

**VISÃO – Acumular**

Price Target: 13,89 EUR

Preço e Performance (valores em EUR)	
Preço	12,27
Máx de 52 semanas	13,86
Mín de 52 semanas	6,94
YTD (%)	47,15
Volume médio diário (mn)	1.365.707
Capitalização bolsista (mn)	7.718
Beta	0,84
Dividendo	0,245
EPS	0,48

Nota: Valores de fecho de 09/09/2015

Fonte: Bloomberg

Consenso de Mercado	
COMPRAR	12
MANTER	7
VENDER	9

Fonte: Bloomberg

Informação Financeira (valores em EUR)	
Vendas (mn)	12.680
EBITDA (mn)	724
Nº de empregados	86.563
ROA (%)	6,67
ROE (%)	22,43
D/E	0,10
DY	2,00

Fonte: Bloomberg

**Evolução Gráfica**



Fonte: Bloomberg

Histórico de Recomendações		
Data	Recomendação	Price-Target
13/Ago/2014	Comprar	EUR 12,71
21/Mar/2014	Comprar	EUR 15,33

**Analista:**

João Lampreia  
joao.lampreia@big.pt

**Research:**

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

**Jerónimo Martins – Riscos externos não reduzem atractividade do título**  
(Visão Acumular, com revisão em alta do *price-target* para EUR 13,89)

**Sumário**

O desempenho operacional do Grupo no primeiro semestre evoluiu favoravelmente em todas as áreas de negócio, não obstante a envolvente competitiva – com foco na actividade promocional – e a deflação alimentar ainda vigente na Polónia.

As vendas consolidadas aumentaram 9,1% face ao período homólogo, com todas as divisões a apresentarem um bom desempenho das vendas *like for like* (LFL) e ganhos de quota de mercado. O resultado líquido aumentou 3,2% para EUR 150mn. Neste semestre foram já visíveis os efeitos positivos da estratégia em execução na Biedronka, que passa por potenciar a proposta de valor (sortido mais forte e melhorar a experiência de compra) e fortalecer os princípios fundamentais (liderança de preço, foco na proximidade e uma rigorosa disciplina de custos). A empresa reiterou a implementação do plano traçado anteriormente e os *targets* definidos para o ano.

A notável performance do título no mercado accionista, desde o início do ano, traduz o exemplar crescimento operacional da empresa, visível ao nível do aumento do volume LFL e de quota de mercado em todas as divisões. O título transacciona com um perfil de múltiplos mais dispendioso face ao sector de retalho europeu, e acima da sua média histórica, fundamentado pelo perfil de crescimento da empresa.

**Análise sector**

A evolução da inflação alimentar tem sido um factor determinante na performance operacional das retalhistas. Na Polónia, apesar do indicador ainda registar valores negativos (-1,2%), tem vindo a recuperar face ao período mais negro (2014), e em Portugal esta inflação encontra-se já em terreno positivo (+2%). A recuperação económica na Polónia e em Portugal – estimado um crescimento do PIB em 2015 de 3,6% e 1,6% respectivamente – deverá ser um catalisador para as retalhistas presentes nestes países, que beneficiam ainda de uma recuperação da confiança do consumidor, de uma redução da taxa de desemprego e do aumento do consumo de bens. No particular caso da Polónia, e considerando já possível riscos políticos, acreditamos numa estabilização do *cross* Eur-Pln junto aos actuais níveis.

Gráfico 1: Evolução Inflação Alimentar (%)

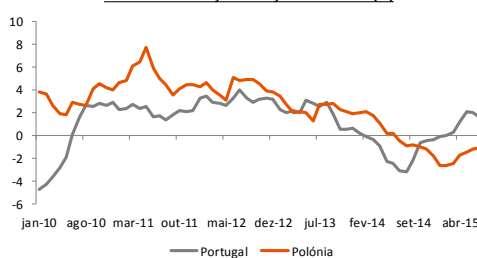
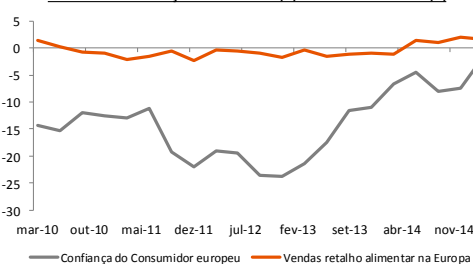


Gráfico 2: Confiança consumidor (%) vs Vendas retalho (%)



Fonte: Bloomberg; Equipa Research

Acreditamos que o principal risco para as retalhistas na Polónia assenta na criação de um imposto especial sobre o sector. Com o aproximar das eleições legislativas na Polónia (Outubro), as sondagens apontam para uma maioria do partido da oposição (Partido da Lei e Justiça) que pretende criar uma taxa especial para as retalhistas, para garantir uma normalização das condições concorrenciais – num sector em que a maioria das empresas é detida por capital estrangeiro. O efeito desta medida para o sector é ainda difícil de calcular, no entanto, estima-se que a nova taxa varie entre 0,25% e 2% do volume de negócios anual das retalhistas com vendas acima de PLN 1 mil mn, o que pode resultar num impacto considerável para as empresas. É importante ressaltar que a Comissão Europeia encontra-se a investigar se a aplicação do imposto (já em vigor na Hungria) encontra-se em linha com as regras estabelecidas, pelo que a sua implementação encontra-se pendente desta decisão.

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.

**Resultados Semestrais**

Os **resultados operacionais consolidados revelaram uma evolução positiva** quer ao nível das vendas - bom desempenho das vendas LFL e ganhos de quota de mercado – quer ao nível do EBITDA. Fruto da estratégia adoptada, o **resultado líquido registou um crescimento de 3,2%** para EUR 150mn e que reflecte não só o forte desempenho operacional, como incorpora os custos de arranque da Ara e da Hebe (EUR 29mn no EBITDA).

O **investimento do Grupo totalizou os EUR 177mn**, com a Biedronka a absorver 55% do total. A dívida líquida cifrou-se em EUR 386mn.

**Tabela 1 – Resultados Semestrais**

EUR mn	1S2015	1S2014	Δ	2T15	2T14	Δ
<b>Vendas e Prestações de Serviços</b>	<b>6.644</b>	<b>6.052</b>	<b>9,80%</b>	<b>3.457</b>	<b>3.139</b>	<b>10,10%</b>
Margem Total	1.411	1.286	9,70%	735	663	10,80%
Custos Operacionais	-1.048	-945	11,00%	-538	-480	12,00%
<b>EBITDA</b>	<b>363</b>	<b>341</b>	<b>6,30%</b>	<b>197</b>	<b>183</b>	<b>7,70%</b>
Margem EBITDA	5,5%	5,6%	10 p.b	5,7%	5,8%	10 p.b
Depreciação	-147	-135	8,80%	-74	-68	8,90%
<b>EBIT</b>	<b>216</b>	<b>207</b>	<b>4,70%</b>	<b>123</b>	<b>115</b>	<b>7,10%</b>
Resultados Financeiros	-13	-18	-27,50%	-8	-9	-14,70%
Ganhos em Empresas Associadas	8	8	-2,10%	4	5	-11,70%
Itens não Recorrentes	-5	0	n.a	-5	0	n.a
<b>EBT</b>	<b>207</b>	<b>196</b>	<b>5,20%</b>	<b>115</b>	<b>111</b>	<b>4,00%</b>
Impostos	-49	-44	10,40%	-27	-24	9,50%
<b>Resultados Líquidos</b>	<b>158</b>	<b>152</b>	<b>3,70%</b>	<b>88</b>	<b>86</b>	<b>2,50%</b>
Interesses que não controlam	-8	-7	14,80%	-4	-4	-1,70%
<b>Res. Líquido atribuível a JM</b>	<b>150</b>	<b>145</b>	<b>3,2%</b>	<b>85</b>	<b>83</b>	<b>2,6%</b>
Res. Líquido/acção (€)	0,24	0,23	3,2%	0,13	0,13	2,6%

Fonte: Jerónimo Martins: Apresentação resultados do primeiro semestre

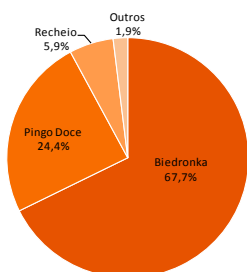
O desempenho operacional no **primeiro semestre revela uma boa evolução das vendas em todas as áreas de negócio**, com as receitas consolidadas a aumentarem 9,8% para EUR 6.644mn e as vendas *like for like* (LFL) do Grupo a crescerem 3,1%.

As **vendas da Biedronka ascenderam a EUR 4.499mn**, um crescimento homólogo de 11,7% e que reflecte o **aumento de 2,6% das vendas LFL** e o **programa de expansão de lojas** (+83 lojas), não obstante a evolvente competitiva na Polónia (foco em campanhas promocionais) e a deflação alimentar no mercado (compensada pela forte progressão de volumes).

O **Pingo Doce manteve o seu desempenho consistente ao longo do período**, com as vendas a totalizarem os EUR 1.623mn, com um forte crescimento das vendas LFL de 4,5%, apesar do elevado nível de intensidade promocional. Em Portugal, a inflação alimentar foi positiva nos dois trimestres, e o Pingo Doce continuou a **beneficiar do reconhecimento da sua marca pelo consumidor**. O **Recheio aumentou o seu número de clientes**, o que permitiu um crescimento das vendas para EUR 393mn e um **aumento de 4,4% nas vendas LFL**.

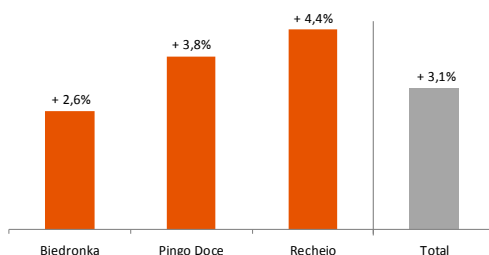
A **Ara e a Hebe contribuíram com vendas de EUR 103mn** (vs. EUR 63mn ano anterior), continuando a desenvolver os respectivos modelos de negócio e propostas de valor. Está delineado, para o terceiro trimestre, um plano de aberturas para a segunda região da Colúmbia e será concluído um novo centro de distribuição no país.

**Vendas por área de negócio (%Total 1S15)**

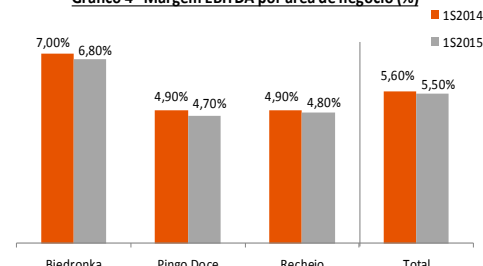


Fonte Gráficos: Jerónimo Martins: Apresentação resultados do primeiro semestre

**Gráfico 3 - Vendas LFL por área de negócio (%)**



**Gráfico 4 - Margem EBITDA por área de negócio (%)**



Fonte Gráficos: Jerónimo Martins: Apresentação resultados do primeiro semestre

**Analista:**

João Lampreia  
joao.lampreia@big.pt

**Research:**

João Lampreia  
Ana Mendonça  
Diana Oliveira  
João Saldanha  
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.

O EBITDA consolidado ascendeu a EUR 363mn, um crescimento de 6,30% face ao período homólogo, ainda que se tenha observado um recuo de 10 p.b da margem EBITDA para 5,5%. Na Biedronka, esta rúbrica totalizou EUR 305mn, um aumento de 8,6% face ao período homólogo, com a margem EBITDA a recuar 20 p.b para 6,8%, influenciada pela forte deflação interna em conjunto com investimentos de marketing. No Pingo Doce, o EBITDA totalizou os EUR 77mn, em linha com o ano anterior, com a concorrência de preços a traduzir-se numa redução da margem EBITDA de 20 p.b. para 4,7%. No Recheio, e para sustentar o forte crescimento das vendas LFL a margem EBITDA recuou 10 p.b para 4,8% e o EBITDA cifrou-se em EUR 19mn.

### ▲ Perspectivas para 2015

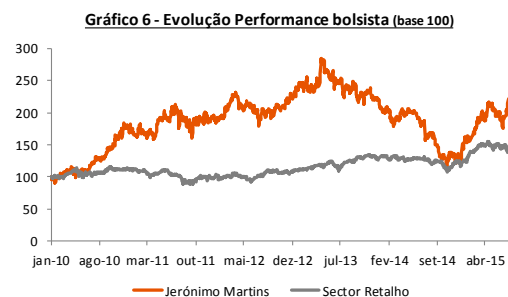
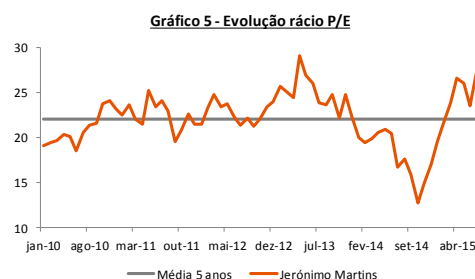
O sólido desempenho do Grupo no primeiro semestre aumenta a confiança de que serão cumpridas as metas definidas, mantendo inalterado o compromisso para o desempenho das vendas.

A Biedronka estará focada numa nova abordagem para as suas lojas, mantendo os elevados níveis de eficiência operacional e reiterando a margem EBITDA de 6,5% para o ano.

O Grupo espera que os novos negócios – Ara e Hebe – gerem uma perda anual no EBITDA entre EUR 60m e 70mn em 2015. O CAPEX deve ascender a EUR 500mn.

### ▲ Múltiplos e Avaliação Relativa

	P/E 2015E	P/E 2016E	P/BV	YTD %	Dividend Yield	BETA	ROE	ROA	D/E	EV/EBITDA 2014	EV/Sales 2014
CARREFOUR SA	16,87	14,85	2,27	12,96	2,38	1,06	11,79	2,35	151,02	7,52	0,39
AHOLD NV	17,14	15,80	2,93	21,18	2,68	0,87	17,07	5,81	58,11	7,24	0,48
METRO AG	n.d.	13,65	1,81	2,73	n.a	1,02	n.a	n.a	141,70	5,82	0,23
DISTRIBUIDORA IN	14,09	12,38	17,89	4,26	3,15	1,02	71,64	5,00	231,80	11,05	0,70
CASINO GUICHARD	13,22	11,72	1,07	-28,37	5,70	0,98	4,33	0,61	216,05	9,37	0,53
TESCO PLC	25,16	17,70	2,20	1,16	0,67	1,27	-52,70	-12,17	179,03	-7,04	0,48
JERONIMO MARTINS	23,27	20,11	5,51	47,15	2,00	0,84	22,43	6,67	51,21	10,85	0,62
DELHAIZE GROUP	16,22	14,48	1,43	34,25	1,97	1,07	3,48	1,61	50,41	8,41	0,40
média	18,00	15,09	4,39	11,92	2,65	1,02	11,15	1,41	134,92	6,65	0,48
média exc. JMT	17,12	14,37	4,23	6,88	2,76	1,04	9,27	0,54	146,88	6,05	0,46



Fonte: Bloomberg/ Equipa Research

### Análise Fundamental

A retalhista negocia a prémio nas principais métricas fundamentais, valores que são em parte justificados pelo perfil de crescimento da empresa, com actual expansão dos negócios Ara e Hebe. O múltiplo PER negocia com valores de 25,27x e 20,11x para 2015E e 2016E respectivamente, valores que se encontram acima da média dos comparáveis e superior à média de cinco anos do título. O elevado valor do rácio EV/EBITDA (10,85x) sustenta o forte crescimento da empresa face aos seus peers (6,05x), ainda que se encontre abaixo da sua média histórica de cinco anos.

### Year to Date

Desde o início do ano o título já valorizou perto de 50%, uma outperformance face ao sector de retalho europeu (+6,88%) e face ao índice PSI-20 (+6,04%). Este desempenho estelar é explicado pelos efeitos positivos da estratégia em execução na Polónia, bem como pela recuperação das fortes perdas do título no ano transacto (-39,88%).

**Analista:**  
João Lampreia  
joao.lampreia@big.pt

**Research:**  
João Lampreia  
Ana Mendonça  
Diana Oliveira  
João Saldanha  
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 correção 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.

**Estrutura Balanço**

Analisando os rácios de estrutura de balanço da Jerónimo Martins, concluiu-se que o **nível de endividamento é inferior face ao sector** (68% vs. 74% sector). O rácio da dívida líquida no EBITDA é de 0,393, valor inferior ao observado nos principais concorrentes.

**Price Target**

Perpetual Growth Method (valores Eur)	
Terminal Year	661
NPV of Free Cash Flow	2.168
+ Present Value of Perpetuity	6.835
<b>Enterprise Value</b>	<b>9.003</b>
+ Meios Financeiros Líquidos	431
-Dívida Total	715
-Interesses Minoritários	243
<b>Total Equity Value</b>	<b>8.476</b>
Shares Outstanding	629
Current Price	12,27
<b>Theoretical Value per Share</b>	<b>13,47</b>
Upside/ Downside	9,82%

EBITDA Multiple Growth Method (Valores Eur)	
Terminal EBITDA	1.139
NPV of Free Cash Flow	2.168
+ Present Value of Terminal EBITDA	7.364
<b>Enterprise Value</b>	<b>9.532</b>
+ Meios Financeiros Líquidos	431
-Dívida Total	715
-Interesses Minoritários	243
<b>Total Equity Value</b>	<b>9.005</b>
Shares Outstanding	629
Current Price	12,27
<b>Theoretical Value per Share</b>	<b>14,31</b>
Upside/ Downside	16,68%

Pressupostos	
Re	9,41%
Rf	2,14%
Beta Equity	0,842
Country Premium	8,63%
Rd	2,70%
<b>WACC</b>	<b>8,79%</b>

Pressupostos	
Taxa Crescimento (G)	2,30%
EV/EBITDA	9,9x

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 13,89** – conferindo um *upside* de 13% face à sua actual cotação.

A **nossa revisão em alta do price target** de EUR 12,71 da anterior recomendação em 13 Agosto de 2014 reflecte não só a eficiente estratégia em vigor para impulsionar o negócio na Polónia, bem como a evolução favorável dos indicadores macroeconómicos nas economias onde a retalhista está presente.

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.

	Preço (EUR)	Up/Down Side
Preço Actual	12,27	
Price Target (High)	15,4	25,6%
Price Target (Low)	8,5	-30,7%
Price Target (Average)	13,02	6,2%

**Cenários c/ impacto de introdução de taxa especial**

Para uma melhor percepção das consequências da possível introdução de uma taxa especial sobre o retalho nos resultados do Grupo, optámos por calcular o impacto que a taxa teria no *price target* do título. Assumindo um **intervalo de taxas de [0,25%-2%]** sobre as vendas do Grupo na Polónia, **estimamos que o impacto no fair value do título poderá variar entre [EUR 0,38- EUR 3,06]** <sup>1</sup> face ao *price target* base de EUR 13,89.

1. Esta estimativa assume que as restantes variáveis se mantêm inalteradas. Considera as estimativas do BiG para a evolução das principais rúbricas e aplica uma média aritmética dos dois modelos de avaliação.

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  
research@big.pt

**Conclusão**

Nos resultados do primeiro semestre, o **Grupo apresentou uma evolução positiva ao nível das vendas**, reflectido em ganhos de quota de mercado e de vendas LFL, e **ao nível do EBITDA**, não obstante a ligeira quebra da margem. Incorporando os custos de arranque dos novos negócios Ara e Hebe, o **resultado líquido apresentou um crescimento de 3,2%**.

Na Polónia, a **estratégia adoptada na Biedronka revelou efeitos positivos no semestre**, pelo que acreditamos que a implementação do programa definido vai continuar a ser um *driver* para esta área de negócio, mantendo sempre a elevada eficiência operacional. A **unidade tem conseguido acompanhar as tendências do sector de retalho alimentar**, e a aposta nos centros urbanos e em remodelações de lojas existentes é um importante catalisador de crescimento das vendas *life for like*.

A **implementação de um imposto especial sobre o retalho** neste país – ainda dependente das eleições e decisão da Comissão Europeia – pode ter um **impacto no preço alvo entre EUR 0,38 e EUR 3,06**, sendo este um dos principais riscos que o Grupo enfrenta.

**Não obstante os riscos ainda vigentes** no mercado polaco – deflação alimentar, eleições legislativas e imposto sobre retalho – acreditamos que a **evolução da economia polaca, a notoriedade da marca e a resiliência operacional**, constituem importantes *triggers* para a **Jerónimo Martins**.

Em Portugal, continua-se a **observar um bom desempenho quer no Pingo Doce quer no Recheio**, tendência que acreditamos deverá perdurar, não obstante o elevado nível de intensidade promocional.

Na Colômbia, será concluído um novo centro de distribuição e iniciadas operações na segunda região. Acreditamos que a **actual tendência sociodemográfica e económica no país irá impulsionar as receitas** do Grupo nesta área de negócio.

As principais **métricas de avaliação encontram-se a prémio face aos seus comparáveis**, tendo registado recentemente uma forte expansão dos múltiplos (face à sua média histórica) **associada à performance estelar do título desde o início do ano**, o que poderá **indicar um upside relativamente mais estreito**.

A nossa **visão para o título mantém-se globalmente positiva**, e a revisão em alta do respectivo preço-alvo traduz a eficiente execução da estratégia adoptada para a Biedronka. O nosso *price target* de EUR 13,89 (vs. EUR 12,71 na nota do dia 13 de Agosto de 2014) assenta na **implementação do programa definido para a divisão polaca, na melhoria das economias onde a retalhista está presente, no perfil de crescimento superior da empresa e na consistente evolução das métricas operacionais**.

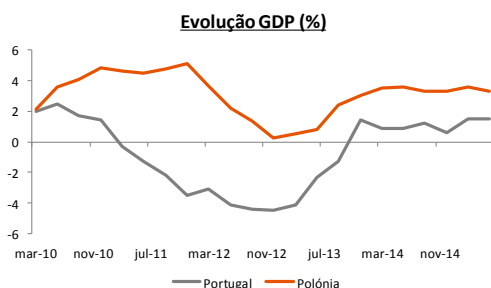
**Analista:**João Lampreia  
joao.lampreia@big.pt**Research:**João Lampreia  
Ana Mendonça  
Diana Oliveira  
João Saldanha  
research@big.pt

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.

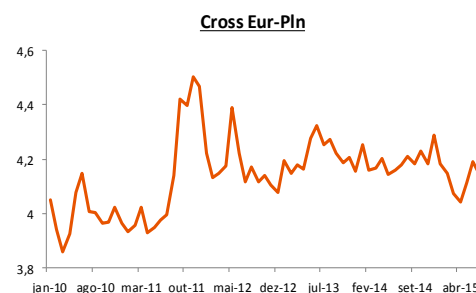
**Anexos**

(Valores em EUR mn)	2014P	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Receitas	12.680	13.821	15.065	16.180	17.151	17.837
%YoY	7,19%	9,00%	9,00%	7,40%	6,00%	4,00%
EBITDA	724	792	904	987	1.046	1.124
Margem EBITDA	5,71%	5,73%	6,00%	6,10%	6,10%	6,30%
EBIT	449	502	588	647	686	749
Margem EBIT	3,54%	3,63%	3,90%	4,00%	4,00%	4,20%
Taxa (%)	24%	23%	23%	23%	23%	23%
Taxa	109	113	132	146	154	169
<b>NOPAT</b>	<b>340,44</b>	<b>388,82</b>	<b>455,34</b>	<b>501,58</b>	<b>531,67</b>	<b>580,59</b>
CAPEX	471	500	473	476	467	455
Margem Capex	3,71%	3,50%	3,50%	3,80%	3,80%	3,80%
Depreciações e Amortizações	274	290	316	340	360	375
Varição Working Capital	(52)	(162)	(127)	(132)	(134)	(144)
<b>Free Cash Flow</b>	<b>200,56</b>	<b>341,62</b>	<b>426,90</b>	<b>498,46</b>	<b>577,00</b>	<b>649,27</b>
<b>Present Value</b>		<b>104,4</b>	<b>398,8</b>	<b>428,0</b>	<b>455,4</b>	<b>471,0</b>

Fonte: Equipa Research; Bloomberg; Jerónimo Martins



Fonte: Equipa Research; Bloomberg



Fonte: 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 abriram 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  
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 correção 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 30 de Junho de 2015:

	Número de Recomendações	%
Acumular/Comprar	6	75,0%
Manter/Neutral	2	25,0%
Reduzir/Vender	0	0,0%
<b>Total</b>	<b>8</b>	<b>100,0%</b>

Fonte: Research

Trading Ideas nos últimos 12 meses e à data de 30 de Junho 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 30 de Junho de 2015:

	Número de Recomendações	%
Profit Taking	4	66,7%
Stop Loss	2	33,3%
Em Vigor	0	0,0%
<b>Total</b>	<b>6</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. Saliencia-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  
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.