19,8%	22,7%	5,0%	6,7%	2,4%	9,3%	5,9%
Ativos fixos tangíveis	6,5%	19,6%	26,8%	12,2%	6,8%	9,5%	4,9%	11,8%	8,2%
Propriedades de investimento	-26,5%	-14,6%	42,2%	30,1%	-1,9%	-17,8%	0,2%	-5,4%	-3,8%
Ativos intangíveis	27,6%	5,3%	11,2%	66,6%	1,0%	3,4%	-3,8%	-4,4%	1,4%
Partes de capital em <i>joint-ventures</i> e associadas	71,8%	-6,6%	12,7%	22,0%	30,9%	8,5%	-13,3%	7253,3%	5,3%
Adiantamento por conta de investimento financeiro	-100,0%	-	-	-	-	-	-	-	-
Ativos (investimentos) financeiros disponíveis para venda	-32,4%	-13,5%	-70,9%	-27,4%	0,8%	-6,8%	-12,2%	-83,4%	18,2%
Devedores e acréscimos e diferimentos	8,5%	-1,3%	2,1%	1,5%	8,5%	-0,8%	19,1%	12,8%	-8,7%
Instrumentos financeiros derivados	98,9%	-47,8%	-69,2%	75,6%	-65,8%	-86,9%	-78,3%	-100,0%	-
Impostos diferidos ativos	-2,9%	-16,2%	-2,5%	-13,8%	9,3%	-2,4%	-14,0%	-10,0%	-2,1%
<b>Ativo corrente</b>	22,5%	3,8%	20,9%	8,1%	-5,9%	16,9%	27,0%	-1,6%	9,9%
Propriedades de investimento	-	-	-100,0%	-	-	-	-	-	-
Existências	15,5%	6,4%	20,6%	25,0%	-13,3%	10,2%	5,3%	22,1%	21,3%
Impostos a recuperar	63,9%	29,5%	13,1%	21,2%	-35,7%	119,1%	-30,9%	40,8%	12,2%
Devedores e acréscimos e diferimentos	16,6%	13,7%	2,2%	12,5%	10,4%	-4,7%	7,3%	19,2%	3,7%
Ativos (investimentos) financeiros disponíveis para venda	-	-100,0%	-	-	-	-	-	-	-
Instrumentos financeiros derivados	-	-	-	70,6%	46,1%	-100,0%	-	-	-
Caixa e equivalentes de caixa	18,9%	-8,2%	52,8%	-15,5%	-1,6%	36,0%	74,4%	-29,3%	-0,9%
<b>TOTAL ATIVO</b>	6,2%	9,8%	20,1%	19,2%	2,6%	8,7%	7,7%	6,5%	6,9%
<b>Capital Próprio</b>									
Capital	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Prémios de emissão	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ações próprias	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Reservas de reavaliação e outras reservas	15,4%	11,0%	9,9%	-37,2%	-5,3%	14,9%	-101,8%	-4585,8%	-47,6%
Resultados retidos	-18,4%	-21,1%	-32,2%	-66,5%	-242,5%	76,2%	250,3%	7,8%	38,1%
Interesses que não controlam (minoritários)	10,2%	9,8%	4,3%	-2,1%	2,2%	-0,3%	4,9%	-3,5%	-8,2%
<b>TOTAL CAPITAL PRÓPRIO</b>	17,8%	14,4%	12,6%	7,7%	14,5%	6,2%	25,6%	5,6%	9,8%
<b>Passivo</b>									
<b>Passivo não corrente</b>	26,3%	-2,5%	21,4%	6,3%	6,2%	-13,0%	-27,2%	36,6%	-29,1%
Empréstimos obtidos	34,1%	-6,3%	19,9%	9,5%	2,3%	-16,2%	-39,2%	48,0%	-35,3%
Instrumentos financeiros derivados	-50,9%	227,8%	89,4%	-61,3%	53,3%	-44,8%	-47,2%	25,0%	-73,1%
Benefícios concedidos a empregados	-5,9%	2,5%	-2,4%	50,9%	-1,6%	11,2%	10,1%	0,0%	10,3%
Proveitos diferidos -subsídios do Estado	-13,9%	-7,8%	-21,4%	-6,8%	-2,5%	-2,5%	-2,7%	-2,7%	-2,7%
Provisões para riscos e encargos	-9,3%	-6,6%	12,7%	67,8%	-28,6%	24,0%	116,5%	101,3%	-21,9%
Impostos diferidos passivos	5,6%	5,5%	13,5%	-1,7%	62,4%	9,0%	8,5%	-22,6%	-4,5%
<b>Passivo corrente</b>	-9,5%	15,1%	24,2%	33,3%	-4,7%	21,2%	11,3%	-0,1%	16,7%
Credores e acréscimos e diferimentos	12,3%	18,6%	23,8%	21,0%	5,6%	15,0%	5,9%	11,3%	7,7%
Instrumentos financeiros derivados	573,0%	-62,6%	-65,9%	-100,0%	-	151,7%	-48,0%	22,8%	214,6%
Empréstimos obtidos	-66,8%	-11,5%	29,6%	164,2%	-59,6%	76,1%	61,8%	-69,7%	202,3%
Impostos a pagar	5,8%	5,7%	23,5%	48,2%	4,9%	67,7%	8,0%	15,0%	9,0%
Proveitos diferidos -subsídios do Estado	-	-	-35,0%	22,4%	-7,3%	-6,6%	-22,5%	-54,5%	0,0%
<b>TOTAL PASSIVO</b>	2,3%	8,0%	23,2%	23,5%	-1,3%	9,7%	1,1%	6,9%	5,5%
<b>TOTAL PASSIVO + CAPITAL PRÓPRIO</b>	6,2%	9,8%	20,1%	19,2%	2,6%	8,7%	7,7%	6,5%	6,9%

Fonte: Elaboração própria

Anexo 9: Análise Horizontal da demonstração de resultados

Tabela XV: Análise horizontal da demonstração de resultados

Vendas e prestações de serviços	9,5%	15,1%	21,4%	28,9%	6,1%	18,8%	13,2%	8,6%	10,7%
Custo das vendas	10,8%	16,2%	22,5%	29,2%	5,9%	19,1%	14,3%	3,3%	11,4%
Proveitos e custos suplementares	22,2%	9,0%	21,1%	37,4%	15,2%	16,3%	25,1%	-100,0%	-
<b>Margem</b>	<b>7,6%</b>	<b>10,6%</b>	<b>17,4%</b>	<b>29,2%</b>	<b>8,6%</b>	<b>17,2%</b>	<b>11,4%</b>	<b>4,5%</b>	<b>8,3%</b>
Custo de distribuição	10,5%	15,4%	22,9%	28,0%	8,5%	16,6%	10,0%	6,6%	10,3%
Custos administrativos	6,5%	2,6%	5,8%	18,1%	-1,5%	14,9%	6,1%	-3,5%	9,2%
Resultados operacionais não usuais	-3069,5%	-48,8%	-88,3%	-2764,4%	-21,3%	0,7%	22,7%	34,2%	-82,9%
<b>Resultados operacionais</b>	<b>4,4%</b>	<b>-0,3%</b>	<b>4,3%</b>	<b>34,5%</b>	<b>15,5%</b>	<b>21,1%</b>	<b>18,1%</b>	<b>0,4%</b>	<b>4,6%</b>
Custos financeiros líquidos	-21,3%	-6,5%	39,8%	32,4%	-10,1%	-43,2%	-24,1%	-2,2%	30,1%
Ganhos em <i>joint-ventures</i> e associadas	53,7%	9,0%	12,1%	37,7%	4,7%	94,0%	-23,7%	2598,2%	41,6%
Ganhos/perdas em outros investimentos	-	-	37,3%	-110,5%	-77,6%	900,4%	-71,1%	91,0%	-41,9%
<b>Resultados antes de impostos</b>	<b>14,3%</b>	<b>10,6%</b>	<b>-0,8%</b>	<b>18,3%</b>	<b>25,6%</b>	<b>35,8%</b>	<b>23,7%</b>	<b>3,0%</b>	<b>4,3%</b>
Imposto sobre o rendimento do exercício	35,1%	51,1%	-4,1%	25,2%	20,6%	42,1%	40,6%	4,6%	-4,7%
<b>Resultados líquidos antes de interesses que não controlam</b>	<b>11,3%</b>	<b>3,5%</b>	<b>0,001%</b>	<b>16,6%</b>	<b>26,9%</b>	<b>34,3%</b>	<b>19,2%</b>	<b>2,5%</b>	<b>7,2%</b>
Atribuível a:									
Interesses que não controlam	-7,9%	-1,8%	-43,5%	-35,0%	79,6%	-18,2%	-8,9%	-65,7%	75,4%
<b>Aos acionistas da Jerónimo Martins</b>	<b>19,3%</b>	<b>5,2%</b>	<b>13,0%</b>	<b>24,3%</b>	<b>22,8%</b>	<b>40,3%</b>	<b>21,1%</b>	<b>5,9%</b>	<b>6,0%</b>
Resultado básico e diluído por acção - euros	5,2%	-79,0%	13,0%	24,3%	22,8%	40,3%	21,1%	5,9%	6,0%

Fonte: Elaboração própria

Anexo 10: Análise horizontal da demonstração de fluxos de caixa

Tabela XVI: Análise horizontal da demonstração de fluxos de caixa

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Atividades operacionais</b>									
Recebimento de clientes	9,7%	14,9%	21,6%	28,8%	6,0%	19,0%	13,1%	8,7%	11,2%
Pagamentos aos fornecedores e pessoal	8,8%	13,7%	21,8%	28,3%	7,0%	19,0%	13,6%	9,6%	11,6%
<i>Caixa gerada pelas operações</i>	20,7%	28,4%	19,6%	34,4%	-4,8%	19,6%	7,0%	-3,3%	4,7%
Juros pagos	5,1%	8,2%	26,1%	75,2%	-19,4%	-41,4%	-45,0%	62,8%	-8,8%
Imposto sobre o rendimento pago	5,5%	-3,2%	55,5%	42,0%	-24,6%	39,2%	49,5%	24,8%	
<b>Fluxo de caixa de atividades operacionais</b>	<b>24,7%</b>	<b>33,5%</b>	<b>17,1%</b>	<b>28,5%</b>	<b>-0,8%</b>	<b>26,2%</b>	<b>8,3%</b>	<b>-10,2%</b>	<b>2,6%</b>
<b>Atividades de investimento</b>									
<i>Recebimentos</i>	-43,70%	78,08%	43,75%	21,68%	-73,98%	235,59%	-58,27%	16,61%	-27,63%
Alienação de ativos fixos tangíveis	70,2%	151,5%	30,5%	673,1%	-75,8%	233,9%	-78,8%	-41,5%	4,1%
Alienação de ativos intangíveis	-	-	-	-	-	-100,0%	-	-93,0%	-66,8%
Alienação de investimentos financeiros disponíveis para venda e propriedades de investimento	-51,7%	87,4%	54,6%	-88,6%	-99,8%	96816,7%	-100,0%	-	-
Juros recebidos	-23,3%	-10,3%	-1,7%	188,4%	-71,1%	73,8%	108,6%	-15,8%	-64,3%
Dividendos recebidos	-10,4%	36,1%	-51,3%	-69,6%	-61,8%	663,0%	10,2%	2512,6%	-22,9%
<i>Pagamentos</i>	-39,04%	100,59%	52,20%	92,11%	-63,29%	20,25%	-0,65%	24,47%	5,98%
Aquisição de ativos fixos tangíveis	62,0%	93,7%	53,8%	1,3%	-29,3%	17,8%	-1,0%	24,2%	6,6%
Aquisição de empresas do grupo e associadas	-100,0%	-	-	6121,4%	-100,0%	-	-	-100,0%	-
Aquisição de investimentos financeiros disponíveis para venda e propriedades de investimento	-99,2%	-46,3%	86,7%	42,7%	248,4%	-99,7%	280,0%	-84,2%	-100,0%
Aquisição de ativos intangíveis	-37,1%	298,8%	-1,4%	29,0%	-51,7%	95,1%	-25,1%	76,9%	-2,9%
<b>Fluxo de caixa de atividades de investimento</b>	<b>-38,1%</b>	<b>104,8%</b>	<b>53,6%</b>	<b>102,8%</b>	<b>-62,3%</b>	<b>6,7%</b>	<b>10,7%</b>	<b>25,1%</b>	<b>8,3%</b>
<b>Atividades de financiamento</b>									
<i>Recebimentos</i>	-70,95%	-100,00%	-	56,74%	-49,28%	-55,61%	37,92%	170,31%	-19,64%
Recebimento por emissão de ações	-100,0%	-	-	-	-	-	-	-	-
Recebimentos relativos a empréstimos	-60,3%	-100,0%	-	56,7%	-49,3%	-55,6%	37,9%	170,3%	-19,6%
<i>Pagamentos</i>	-48,55%	-57,97%	36,45%	-0,31%	160,87%	-13,70%	-36,27%	192,59%	-36,93%
Pagamento a Interesses minoritários por redução de capital	-	-	-	-	-100,0%	-	-	-	-
Pagamento de empréstimos	-58,1%	-76,8%	79,2%	-8,8%	296,8%	-64,0%	88,1%	46,9%	-36,3%
Pagamento de dividendos resultantes de reestruturação societária	-	-	-	-	-	-	-100,0%	-	-
Pagamento de dividendos	260,1%	13,3%	3,3%	7,8%	14,4%	183,0%	-98,3%	8334,3%	-37,6%
<b>Fluxo de caixa de atividades de financiamento</b>	<b>-1429,1%</b>	<b>-1,3%</b>	<b>-152,3%</b>	<b>205,6%</b>	<b>-228,2%</b>	<b>17,0%</b>	<b>-56,9%</b>	<b>212,4%</b>	<b>-50,2%</b>

Fonte: Elaboração própria



## Anexo 11: Rácios de rentabilidade

Tabela XVII: Rácios de rentabilidade

	Rácios rentabilidade								
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Margem Bruta	24,62%	23,66%	22,89%	22,95%	23,48%	23,17%	22,81%	21,96%	21,48%
Margem Contribuição	19,29%	18,03%	17,31%	17,57%	18,18%	17,91%	17,69%	17,03%	16,59%
Rendibilidade Operacional das Vendas	5,66%	4,90%	4,21%	4,39%	4,78%	4,87%	5,08%	4,70%	4,44%
Rendibilidade Líquida das Vendas	3,81%	3,42%	2,82%	2,55%	3,05%	3,45%	3,63%	3,43%	3,32%
<i>Cash Return on sales</i>	7,13%	8,27%	7,98%	7,95%	7,44%	7,90%	7,56%	6,25%	5,79%
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Rendibilidade Operacional do Ativo	9,40%	8,67%	7,86%	8,84%	9,27%	10,61%	11,58%	10,85%	10,64%
Efeito dos custos fixos	29,31%	27,15%	24,31%	24,99%	26,30%	27,21%	28,74%	27,60%	26,76%
Rendibilidade Líquida do Ativo	6,33%	6,06%	5,27%	5,14%	5,91%	7,51%	8,27%	7,92%	7,95%
<i>Cash Return on Assets</i>	11,86%	14,64%	14,89%	16,00%	14,41%	17,20%	17,22%	14,44%	13,88%
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
RCP	23,51%	20,99%	18,50%	19,60%	22,36%	27,28%	27,99%	25,06%	24,91%
<i>Cash return on Equity</i>	44,05%	50,69%	52,31%	61,08%	54,49%	62,50%	58,26%	45,69%	43,48%



## Anexo 12: Comparação com o setor

Tabela XVIII: Comparação com o setor

		Rácios Liquidez								
		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Liquidez Geral	Empresa	0,517	0,558	0,524	0,469	0,424	0,413	0,436	0,460	0,443
	Sector	0,642	0,691	0,574	0,600	0,571	0,546	0,513	0,597	0,534
Liquidez Reduzida	Empresa	0,306	0,330	0,308	0,263	0,232	0,240	0,275	0,286	0,247
	Sector	0,428	0,475	0,357	0,379	0,362	0,346	0,324	0,397	0,340

		Estrutura Financeira								
		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Autonomia Financeira	Empresa	26,91%	28,89%	28,46%	26,20%	26,44%	27,53%	29,55%	31,60%	31,92%
	Sector	19,83%	20,72%	18,35%	20,51%	22,37%	22,54%	21,31%	22,03%	22,87%
Solvabilidade	Empresa	36,83%	40,62%	39,79%	35,49%	35,95%	37,98%	41,95%	46,19%	46,89%
	Sector	24,74%	26,13%	22,48%	25,79%	28,82%	29,09%	27,08%	28,26%	29,65%
Endividamento	Empresa	73,09%	71,11%	71,54%	73,80%	73,56%	72,47%	70,45%	68,40%	68,08%
	Sector	80,17%	79,28%	81,65%	79,50%	77,62%	77,46%	78,69%	77,97%	77,13%

		Rácios de rentabilidade								
		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
RCP	Empresa	23,51%	20,99%	18,50%	19,60%	22,36%	27,28%	27,99%	25,06%	24,91%
	Sector	9,99%	19,50%	13,39%	10,46%	7,31%	13,15%	4,64%	7,23%	9,09%
ROA	Empresa	9,40%	8,67%	7,86%	8,84%	9,27%	10,61%	11,58%	10,85%	10,64%
	Sector	3,57%	6,66%	5,13%	4,59%	3,31%	4,67%	2,28%	2,99%	2,49%
Rentabilidade Líquida Vendas	Empresa	3,81%	3,42%	2,82%	2,55%	3,05%	3,45%	3,63%	3,43%	3,32%
	Sector	1,10%	2,14%	1,31%	1,08%	0,83%	1,51%	0,48%	0,78%	0,99%

		Rácios de Atividade								
		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
PMI	Empresa	26,925	25,635	23,786	22,644	22,178	18,185	17,121	18,875	20,611
	Sector	33	31	34	33	31	30	29	26	27
PMP	Empresa	81,80	82,50	82,00	78,19	84,30	77,07	75,14	80,13	80,27
	Sector	71	67	64	60	64	64	63	59	59
PMR	Empresa	6,47	6,14	5,23	4,14	3,97	3,20	2,87	2,27	1,61
	Sector	9	7	5	6	6	5	5	4	5
Rotação Ativo	Empresa	1,66	1,77	1,87	2,01	1,94	2,18	2,28	2,31	2,40
	Sector	1,79	1,88	1,88	1,98	1,97	1,96	2,04	2,04	2,1

ANÁLISE FINANCEIRA DE UMA EMPRESA PORTUGUESA: IMPACTO DA CRISE FINANCEIRA

		Equilíbrio Financeiro								
		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
FM	Empresa	-514.056	-480.937	-621.156	-895.469	1.084.434	1.192.441	1.324.765	1.335.341	1.492.485
	Setor	11.891.102	1.127.103	1.666.982	1.605.241	1.668.700	1.811.670	1.901.900	1.319.261	1.640.924