

**VISÃO – Manter**

Price Target: 14,09 EUR

Preço e Performance (valores em EUR)	
Preço	13,82
Máx de 52 semanas	14,23
Mín de 52 semanas	10,66
YTD (%)	15,17
Volume médio diário (mn)	1.256.295
Capitalização bolsista (mn)	8.694
Beta	0,92
Dividendo	0,27
EPS	0,53

Nota: Valores de fecho de 07/03/2016

Fonte: Bloomberg

Opinião do consenso (últimos 12 meses)	
COMPRAR	16
MANTER	8
VENDER	5

Fonte: Bloomberg

Informação Financeira (valores em EUR)	
Vendas (mn)	13.728
EBITDA (mn)	780
Nº de empregados	86.563
ROA (%)	7,09
ROE (%)	24,42
D/E	0,08
Dividend Yield (%)	4,49

Fonte: Bloomberg

**Evolução Gráfica**



Fonte: Bloomberg

Histórico de Recomendações		
Data	Recomendação	Price-Target
10-09-2015	Acumular	13,89
13-08-2014	Comprar	12,71

**Analista:**

João Lampreia  
joao.lampreia@big.pt

**Research:**

João Lampreia  
Ana Mendonça  
Diana Oliveira  
João Saldanha  
Bernardo Câncio  
research@big.pt

**Jerónimo Martins – Preço justo reflecte execução exemplar**  
(Visão Manter, com revisão em alta do *price-target* para EUR 14,09)

**Sumário**

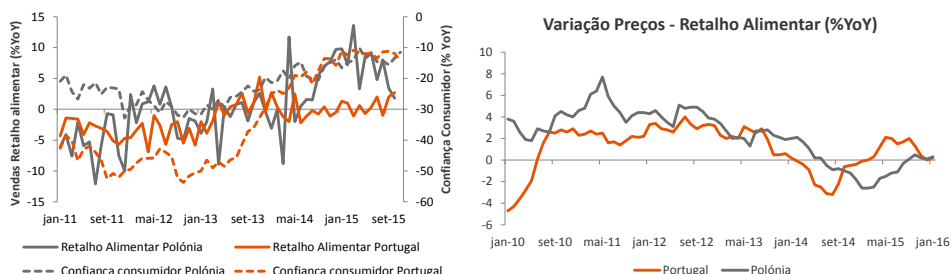
O Grupo esperava que 2015 fosse um ano de transição, mas acabou por ser melhor do que o esperado uma vez que não só **antecipou os desafios do mercado** como conseguiu **fortalecer o seu posicionamento para o futuro**. **Cumpriu as principais prioridades definidas para o ano**: execução do programa para melhorar a oferta da Biedronka; reforço dos pilares estratégicos de diferenciação no Pingo Doce e no Recheio e entrada numa nova região da Colômbia.

A nível operacional, a empresa **registou um crescimento no EBITDA consolidado**, conseguido devido ao **favorável desempenho das vendas** (melhoria de vendas *like-for-like* e quota de mercado) e a uma **gestão da estrutura de custos**. O resultado líquido aumentou 10,5% para EUR 333,3mn, e o **elevado cash flow gerado** permitiu reduzir a dívida líquida e propor um dividendo adicional de EUR 0,265 por acção.

Numa perspectiva fundamental, **o título negocia a prémio no importante rácio do PER** quer face aos seus comparáveis e quer face ao seu PER histórico de cinco anos, justificado pelo superior crescimento operacional e forte geração de fluxo de caixa.

**Análise Sectorial**

A **evolução favorável das vendas a retalho** em Portugal e na Polónia, já observada em 2014, **manteve a sua tendência em 2015**, com este indicador a beneficiar da recuperação económica nos dois países e do aumento de confiança do consumidor. A somar a esta evolução positiva ao nível dos volumes vendidos, assistimos igualmente a uma recuperação dos preços de retalho alimentar (que estavam deprimidos em 2014), ainda que se encontrem distantes dos valores desejáveis.



Fonte: Bloomberg

Analisando as principais tendências do sector, verificamos que a **dinâmica de promoções continua bastante evidente**, assente em formatos de maior conveniência para o consumidor – sendo a combinação de conveniência e proximidade um formato vencedor. Acreditamos que será **difícil inverter esta orientação para as promoções no curto/médio prazo**, sendo necessário para tal a existência de mais volume que beneficie as margens para que se comece a assistir um abrandamento no foco no preço. Além do mais, verifica-se que a evolução das vendas e da quota de mercado estão fortemente correlacionados com as diferenças de preços, tornando ainda mais longínqua esta alteração de dinâmica.

**Imposto sobre o retalho na Polónia**

O governo polaco comunicou, em Janeiro, que as empresas no sector de retalho deverão começar a ser taxadas nas seguintes condições:

- ▲ Vendas mensais entre PLN 1,5mn- 300mn terão uma taxa de 0,7% durante a semana e 1,3% ao fim de semana;
- ▲ Vendas mensais superiores PLN 300mn terão uma taxa de 1,3% durante a semana e 1,9% ao fim de semana.

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.

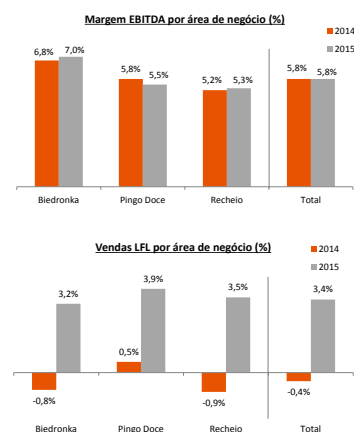
Após este comunicado, e no seguimento de preocupações por parte da União Europeia para que este imposto não seja discriminatório, o **Governo encontra-se a discutir a proposta inicial**. Esta indecisão relativamente à decisão do governo acaba por ser um factor de incerteza para as cotadas do sector.

Na nossa opinião, as condições definidas para o imposto têm como objectivo uma maior protecção dos pequenos retalhistas, mantendo em igual nível de tratamento os maiores retalhistas (retalho moderno). No entanto, acreditamos que **se não houver discriminação entre as grandes retalhistas o impacto acaba por ser quase neutral** para os principais nomes do sector no país.

## Resultados Anuais

Tabela 1 – Resultados Anuais

EUR mn	2015	2014	Δ
<b>Vendas e Prestações de Serviços</b>	<b>13.728</b>	<b>12.680</b>	<b>8,3%</b>
Margem Total	2.937	2.692	9,1%
Custos Operacionais	-2.138	-1.958	9,2%
<b>EBITDA</b>	<b>800</b>	<b>733</b>	<b>9,1%</b>
Margem EBITDA	5,8%	5,8%	0 p.b
Depreciação	-294	-277	6,4%
<b>EBIT</b>	<b>505</b>	<b>457</b>	<b>10,7%</b>
Resultados Financeiros	-26	-34	-22,8%
Ganhos em Empresas Associadas	17	15	9,4%
Itens não Recorrentes	-20	-9	n.a.
<b>EBT</b>	<b>475</b>	<b>429</b>	<b>10,7%</b>
Impostos	-117	-104	12,4%
<b>Resultados Líquidos</b>	<b>358</b>	<b>325</b>	<b>10,2%</b>
Interesses que não controlam	-25	-23	6,4%
<b>Res. Líquido atribuível a JM</b>	<b>333</b>	<b>302</b>	<b>10,5%</b>
Res. Líquido/acção (€)	0,53	0,48	10,5%



Fonte: Jerónimo Martins: Apresentação resultados anuais

As **vendas líquidas do Grupo registaram um crescimento de 8,3%** para EUR 13,7 mil mn, reflectindo o desempenho sólido em Portugal e na Polónia, com melhoria nas vendas *like-for-like* (LfL) e ao nível da quota de mercado.

Na Polónia, não obstante o ambiente altamente competitivo e dominado por promoções, **foi possível cumprir o plano de expansão e de melhorias ao nível da oferta**, preservando a eficiência e aperfeiçoando a experiência para os consumidores. **O forte crescimento de volumes compensou a deflação no cabaz**, com as vendas a aumentarem 9,2% para EUR 9.205,7mn e registando-se um crescimento LfL de 3,2% - beneficiando do aumento de visitas e valor médio de compras. A quota de mercado aumentou 1,7% para 18,6%.

Em Portugal, observou-se um **incremento sólido ao nível das vendas**, não obstante a intensa estratégia promocional. O notável **crescimento das vendas LfL** foi possível com a capacidade da empresa de melhorar a experiência de compra, através da remodelação de lojas e melhorias de serviço, reforçando a sua proposta de valor.

A **entrada numa nova região da Colômbia foi executada com sucesso**, com um modelo de negócio flexível para uma melhor adaptação às especificidades do mercado. A Ara encerrou 2015 com 142 lojas e vendas de EUR 122,5mn.

O **EBITDA consolidado registou um crescimento de 9,1%** para EUR 799,6mn, beneficiando do bom desempenho das vendas e da disciplina de custos nos principais mercados, com a margem EBITDA a manter-se inalterada em 5,8%.

Por área de negócio, a **Biedronka registou um crescimento do EBITDA de 11,9%** para EUR 641,1mn, e a **margem EBITDA aumentou para 7%** (vs. 6,8%), reflectindo o aumento de vendas e gestão de custos. No **Pingo Doce**, o **EBITDA manteve-se inalterado**, no entanto a sua margem reduziu para 5,5% (vs. 5,8%). No **Recheio**, o **EBITDA cifrou-se nos EUR 43,9mn (+5,7%)**, com uma melhoria da margem para 5,3%.

### Analista:

João Lampreia  
joao.lampreia@big.pt

### Research:

João Lampreia  
Ana Mendonça  
Diana Oliveira  
João Saldanha  
Bernardo Cântico  
research@big.pt

Os negócios da Ara e Hebe registaram perdas no EBITDA de EUR 55,5mn, representando uma quebra face ao período homólogo e em linha com o estimado pela empresa.

O Grupo registou um crescimento de 10,5% no resultado líquido para EUR 333,3mn. O *cash flow* gerado atingiu os EUR 482,2mn (+ EUR 215mn que em 2014) o que permitiu uma redução da dívida líquida. O ROIC (retorno ao capital investido) aumentou para 23,6% (vs. 20,8% em 2014). O investimento do Grupo foi de EUR 412,3mn, inferior ao esperado (EUR 500-550mn) devido ao menor investimento na Biedronka que o projectado.

### ▲ Perspectivas para 2016

Para 2016, a principal prioridade mantém-se o crescimento das vendas por forma a aumentar rentabilidade e o fluxo de caixa. Na Polónia, a inovação continuará a ser fundamental, por forma a antecipar as tendências do consumidor, pretendendo sempre manter a eficiência do negócio. Na Colômbia, o Grupo pretende entrar numa terceira região e acentuar o seu plano de expansão. O impacto negativo para o EBITDA da Ara e Hebe deverá ser inferior ao registado em 2015, devendo representar a Ara cerca de dois terços das perdas.

O investimento do Grupo deverá variar entre EUR 550mn e EUR 650mn, com a Biedronka a absorver 45% do valor. Em Portugal, grande parte do investimento deverá ser direccionado para a reorganização logística (novo centro de distribuição) para suportar o crescimento e aumentar a eficiência do negócio (com melhor gestão de promoções). Na Colômbia, deverão ser disponibilizadas novas informações em meados de Março, ainda assim, estima-se que o investimento seja o dobro do registado em 2015.

### ▲ Múltiplos e Avaliação Relativa

	P/E 2016E	P/E 2017E	P/BV	YTD %	Dividend Yield	ROE	ROA	Div. Líq. / Activos	Passivo/ Activo	EBITDA Margin	Receitas SY Growth	EV/EBITDA	EV/Vendas
Carrefour	16,00	14,86	2,07	-2,48	2,62	11,79	2,35	0,113	0,777	4,680	-0,465	7,3	0,3
Ahold	17,18	16,41	2,91	2,70	2,40	16,28	5,68	0,045	0,646	6,180	7,317	7,2	0,4
Metro	13,45	11,72	1,39	-18,25	4,14	15,23	2,64	0,106	0,813	4,081	2,375	3,7	0,2
Jeronimo Martins	23,18	20,14	6,48	15,17	4,49	24,42	7,09	0,044	0,625	5,677	8,587	11,7	0,7
DIA	11,69	10,69	9,81	-8,10	3,60	86,62	9,11	0,329	0,909	5,469	n.a.	8,7	0,5
Casino Guichard	17,31	15,00	0,95	14,50	6,42	4,19	0,61	0,139	0,655	5,260	12,380	9,1	0,5
Tesco	38,34	22,03	2,53	28,23	n.a.	-62,35	-12,82	0,224	0,840	-7,195	-1,365	n.a.	0,4
Delhaize	16,76	15,31	1,54	3,44	1,72	6,30	2,91	0,054	0,526	5,583	4,022	7,6	0,4
média	19,24	15,77	3,46	4,40	3,63	12,81	2,20	0,13	0,72	3,72	4,69	7,93	0,43
média exc. JMT	19,84	15,15	3,03	2,86	3,48	11,15	1,50	0,14	0,74	3,44	4,04	7,30	0,39

Fonte: Bloomberg/ Equipa Research

A retalhista negocia actualmente com um PER estimado para 2016 de 23,18x, a prémio face aos seus principais comparáveis e acima da média do seu P/E histórico (21x desde 2010), em parte justificado pela elevada geração de *cash-flow* e perfil de crescimento superior – visível ao nível do crescimento médio das receitas nos últimos cinco anos (8,6% vs. 4% do sector). O elevado P/BV (6,48x vs. 3,03x peers) traduz a elevada rentabilidade da empresa e o forte crescimento da mesma. A *outperformance* do título em 2015 (40% vs. 20% do sector de retalho) e a actual performance desde o início do ano (+15,17%) também contribuíram para uma expansão de múltiplos no período recente.

A *dividend yield* torna-se bastante atractiva para os investidores, e não obstante terem sido já pagos dividendos em Dezembro, o Conselho de Administração propôs um dividendo adicional de EUR 0,265 por acção. Este pagamento não deverá comprometer os planos de investimento nem a flexibilidade financeira. A empresa indicou que este dividendo foi excepcional, e que manterá a sua política de pagamento de dividendo no futuro, ainda que se mantenha sempre flexível considerando oportunidades de investimento.

Nota ainda para a elevada rentabilidade do activo e do capital próprio, com a empresa a apresentar rácios de 24,42% e 7,09% respectivamente. A forte capacidade de geração de

#### Analista:

João Lampreia  
joao.lampreia@big.pt

#### Research:

João Lampreia  
Ana Mendonça  
Diana Oliveira  
João Saldanha  
Bernardo Cândia  
research@big.pt

*cash flow* permite ainda à empresa reduzir a sua dívida líquida, registando rácios de dívida/alavancagem que comparam favoravelmente com o sector europeu.

▲ **Price Target**

Método Perpetual Growth (000's)	
Terminal Free Cash Flow	741
WACC	9,8%
Taxa crescimento perpetuidade	2,6%
<b>Perpetuity Value</b>	<b>10.538</b>
Present Value of Terminal Value	6.595
(+) Present Value of Free Cash Flows	2.131
<b>(=) Current Enterprise Value</b>	<b>8.726</b>
(-) Dívida Líquida	187
(-) Interesses Minoritários	252
<b>(=) Equity Value</b>	<b>8.287</b>
Shares outstanding	629
Current Price (EUR)	13,82
<b>Estimated Value per Share (EUR)</b>	<b>13,17</b>
<b>Estimated Upside</b>	<b>-4,7%</b>

Método Crescimento Múltiplo EBITDA (000's)	
Terminal EBITDA	1.196
WACC	9,8%
Enterprise Value / EBITDA	10,36
<b>Terminal Value</b>	<b>12.393</b>
Present Value of Terminal Value	7.756
(+) Present Value of Free Cash Flows	2.131
<b>(=) Current Enterprise Value</b>	<b>9.887</b>
(-) Dívida Líquida	187
(-) Interesses Minoritários	252
<b>(=) Equity Value</b>	<b>9.448</b>
Shares outstanding	629
Current Price (EUR)	13,82
<b>Estimated Value per Share (EUR)</b>	<b>15,01</b>
<b>Estimated Upside</b>	<b>8,7%</b>

WACC	
Rd	2,8%
Re	10,0%
Tx de Imposto	24%
Debt (mn)	187
Equity (mn)	8.694
<b>WACC</b>	<b>9,83%</b>

Outros Inputs	
Perpetual Growth Rate	2,6%
Interesses Minoritários	252
Mercado de Referência	PSI 20
# Acções (mn)	629
WACC	9,83%
EBITDA Múltiplo	10,36

Fonte: Bloomberg/Jerónimo Martins/ Equipa Research

Nota: Síntese de Projecções e Informação adicional disponibilizada em anexos

*Price Target Final*

Após a aplicação de dois modelos diferentes (mas complementares entre si) para o cálculo do Preço Teórico do título da Jerónimo Martins, optámos, tendo por base uma perspectiva conservadora, por utilizar uma média aritmética (com iguais factores de ponderação), para determinar o **Price Target Final**, o que perfez um valor de **EUR 14,09** – conferindo um *upside* de 2,0% face à sua actual cotação.

A **nossa revisão em alta do price target** de EUR 13,89 da anterior recomendação em 10 Setembro de 2015 traduz a eficiente execução da estratégia adoptada e a favorável evolução das métricas operacionais e o robusto balanço da empresa.

O preço alvo por nós calculado, a partir dos dois referidos modelos, mostra-se sensivelmente em linha com o consenso de mercado, como é possível constatar no quadro abaixo.

Consenso de Mercado	Preço (EUR)	Upside/Downside
Preço a 07/03/2016	13,82	-
Price Target BiG Research	14,09	2,00%
Price Target (High)	16,10	16,54%
Price Target (Low)	10,00	-27,61%
Price Target (Average)	13,78	-0,25%

Fonte: Bloomberg

*Imposto Polónia*

Ainda não foi tomada uma decisão final, por parte do Governo Polaco, relativa à taxa de imposto a aplicar ao sector de retalho. As últimas notícias sugerem a possibilidade de aplicação de taxa apenas a partir de Janeiro de 2017 e com valores inferiores. Tal como referido inicialmente, acreditamos que caso não haja discriminação entre os grandes retalhistas, o impacto poderá ser neutral para a Jerónimo Martins, podendo ser imputado na totalidade ao consumidor final. No entanto, considerando o imposto comunicado em Janeiro e pressupondo o cenário mais penalizador da Jerónimo Martins suportar a totalidade do imposto (1,3% durante a semana e 1,9% ao fim-de-semana), o impacto negativo sobre o Price-Target seria de aproximadamente EUR 2 por acção.

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.

**Analista:**

João Lampreia  
joao.lampreia@big.pt

**Research:**

João Lampreia  
Ana Mendonça  
Diana Oliveira  
João Saldanha  
Bernardo Cândia  
research@big.pt

**Conclusão**

Em 2016, o **sector de retalho deverá continuar a ser dominado por um ambiente altamente competitivo**, dominado por actividades promocionais, e com reduzidos valores de inflação alimentar. Ainda assim, acreditamos que a **empresa tem espaço para crescer em todos os mercados**, devendo **perdurar o actual momentum positivo ao longo dos próximos trimestres** – com a Polónia a permanecer como principal *driver* de crescimento.

Na Biedronka, pretende-se melhorar a sua **proposta de valor** garantindo sempre a **liderança de preço**. O ciclo de crescimento poderá estar a mudar, com um **reforço na orientação para o consumidor**, ainda que se preveja a abertura de 100 novas lojas. Acreditamos que existe espaço para crescer ao nível dos volumes, não devendo haver alterações muito significativas ao nível da margem EBITDA nesta região. **Em Portugal**, não obstante os actuais desafios de mercado, o Grupo pretende **fortalecer a quota de mercado** e continuar com o programa de renovação e inovação da oferta – **melhorando a experiência de compra do consumidor**.

Em relação à **Colômbia**, a decisão do Grupo em entrar no país prendeu-se por o crescimento sólido e robusto da economia, a sua população, a forte presença de retalho tradicional - conferindo uma oportunidade no mercado - e o elevado preço dos produtos alimentares. A empresa encontra-se ainda a **delinear o modelo** – que deverá preservar a localização/proximidade e o preço - **plano de expansão futuro** - devendo entrar numa terceira região este ano. Acreditamos que com a visita ao país agendada para Março (12 a 14) serão divulgadas novas informações, as quais poderão gerar incremento no nível de volatilidade no curto prazo.

A revisão em alta do respectivo preço-alvo traduz a eficiente execução da estratégia adoptada para a Biedronka e a forte geração de *cash flow*. O nosso *price target* de EUR 14,09, que representa um *upside* de 2% face à última cotação de fecho (vs. EUR 13,89 na nota do dia 10 de Setembro de 2015) e assenta na **solidez do balanço**, que permite manter em níveis reduzidos a dívida líquida e um pagamento adicional do dividendo, **perfil de liderança** da empresa, **foco nas vendas** em todos os mercados e **evolução favorável** das principais **rubricas operacionais** (mantendo a eficiência e a gestão de custos observadas em 2015).

Não obstante a nossa **visão moderadamente positiva** para o título, alertamos para os **riscos ainda vigentes**, nomeadamente, (i) definição da taxa sobre o retalho a ser aplicada na Polónia; (ii) índice de preços alimentares a valores ainda deprimidos nos seus principais mercados; (iii) nível de promoções e de concorrência muito elevado entre os competidores e (iv) desvalorização do zloty.

**Analista:**

João Lampreia  
joao.lampreia@big.pt

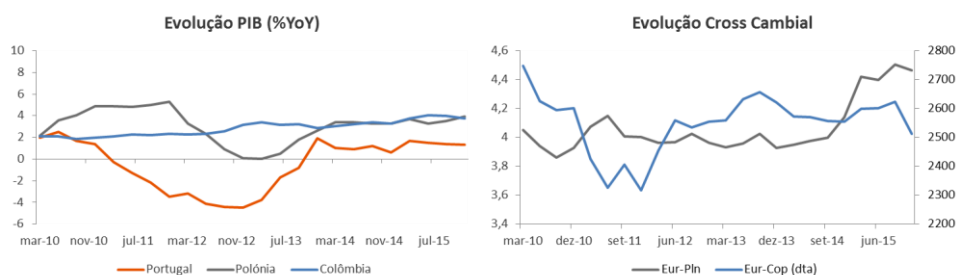
**Research:**

João Lampreia  
Ana Mendonça  
Diana Oliveira  
João Saldanha  
Bernardo Câncio  
research@big.pt

**Anexos**

(EUR 000)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Receitas	8.691	9.838	10.876	11.829	12.680	13.728	14.668	15.692	16.664	17.719	18.664
% Change	-	13,2%	10,5%	8,8%	7,2%	8,3%	6,8%	7,0%	6,2%	6,3%	5,3%
Custos das Vendas	6.649	7.594	8.450	9.289	9.989	10.790	11.464	12.264	13.024	13.848	14.587
% Change	-	14,2%	11,3%	9,9%	7,5%	8,0%	6,2%	7,0%	6,2%	6,3%	5,3%
Vendas Líquidas	2.042	2.244	2.426	2.541	2.691	2.938	3.204	3.428	3.640	3.870	4.077
% Margem	23,5%	22,8%	22,3%	21,5%	21,2%	21,4%	21,8%	21,8%	21,8%	21,8%	21,8%
Custos Operacionais	1.390	1.523	1.661	1.763	1.958	2.138	2.323	2.469	2.605	2.753	2.881
% Change	-	9,6%	9,1%	6,1%	11,1%	9,2%	8,6%	6,3%	5,5%	5,7%	4,7%
EBITDA	653	721	765	778	733	800	881	959	1.035	1.118	1.196
% Margem	7,5%	7,3%	7,0%	6,6%	5,8%	5,8%	6,0%	6,1%	6,2%	6,3%	6,4%
EBIT	462	512	540	528	457	506	570	625	681	741	800
Itens não recorrentes	-15	-14	-22	-4	-9	-20	-15	-17	-18	-20	-22
% Change	-	-7,3%	57,1%	-81,8%	125,0%	122,2%	-23,1%	9,7%	8,9%	8,9%	7,8%
Resultados Financeiros	-68	-30	-31	-20	-19	-9	-24	-27	-29	-32	-34
% Change	-	-55,8%	3,3%	-35,5%	-5,0%	-52,6%	170,0%	9,7%	8,9%	8,9%	7,8%
EBT	379	468	487	504	429	477	530	582	633	690	744
Impostos	79	111	121	111	104	117	126	139	151	164	177
% Taxa	20,9%	23,8%	24,8%	22,0%	24,2%	24,5%	23,8%	23,8%	23,8%	23,8%	23,8%
Resultado Líquido antes interesses	300	357	366	394	325	360	404	443	482	525	566
Interesses que não controlam	19	17	6	10	23	25	17	19	21	23	24
% Change	-	-8,9%	-65,6%	75,2%	127,2%	7,0%	-30,8%	9,7%	8,9%	8,9%	7,8%
Resultado Líquido	281	340	360	383	302	335	386	424	461	503	542
Número acções	628	628	628	628	628	628	628	628	628	628	628
EPS	0,45	0,54	0,57	0,61	0,48	0,53	0,61	0,67	0,73	0,80	0,86
(+) Amortizações e depreciações	191	209	225	249	277	294	312	334	354	377	397
(-) Capex	370	375	487	512	486	394	500	476	474	466	462
(-) Change in Net Working Capital		-7	-58	-194	-146	-212	-145	-155	-165	-175	-184
FCF	204	242	216	348	290	501	400	499	575	663	741
PV of FCF							364	414	434	455	464

Fonte: Equipa Research; Bloomberg; Jerónimo Martins



Fonte Gráficos: Equipa Research; Bloomberg

**Vendas like for like (LFL):** Vendas das lojas que operam sob as mesmas condições nos dois períodos. Excluem-se as lojas que abriam ou encerraram num dos dois períodos. As vendas das lojas que sofreram remodelações profundas excluem-se durante o período da remodelação. (Fonte: Jerónimo Martins)

**Analista:**

João Lampreia  
joao.lampreia@big.pt

**Research:**

João Lampreia  
Ana Mendonça  
Diana Oliveira  
João Saldanha  
Bernardo Cântico  
research@big.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.

**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 pela Equipa de Research do BiG 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 2015:

	Número de Recomendações	%
Acumular/Comprar	5	71,4%
Manter/Neutral	2	28,6%
Reduzir/Vender	0	0,0%
<b>Total</b>	<b>7</b>	<b>100,0%</b>

Fonte: Research

Trading Ideas nos últimos 12 meses e à data de 31 de Dezembro de 2015

	Número de Recomendações	%
Profit Taking	3	37,5%
Stop Loss	5	62,5%
Em Vigor	0	0,0%
<b>Total</b>	<b>8</b>	<b>100,0%</b>

Pair Trades nos últimos 12 meses e à data de 31 de Dezembro de 2015:

	Número de Recomendações	%
Profit Taking	1	25,0%
Stop Loss	2	50,0%
Em Vigor	1	25,0%
<b>Total</b>	<b>4</b>	<b>100,0%</b>

**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 disponibilizadas. 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.

**Analista:**

 João Lampreia  
joao.lampreia@big.pt

**Research:**

 João Lampreia  
Ana Mendonça  
Diana Oliveira  
João Saldanha  
Bernardo Câncio  
research@big.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.