

# COMPANY NOTE

## Jerónimo Martins – Início das operações na Colômbia domina atenções

### VISÃO – MANTER

#### Preço e Performance

Preço	15,17
Máx de 52 semanas	16,66
Mín de 52 semanas	11,07
YTD (%)	3,90
Volume médio diário (mn)	597.923
Capitalização bolsista (mn)	9.546
Beta	0,7791646
Dividendo	0,295
EPS	0,57

#### Consenso de analistas

Opinião do consenso	Nº de recomendações
COMPRAR	10
MANTER	8
VENDER	7

#### Informação Financeira

Vendas (mn)	10.876
EBITDA (mn)	746
Nº de empregados	66.270
ROA (%)	8,06
ROE (%)	30,82
D/E	0,07
DY	1,93

#### Evolução Gráfica



#### Estrutura Accionista

Soc. Francisco M. dos Santos	56,10%
Asteck, S.A.	10,00%
Carmignac Gestion	2,70%
Free Float	31,20%

### CONTACTOS

#### Research

João Lampreia  
jlampreia@bancobig.pt

João Cabeçana  
Joao.cabecana@bancobig.pt

Filipa Almeida  
Filipa.almeida@bancobig.pt

Miguel Medeiros  
Miguel.medeiros@bancobig.pt

### 1 – Sumário

Apesar da actual conjuntura económica vivida a nível nacional, assim como o abrandamento do crescimento económico na Polónia, a performance do grupo ao nível dos resultados e das vendas mostra uma grande resiliência e uma capacidade de resposta acima da média às mudanças constantes que advêm de um clima macroeconómico adverso.

As operações do grupo na Polónia continuam a ser o grande impulsionador do crescimento da Jerónimo Martins, apesar da performance ao nível nacional ter sido superior à registada pelo mercado correspondente. Com uma política de expansão agressiva no mercado polaco e a implementação do projecto de renovação das localizações já existentes, a Jerónimo Martins tem conseguido ir de encontro às necessidades dos consumidores polacos com significativo sucesso.

Em 2013, os investidores deverão voltar as suas atenções para o início das operações do grupo na Colômbia, algo que deverá dominar o *newsflow* empresarial do ano, com a inauguração física das primeiras lojas a ocorrer já em Março de 2013, ao mesmo tempo que se inicia o período de adaptação do negócio ao mercado colombiano, que deverá ter uma duração média de 3 a 5 anos.

### 2 – Resultados FY12

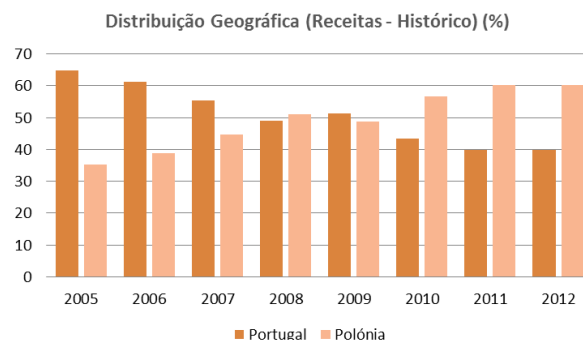
	(EUR mn)	FY12	FY11	Var. %
Vendas Consolidadas		10.875,9	9.838,2	10,5%
Resultado Líquido		360,4	340,3	5,9%
EBITDA		764,6	721,6	6,0%
Margem EBITDA (%)		7%	7,30%	-
Dívida Líquida		359,2	227,7	-

(Fonte: Jerónimo Martins)

#### • Vendas

A empresa reportou vendas consolidadas de EUR 10,86 mil mn, um aumento de 10,5% face ao ano de 2011, uma performance especialmente impulsionada pela aumento das vendas no mercado polaco, apesar do abrandamento económico registado no país. A Jerónimo Martins registou vendas superiores ao mercado em todos os segmentos onde opera, aumentando ainda as quotas de mercado.

Na Polónia, apesar do abrandamento do crescimento do retalho alimentar durante o ano, a Biedronka atingiu um volume de vendas de EUR 6,7 mil mn, o que representa um crescimento de 16,3%, desempenho este impulsionado pela continuada execução do plano de expansão e por um forte crescimento das vendas LfL, que atingiu os 6,4%. A Polónia representa já mais de 60% das receitas da Jerónimo Martins, sendo que este valor se manteve praticamente inalterado face ao ano de 2011.



(Fonte: Bloomberg)

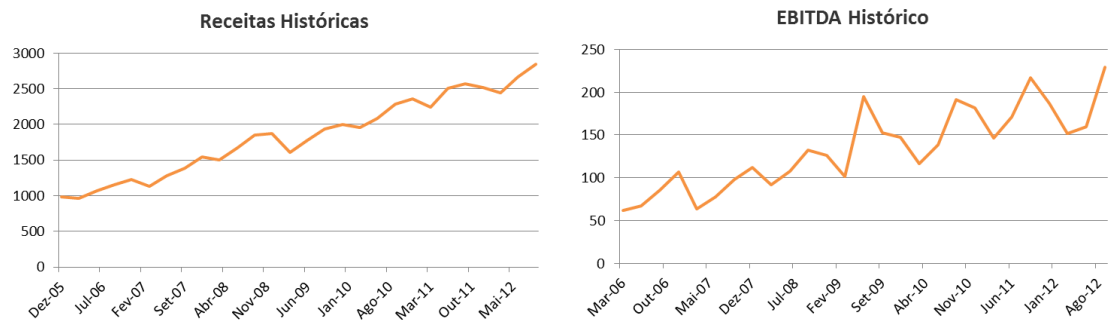
# COMPANY NOTE

Já em Portugal, o ambiente macroeconómico sofreu uma deterioração mais rápida do que inicialmente previsto, algo que se fez sentir nas quebras das vendas no retalho alimentar no país. Ainda assim, o Pingo Doce conseguiu responder de forma célere a estas mudanças, terminando o ano com um crescimento das vendas de 2,4% e reforçando as quotas de mercado.

- **Resultados**

O resultado líquido da empresa atingiu os EUR 360,4 mn, o que representa um aumento de cerca de 6% face ao período homólogo.

Também o EBITDA cresceu 6% durante o ano de 2012, atingido os EUR 764,6 mn, com a margem EBITDA do grupo a recuar ligeiramente para 7%, face aos 7,3% registados no período homólogo, algo que reflecte o investimento no que diz respeito aos preços praticados pelo Pingo Doce, assim como a diluição provocada pelo início das operações da empresa na Colômbia.



(Fonte: Bloomberg)

- **Desempenho e Estratégia**

O desempenho do grupo em 2012 esteve assente em três princípios estratégicos que foram todos concretizados pela empresa no final do período e que passaram pelo reforço da posição competitiva, execução dos programas de investimento e o início das operações na Colômbia.

No que diz respeito à posição competitiva do grupo, na Polónia, e atendendo à evolução dos hábitos dos consumidores polacos, a Jerónimo Martins identificou a área de produtos perecíveis como uma área chave para o investimento no ano de 2012. Desta forma, o novo *layout*, já presente em todas as lojas do país, dá um destaque mais proeminente a esta área, tendo o programa de renovações e expansão sido executado sem imprevistos e mais depressa do que o inicialmente programado. A empresa reforçou ainda a sua presença nas grandes cidades tendo, em 2012, inaugurado 263 novas localizações e terminando 2012 com um total de 2125 lojas.

Em Portugal, a estratégia de intensificação da posição competitiva do grupo passou pelo reforço da política de preços já implementada, assim como a intensificação da actividade promocional para fazer face ao aumento da sensibilidade do consumidor ao factor preço e à tendência de *trading down* registada no sector do retalho alimentar.

Já no que diz respeito à execução do programa de investimento do grupo, a expansão continuou a ser a principal prioridade deste, que em 2012 fez investimentos totais de EUR 466 mn, sendo que 53% deste valor (EUR 249 mn) foi alocado a este propósito. A conversão das lojas Biedronka na Polónia foi o maior projecto individual do ano, ao qual foram alocados EUR 100 mn. O grupo detém já operações em 10 regiões da Polónia.

## CONTACTOS

### Research

João Lampreia  
jlampreia@bancobig.pt

João Cabeçana  
Joao.cabecana@bancobig.pt

Filipa Almeida  
Filipa.almeida@bancobig.pt

Miguel Medeiros  
Miguel.medeiros@bancobig.pt

Este documento foi preparado exclusivamente para fins informativos, baseando-se em informações disponíveis para o público em geral e recolhida de fontes **Research** consideradas de confiança. O BIG não assume qualquer responsabilidade pela correcção integral da informação disponibilizada, nem deve entender-se nada do aqui constante como indicador de que quaisquer resultados serão alcançados. Chama-se particularmente a atenção para o facto de que os resultados previstos são susceptíveis de alteração em função de modificações que se venham a verificar nos pressupostos que serviram de base à informação agora disponibilizada. Adverte-se igualmente que o comportamento anterior de qualquer valor mobiliário não é indicativo de manutenção de comportamento idêntico no futuro, bem como que o preço de quaisquer valores pode ser alterado sem qualquer aviso prévio. O BIG poderá disponibilizar informação adicional, caso tal lhe seja expressamente solicitado. Este documento não consubstancia uma proposta de venda, nem uma solicitação de compra para a subscrição de quaisquer valores mobiliários.

# COMPANY NOTE

Por fim, e relativamente ao início das operações do grupo na Colômbia, a empresa mantém o *outlook* para a evolução das operações no país durante o período de adaptação, *view* este que já havia sido divulgado no Investor's Day no final do ano transacto. O arranque oficial das operações, com a inauguração das primeiras localizações físicas, dar-se-á em Março de 2013.

Nota final para o anúncio por parte da gestão da empresa da proposta de pagamento de um dividendo bruto de EUR 0,295 por acção, o que se traduz num aumento de 7,3% face ao dividendo distribuído no ano anterior.

## 4 – Múltiplos e Avaliação Relativa

	P/E 2013E (IBES)	P/E 2014E (IBES)	P/BV	YTD %	Dividend Yield	ROA	EV/EBITDA 2013	CP/Act. (Estrutura Financeira)	Div. Liq./EBITDA
<b>Mercados Desenvolvidos</b>									
CARREFOUR SA	17,16	15,18	2,29	11,35	2,41	1,24	6,23	16%	2,484
AHOLD NV	11,22	10,46	1,92	9,52	3,60	5,50	5,66	40%	0,774
METRO AG	9,12	8,69	1,12	-1,64	6,53	1,21	4,79	19%	1,239
WAL-MART STORES	13,79	12,54	3,23	8,05	2,16	8,57	7,86	40%	1,277
CASINO GUICHARD	13,86	12,30	0,58	8,40	3,84	2,93	4,34	36%	1,821
TESCO PLC	12,13	11,48	1,76	13,74	4,29	5,38	6,93	35%	1,606
<b>JERONIMO MARTINS</b>	<b>21,16</b>	<b>18,20</b>	<b>7,96</b>	<b>5,21</b>	<b>3,35</b>	<b>8,06</b>	<b>13,15</b>	<b>34%</b>	<b>0,461</b>
DELHAIZE GROUP	8,73	9,17	0,69	23,07	4,73	3,04	4,97	44%	2,037
UNILEVER NV-CVA	18,07	16,68	5,72	6,14	3,18	9,56	10,94	34%	0,898
média	13,92	12,74	2,81	9,31	3,79	5,06	7,21	33%	1,400
média exc. JMT	13,01	12,06	2,16	9,83	3,84	4,68	6,46	33%	1,517

<b>Mercados Emergentes</b>									
BIM BIRLESIK MAG	30,59	25,71	19,20	-3,44	1,54	18,77	26,19	36%	-0,769
MIGROS TICARET A	31,95	30,61	3,00	2,09	n.d.	3,47	12,46	22%	4,190
<b>JERONIMO MARTINS</b>	<b>21,16</b>	<b>18,20</b>	<b>7,96</b>	<b>5,21</b>	<b>3,35</b>	<b>8,06</b>	<b>13,15</b>	<b>34%</b>	<b>0,461</b>
ALMACENES EXITO	29,25	27,06	2,03	-3,04	1,26	4,72	15,87	74%	-2,655
WALMART DE MEX-V	25,23	21,92	4,90	-8,74	1,42	10,41	18,03	63%	-0,366
PAO ACUCA-PREF	21,52	17,78	3,16	12,71	0,73	3,04	8,09	31%	0,945
CENCOSUD SA	22,56	19,20	2,36	19,66	0,75	3,59	n.d.	40%	n.d.
SORIANA-B	18,98	16,49	2,01	-8,56	0,62	4,82	12,17	54%	0,190
CHEDRAUI	20,52	17,51	1,95	-2,41	0,55	3,73	10,92	47%	1,355
média	24,64	21,61	5,17	1,50	1,28	6,73	14,61	44%	0,419
média exc. JMT	25,08	22,04	4,83	1,03	0,98	6,57	14,82	46%	0,413

<b>Jerónimo Martins</b>	<b>21,16</b>	<b>18,20</b>	<b>7,96</b>	<b>5,21</b>	<b>3,35</b>	<b>8,06</b>	<b>13,15</b>	<b>34%</b>	<b>0,461</b>
média ponderada *	20,25	18,05	3,76	4,55	2,13	5,81	11,48	41%	0,855

(Fonte: Bloomberg)

\*média ponderada: 40% / 60%

A Jerónimo Martins encontra-se a negociar a prémio face aos principais concorrentes ao nível dos mercados desenvolvidos, registando um P/E13 e um P/E14 de 21,16x e 18,20x, respectivamente, comparando com os 13,01x e 12,06x, registados pela média sectorial. Também o P/BV se encontra a prémio face à média do sector (7,96x vs 2,16x). De notar ainda que os níveis de endividamento da empresa se encontram em linha com os dos restantes congéneres europeus, assim como o valor do dividendo a distribuir (3,35% vs 3,84%, da média sectorial). Numa perspectiva YTD, a empresa segue a valorizar mais de 5%, ficando ainda aquém da valorização média do sector, que se cifra perto dos 10%.

Já no que diz respeito aos mercados emergentes, região esta onde a empresa começa a reforçar a sua presença, com a recente entrada no mercado colombiano, a Jerónimo Martins regista a tendência contrária face à registada nos mercados desenvolvidos, negociando a desconto face aos principais concorrentes. O P/E13 da empresa cifra-se nos 21,16x, comparando positivamente com a média de 25,08x evidenciada pelo sector, enquanto ao nível do P/BV a tendência é contrária, estando este a prémio face à média da indústria (7,96x vs 4,83x). Ainda de notar que o nível de dividendos a distribuir pelos principais congéneres emergentes é francamente inferior ao registado pela Jerónimo Martins. No que diz respeito à valorização da indústria numa perspectiva YTD, esta segue marginalmente positiva (+1,03%), enquanto a Jerónimo Martins avança mais de 5%.

## CONTACTOS

### Research

João Lampreia  
jlampreia@bancobig.ptJoão Cabeçana  
Joao.cabecana@bancobig.ptFilipa Almeida  
Filipa.almeida@bancobig.ptMiguel Medeiros  
Miguel.medeiros@bancobig.pt

Este documento foi preparado exclusivamente para fins informativos, baseando-se em informações disponíveis para o público em geral e recolhida de fontes **Research** consideradas de confiança. O BIG não assume qualquer responsabilidade pela correcção integral da informação disponibilizada, nem deve entender-se nada do aqui constante como indicador de que quaisquer resultados serão alcançados. Chama-se particularmente a atenção para o facto de que os resultados previstos são susceptíveis de alteração em função de modificações que se venham a verificar nos pressupostos que serviram de base à informação agora disponibilizada. Adverte-se igualmente que o comportamento anterior de qualquer valor mobiliário não é indicativo de manutenção de comportamento idêntico no futuro, bem como que o preço de quaisquer valores pode ser alterado sem qualquer aviso prévio. O BIG poderá disponibilizar informação adicional, caso tal lhe seja expressamente solicitado. Este documento não consubstancia uma proposta de venda, nem uma solicitação de compra para a subscrição de quaisquer valores mobiliários.

# COMPANY NOTE

## 5. Conclusão

Apesar da difícil envolvente macroeconómica nas diferentes geografias onde o grupo opera, este conseguiu manter uma performance resiliente, tendo mesmo ultrapassado a performance do mercado nos diversos segmentos, atingindo valorizações consideráveis nas vendas consolidadas e uma performance positiva no que diz respeito aos resultados, sendo que o aumento de quota de mercado foi um dos principais destaques da performance de 2012.

Durante o ano, a performance das operações da empresa na Polónia foram o grande foco da Jerónimo Martins, tendo esta reforçado a sua presença no mercado polaco por via de um aumento da quota de mercado, assim como com a conclusão do plano de expansão e conversão das operações, onde mais de 1700 lojas encerraram o ano já com o novo layout, focado nos produtos perecíveis.

Já em Portugal, onde o ambiente macroeconómico é menos favorável à performance positiva do sector do retalho, o crescimento das vendas registado foi superior ao dos diferentes sectores onde a empresa opera, tendo ainda a Jerónimo Martins atingido o objectivo de aumento de quota a que se tinha proposto.

Para 2013, o grupo antecipa um crescimento acima de 10% no que diz respeito às vendas, sendo que o EBITDA deverá crescer em linha com esta performance. Apesar do bom posicionamento do grupo para continua a ter uma performance superior à dos mercados, este mostra-se prudente na defesa da sua solidez, atendendo à conjuntura económica actual.

Para a Polónia, 2013 deverá ser um ano de fortalecimento da posição de liderança da Biedronka, algo que o grupo pretende tornar uma prioridade. O plano de expansão já em curso continuará a ser implementado, com a previsão de inauguração de 290 lojas durante o ano e a abertura de dois novos centros de distribuição, o que deverá consolidar as operações da Jerónimo Martins no mercado polaco.

Em Portugal, e apesar das perspectivas negativas para o mercado, o objectivo do grupo é o da protecção da competitividade de preço e o crescimento da quota de mercado, assim como a racionalização da estrutura de custos e as melhorias na rentabilidade.

2013 será ainda marcado pelo inicio das operações na Colômbia, onde a Jerónimo Martins antecipa abrir 30 a 40 lojas durante o ano. O programa de investimentos previsto para 2013 é de EUR 650-700 mn, sendo que 70% deste valor será direccionado à Biedronka, com EUR 100 mn a alocar às operações colombianas.

Apesar do clima macroeconómico adverso que se antecipa para o ano de 2013, sobretudo a nível nacional, acoplado com o abrandamento do crescimento na Polónia, a Jerónimo Martins mostra-se confiante na solidez do seu negócio e das diferentes estratégias implementadas, assim como na capacidade do grupo responder de forma célere e acertada às constantes mudanças que advêm da conjuntura económica actual e que impactam fortemente nos padrões de consumo dos clientes. Não obstante as incertezas associadas a qualquer entrada num novo mercado, com um novo tipo de consumidor, juntamente com uma nova estratégia, a solidez preconizada pelo grupo está já reflectida nos resultados referentes a 2012, pelo que estamos em crer que esta tendência positiva se deverá manter durante o ano de 2013.

As principais métricas de avaliação fundamental sugerem que o título já incorpora grande parte de um cenário optimista, tendo ainda em conta os riscos de uma eventual desaceleração da actividade económica na Polónia, principal mercado do grupo. Refira-se que o P/E e o P/BV situam-se acima da média sectorial ponderada (21,26x vs 20,25x e 7,96x vs 3,76x), pelo que o binómio risco-retorno aos níveis actuais mostra-se menos atractivo, pelo que reiteramos a posição de **Manter**.

## CONTACTOS

### Research

João Lampreia  
jlampreia@bancobig.pt

João Cabeçana  
Joao.cabecana@bancobig.pt

Filipa Almeida  
Filipa.almeida@bancobig.pt

Miguel Medeiros  
Miguel.medeiros@bancobig.pt

Este documento foi preparado exclusivamente para fins informativos, baseando-se em informações disponíveis para o público em geral e recolhida de fontes **Research** consideradas de confiança. O BIG não assume qualquer responsabilidade pela correcção integral da informação disponibilizada, nem deve entender-se nada do aqui constante como indicador de que quaisquer resultados serão alcançados. Chama-se particularmente a atenção para o facto de que os resultados previstos são susceptíveis de alteração em função de modificações que se venham a verificar nos pressupostos que serviram de base à informação agora disponibilizada. Adverte-se igualmente que o comportamento anterior de qualquer valor mobiliário não é indicativo de manutenção de comportamento idêntico no futuro, bem como que o preço de quaisquer valores pode ser alterado sem qualquer aviso prévio. O BIG poderá disponibilizar informação adicional, caso tal lhe seja expressamente solicitado. Este documento não consubstancia uma proposta de venda, nem uma solicitação de compra para a subscrição de quaisquer valores mobiliários.

# COMPANY NOTE

## DISCLOSURES

- O Banco de Investimento Global, S.A. é uma instituição registada e regulada pelo Banco de Portugal e pela Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários, as duas principais entidades responsáveis pela regulação de actividades financeiras em Portugal.
- O BIG dispõe de um Código de Conduta, aplicável a todos os colaboradores que desempenham a actividade de analistas financeiros, no sentido de continuar a assegurar o rigor, a competência e a excelência que caracterizam a sua imagem institucional. O referido documento está disponível para consulta externa, caso se verifique uma requisição nesse sentido.
- Os analistas que compõem a equipa de Research do BIG encontram-se, para todos os efeitos, devidamente registados junto da CMVM.
- Os membros da equipa de Research do BIG não recebem nem irão receber qualquer tipo de compensação no âmbito do exercício regular das suas recomendações, as quais reflectem opiniões estritamente pessoais.
- Não existe uma política de cobertura pré-definida no que respeita a selecção dos títulos alvo de recomendações de investimento.
- Clarificação dos termos qualitativos implícitos às recomendações:
  - Comprar, expectativa de retorno absoluto superior a 15%;
  - Acumular, expectativa de retorno absoluto entre +5% a +15%;
  - Manter/Neutral, expectativa de retorno absoluto entre -5% a +5%;
  - Reduzir, expectativa de retorno absoluto entre -5% a -15%;
  - Vender, expectativa de retorno absoluto inferior a -15%;
- Salvo disposição em contrário, a validade dos preços-alvo no âmbito das recomendações de investimento emitidas pelo Banco BiG Research consiste em 12 meses.
- A actualização dos nossos modelos e respectivos preços-alvo das recomendações de investimento proceder-se-á, habitualmente, num período entre 6 a 12 meses.
- O BIG pode ter, no presente e/ou no futuro, algum tipo de relação comercial com as empresas mencionadas neste relatório, nomeadamente ao nível da prestação de serviços de assessoria de investimento.
- O histórico relativo às recomendações de investimento elaboradas pela equipa de Research encontra-se nas tabelas em baixo, sendo que a consulta externa detalhada das respectivas performances poderá ser disponibilizada mediante uma requisição nesse sentido.

PSI20 Notes nos últimos 12 meses e à data de 31 de Dezembro de 2012:

	Número de Recomendações	%
Acumular/Comprar	3	37,5%
Manter/Neutral	3	37,5%
Reduzir/Vender	2	25,0%
Total	8	100,0%

Trading Ideas nos últimos 12 meses e à data de 31 de Dezembro de 2012:

	Número de Recomendações	%
Profit Taking	8	50,0%
Stop Loss	8	50,0%
Em Vigor	0	0,0%
Total	16	100,0%

Pair Trades nos últimos 12 meses e à data de 31 de Dezembro de 2012:

	Número de Recomendações	%
Profit Taking	4	50,0%
Stop Loss	4	50,0%
Em Vigor	0	0,0%
Total	8	100,0%

## DISCLAIMER

Este documento foi preparado exclusivamente para fins informativos, baseando-se em informação disponível para o público em geral, recolhida de fontes consideradas de confiança. O BIG não assume qualquer responsabilidade pela correcção integral da informação disponibilizada, nem deve entender-se nada do aqui constante como indicador de que quaisquer resultados serão alcançados. Salienta-se a possibilidade dos resultados previstos serem susceptíveis de alteração em função de modificações que se venham a verificar nos pressupostos que serviram de base à informação agora disponibilidade. Adverte-se igualmente que o comportamento anterior de qualquer valor mobiliário não é indicativo de manutenção de comportamento idêntico no futuro. Alterações nas taxas de câmbio de investimentos não denominados na moeda local do investidor poderão gerar um efeito adverso no seu valor, preço ou rendimento. O BIG, ou seus colaboradores, poderão deter, a qualquer momento, uma posição sujeita a alterações, em qualquer título referenciado neste documento. O BIG poderá disponibilizar informação adicional, caso tal lhe seja expressamente solicitado. Este documento não consubstancia uma proposta de venda, nem uma solicitação de compra para a subscrição de quaisquer valores mobiliários.

Este documento foi preparado exclusivamente para fins informativos, baseando-se em informações disponíveis para o público em geral e recolhida de fontes Research consideradas de confiança. O BIG não assume qualquer responsabilidade pela correcção integral da informação disponibilizada, nem deve entender-se nada do aqui constante como indicador de que quaisquer resultados serão alcançados. Chama-se particularmente a atenção para o facto de que os resultados previstos são susceptíveis de alteração em função de modificações que se venham a verificar nos pressupostos que serviram de base à informação agora disponibilidade. Adverte-se igualmente que o comportamento anterior de qualquer valor mobiliário não é indicativo de manutenção de comportamento idêntico no futuro, bem como que o preço de quaisquer valores pode ser alterado sem qualquer aviso prévio. O BIG poderá disponibilizar informação adicional, caso tal lhe seja expressamente solicitado. Este documento não consubstancia uma proposta de venda, nem uma solicitação de compra para a subscrição de quaisquer valores mobiliários.

## CONTACTOS

### Research

João Lampreia  
jlampreia@bancobig.pt

João Cabeçana  
Joao.cabecana@bancobig.pt

Filipa Almeida  
Filipa.almeida@bancobig.pt

Miguel Medeiros  
Miguel.medeiros@bancobig.pt