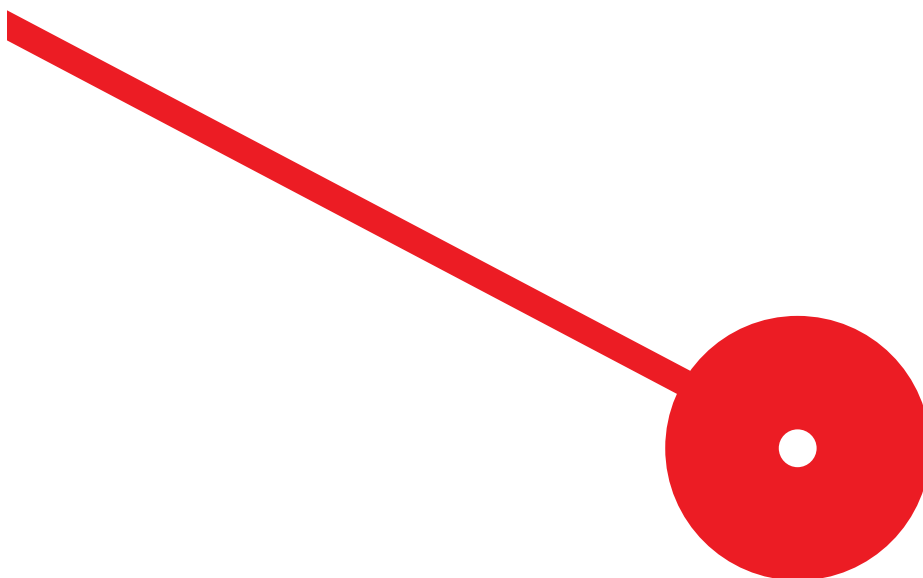




Relatório Equity Research Jerónimo Martins

Rogério Teles | 2231135

06/2026

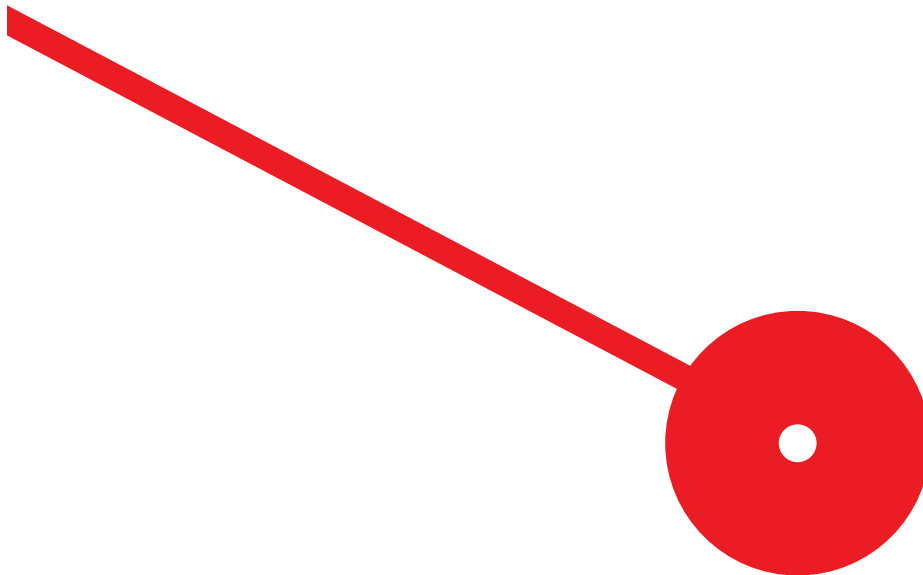




Relatório Equity Research Jerónimo Martins

Rogério Teles | 2231135

Dissertação de Mestrado Contabilidade e Finanças apresentada ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto para a obtenção do grau de Mestre em Contabilidade e Finanças, sob orientação do Professor Doutor António Manuel Pereira Rodrigues Cunha



Agradecimentos

A realização desta dissertação não teria sido possível sem o contributo e o apoio de várias pessoas, às quais expresso o meu mais sincero reconhecimento.

Em primeiro lugar, agradeço ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto pela oportunidade de frequentar este Mestrado em Contabilidade e Finanças e pelo ambiente académico que proporcionou não só pelo crescimento intelectual, mas também o encontro com colegas e professores que tornaram este percurso mais enriquecedor. Um agradecimento especial ao meu orientador, Professor Doutor António Cunha, pela disponibilidade constante, pela paciência, pelo rigor e profundidade dos ensinamentos transmitidos e, sobretudo, pelo apoio que foi além do âmbito académico, revelando uma generosidade e dedicação que em muito me marcaram.

Em segundo lugar, à minha mulher, Beatriz Teixeira, que foi o meu maior suporte ao longo desta fase exigente e tantas vezes atarefada. A sua presença, paciência e encorajamento foram fundamentais para que conseguisse chegar ao fim deste caminho.

Por último, mas igualmente importante, um agradecimento extensivo a toda a minha família pelo apoio incondicional ao longo deste mestrado. Deixo, porém, uma palavra de gratidão muito especial ao meu sogro, José Teixeira, que foi uma fonte constante de motivação, força e alegria, e que continua a ser uma referência para mim, tanto na vida profissional como pessoal, partilhando com generosidade o seu conhecimento e experiência.

A todos, o meu sincero obrigado.

Resumo:

A presente dissertação tem como objetivo desenvolver uma avaliação da empresa Jerónimo Martins, centrada na determinação do seu valor intrínseco e na sua respetiva comparação com o preço de mercado. Inicia-se com a enumeração das diferenças entre avaliação absoluta e avaliação relativa. Neste sentido, na avaliação absoluta integram-se os principais modelos utilizados em avaliação de empresas como o modelo de Fluxos de Caixa Descontado (DCF) e o modelo de valor económico adicionado (EVA) e, na avaliação relativa, incide-se na avaliação por múltiplos. Estes modelos amplamente discutidos por autores como Damodaran, Goedhart e Koller permitirão compreender as diferentes dimensões da criação de valor, considerando os fluxos de caixa, os lucros operacionais, o custo de capital, o risco e a comparação com empresas semelhantes.

Esta avaliação inicia-se com uma introdução à empresa, tendo em conta a consistência da sua estratégia corporativa, dos resultados, da estrutura de governança e do contexto competitivo onde se encontra inserida, nomeadamente a sua presença internacional em países como Portugal, Polónia, Colômbia, bem como a sua recente expansão para a Eslováquia e Chéquia. Segue-se a abordagem do primeiro modelo DCF baseado nos *free cash flow*, o que será complementado pelo EVA, estabelecendo-se a relação entre ambos. Por último, será abordada a avaliação por múltiplos.

Em suma, esta abordagem permite identificar qual o valor intrínseco e fundamental da empresa e compará-lo com o preço de mercado e determinar se a Jerónimo Martins se encontra sobrevalorizada ou subvalorizada no mercado acionista e qual dos modelos se encontra com o valor mais aproximado do valor de mercado.

Palavras chave: Avaliação de empresas, Avaliação Múltiplos, Jerónimo Martins, Modelo de Fluxos de Caixa Descontado, Modelo Valor Económico Adicionado.

Abstract:

This dissertation aims to develop a valuation of the company Jerónimo Martins, focusing on the determination of its intrinsic value and its comparison with the stock market price. It begins by outlining the differences between intrinsic and relative valuation. Intrinsic valuation includes the main models used in company valuation, such as the Discounted Cash Flow (DCF) model and the Economic Value Added (EVA) model. Relative valuation focuses on valuation through multiples. These models, widely discussed by authors such as Damodaran, Goedhart, and Koller, allow for an understanding of the different dimensions of value creation by considering cash flows, operating profits, cost of capital, risk, and comparisons with similar companies.

This valuation begins with an introduction to the company, taking into account the consistency of its corporate strategy, its results, its governance structure and the competitive environment in which it operates, notably its international presence in Portugal, Poland and Colombia, as well as its recent expansion into Slovakia and the Czech Republic. This is followed by analyses of the first DCF model based on free cash flow, which will be supplemented by the EVA model and where the relationship between the two is established. Finally, the multiple valuation approach will be discussed.

In summary, this approach aims to identify the intrinsic and fundamental value of the company, compare it with its stock market price, and determine whether Jerónimo Martins is overvalued or undervalued in the stock market, as well as which valuation model provides the closest estimate to market value.

Key words: Business Valuation, Valuation multiples, Jerónimo Martins, Discounted Cash Flow, Economic Value Added

Índice geral

Capítulo I– Introdução.....	1
Capítulo II– Revisão da literatura	4
2.1 Valor Intrínseco vs. Avaliação Relativa	5
2.2 A Hipótese do Mercado Eficiente (HME) e o seu Desafio à Avaliação	6
2.3 Da estratégia aos números	6
2.4 Dividend Discount Model	7
2.5 Discounted Cash Flow	11
2.5.1 <i>Free Cash Flow to the Firm</i>	13
2.5.2 WACC	14
2.5.3 CAPM.....	15
2.5.4 Beta.....	16
2.5.5 Valor Terminal	18
2.5.6 <i>Enterprise Value</i>	19
2.6 Economic Value Added (EVA).....	20
2.7 Avaliação Relativa: Múltiplos	23
2.7.1 Múltiplos de resultados.....	24
2.7.2 Múltiplo de valor contabilístico.....	24
2.7.3 Múltiplos de receita	26
2.7.4 Testes de consistência.....	27
2.8 Hipótese de Investigação	28
Capítulo III –Contextualização do setor do retalho alimentar e apresentação da empresa.....	29
3 Contextualização do setor do retalho alimentar e da Empresa	30
3.1 Caracterização geral do setor.....	30
3.2 Tendências do setor do retalho alimentar	30
3.3 Pontos fortes e fragilidades do setor retalho alimentar.....	32

3.4	Riscos Macroeconómicos	33
3.4.1	Produto Interno Bruto	34
3.4.2	Índice de Preços no Consumidor	35
3.4.3	Taxas de juro Diretoras.....	36
3.4.4	Índices do Retalho Total e alimentar	37
3.4.5	Indicador de confiança dos consumidores.....	38
3.4.6	Taxa de Desemprego	39
3.4.7	Risco Cambial	40
3.5	Descrição da Jerónimo Martins	41
3.5.1.1	Enquadramento geral da Empresa	41
3.5.1.2	Estrutura de capital e Resultados.....	43
3.5.1.3	Posicionamento estratégico	45
3.5.1.4	Desenvolvimento do grupo e desempenho das suas áreas de negócio 46	
3.5.1.5	Dados financeiros	57
3.5.1.6	Empresa no Mercado de Capitais	59
3.5.1.7	Análise SWOT.....	62
	Capítulo IV – Metodologia	67
4	Metodologia.....	68
4.1	Modelo Discounted Cash Flow (DCF-FCFF)	69
4.1.1	Vendas	69
4.1.2	CMVMC e Variação de produção	69
4.1.3	Outros Custos Operacionais	70
4.1.4	EBITDA	71
4.1.5	EBIT	71
4.1.6	Depreciações e amortizações.....	71
4.1.7	Taxa de Imposto	71

4.1.8	Varição das necessidades Fundo Maneio (Δ Working Capital Needs) .	72
4.1.9	CAPEX	73
4.1.10	<i>Free Cash Flow</i>	74
4.1.11	Taxa de crescimento	75
4.1.12	Custo Médio Ponderado de Capital (WACC)	75
4.1.13	Valor Terminal	76
4.1.14	<i>Enterprise Value</i>	77
4.1.15	Valor do Capital Próprio	77
4.2	Modelo Valor Económico Adicionado EVA.....	78
4.2.1	Capital Investido.....	78
4.2.2	NOPAT e ROIC	79
4.2.3	EVA e o Valor de Mercado Adicionado	79
4.2.4	<i>Enterprise Value</i> e valor por ação	80
4.3	Avaliação Relativa: Múltiplos	80
4.3.1	Seleção de Empresas Comparáveis	80
4.3.2	Recolha dos Múltiplos das Empresas Comparáveis	80
4.3.3	Cálculo dos múltiplos da Jerónimo Martins e Valor por ação	81
Capítulo V– Análise de resultados		83
Capítulo VI – Conclusão Equity Research.....		87
Referências bibliográficas.....		89
Apêndices.....		95
Apêndice I – Cálculo Estrutura Capital		96
Apêndice II-Cálculo Taxa média Juros JMT e K_d		97
Apêndice III-Cálculo WACC		98
Apêndice IV- Discounted Cash Flow to Firm		99
Apêndice V-EVA.....		100
Apêndice VI-Avaliação Múltiplos.....		101

Anexos.....	102
Anexo I Demonstração Resultados	95
Anexo II Balanço	96
Anexo III Ativo e Passivo utilizado para cálculo das necessidades de fundo manei	97

Índice de Figuras

Figura 1 Δ Produto Interno Bruto Polónia, Portugal, Colômbia nos últimos 4 anos	35
Figura 2 Evolução Índice Preço Consumidor Polónia, Portugal e Colômbia nos últimos 4 anos.....	36
Figura 3 Taxas de juro diretoras-fim do período na Polónia, Portugal e Colômbia nos últimos 4 anos.....	37
Figura 4 Índice Retalho Total de Polónia, Portugal e Colômbia nos últimos 4 anos.....	37
Figura 5 Índice Retalho Alimentar Polónia, Portugal e Colômbia nos últimos 4 anos..	38
Figura 6 Indicador de Confiança dos Consumidores de Polónia, Portugal e Colômbia nos últimos 4 anos.....	39
Figura 7 Evolução da taxa de desemprego na Polónia, Portugal e Colômbia nos últimos 4 anos.....	40
Figura 8 Logótipo Biedronka	41
Figura 9 Logótipo Pingo Doce	41
Figura 10 Logótipo Hebe.....	41
Figura 11 Logótipo Recheio	42
Figura 12 Logótipo JMA	42
Figura 13 Logótipo Jeronymo	42
Figura 14 Logótipo Ara	42
Figura 15 Estrutura do capital	43
Figura 16 Relação Vendas e Margem EBITDA.....	47
Figura 17 EBITDA E EBITDA/VENDAS.....	48
Figura 18 Dívida Líquida e Dívida Líquida/EBITDA.....	49
Figura 19 Investimento por área de negócio	50
Figura 20 Número de Lojas.....	51
Figura 21 Colaboradores	52
Figura 22 Quota de cada marca nas vendas do grupo	53
Figura 23 Vendas e Serviços por marca	53
Figura 24 Evolução Vendas por marca.....	54
Figura 25 Margem EBITDA (%).....	55
Figura 26 Crescimento LFL%	56

Índice de Tabelas

Tabela 1 Dados do capital social	44
Tabela 2 Dados Financeiros JM em Milhares de euros.....	59
Tabela 3 Dados Mercado Capitais Jerónimo Martins	61
Tabela 4 Comparação JM, SGPS SA com PSI, STOXX600, STOXX600 EUROPE RETAIL	61
Tabela 5 Análise e projeção vendas JMT	69
Tabela 6 Média histórica CMVMC e Variação Produção.....	70
Tabela 7 Histórico e média histórica de outros custos operacionais	70
Tabela 8 Análise histórica e média histórica EBIT	71
Tabela 9 Taxa de Imposto Previsional JMT	72
Tabela 10 Cálculo do fundo maneio da JMT e sua média histórica.....	73
Tabela 11 Projeção da variação do fundo maneio JMT	73
Tabela 12 Cálculo Capex JMT e sua média histórica	74
Tabela 13 Projeção CAPEX ao longo do período analisado	74
Tabela 14 Cálculo Capital Investido em 2025.....	78
Tabela 15 Projeção Capital Investido 2026-2029	79
Tabela 16 Resumo dos valores por ação da JMT de cada método	84
Tabela 17 Análise Sensibilidade DCF	85
Tabela 18 Análise Sensibilidade EVA	85

Índice de Fórmulas

Equação 1 Valor por ação.....	8
Equação 2 Modelo de Gordon.....	8
Equação 3 Modelo de Gordon dois estágios.....	9
Equação 4 P_n	9
Equação 5 Modelo H.....	10
Equação 6 Modelo de Gordon três estágios.....	10
Equação 7 Rácio de pagamentos dividendos modificado.....	11
Equação 8 Valor da empresa crescimento estável.....	12
Equação 9 Valor da empresa FCFF infinito.....	13
Equação 10 Valor dos ativos operacionais da empresa.....	13
Equação 11 Fórmula FCFF.....	13
Equação 12 Fórmula NOPAT.....	14
Equação 13 Fórmula Necessidade Fundo Maneio.....	14
Equação 14 Fórmula Custo Médio ponderado de capital.....	15
Equação 15 Capital Asset Pricing Model.....	16
Equação 16 Cálculo Beta.....	17
Equação 17 Beta não alavancado.....	18
Equação 18 Beta Alavancado.....	18
Equação 19 Valor Terminal.....	19
Equação 20 VAL como extensão do EVA.....	21
Equação 21 Ligação valor da empresa e o EVA.....	21
Equação 22 <i>Definição da ligação entre valor da empresa e o EVA</i>	21
Equação 23 Cálculo EVA.....	22
Equação 24 Cálculo EVA pela diferença entre o ROIC e o WACC.....	22
Equação 25 Múltiplo P/E	24
Equação 26 Múltiplo P/E fórmula trailing.....	24
Equação 27 Múltiplo P/E fórmula forward.....	24
Equação 28 Payout ratio.....	24
Equação 29 Múltiplo P/BV	25
Equação 30 Ligação P/BV com DDM.....	25
Equação 31 ROE.....	25

Equação 32 Múltiplo EV/EBITDA	26
Equação 33 Múltiplo EV/VENDAS.....	26
Equação 34 Múltiplo P/S.....	26
Equação 35 Cálculo EBITDA.....	71
Equação 36 Cálculo FCFF metodologia	74
Equação 37 Cálculo WACC metodologia	75
Equação 38 Cálculo beta realavancado metodologia.....	76
Equação 39 Cálculo CAPM metodologia.....	76
Equação 40 Cálculo Valor Terminal metodologia	76
Equação 41 Cálculo NOPAT metodologia	79
Equação 42 Cálculo EVA metodologia.....	79

Lista de abreviaturas

- **BCE:** Banco Central Europeu
- **CAGR:** Taxa de Crescimento Anual Composta
- **CAPEX:** Despesas de Capital (Capital Expenditure)
- **CAPM:** Modelo de Precificação de ativos (Capital Asset Pricing Model)
- **CDP:** Carbon Disclosure Project
- **CEO:** Chief Executive Officer
- **CMVMC:** Custo das Mercadorias Vendidas e Consumidas
- **DCF:** Modelo de Fluxo de Caixa Descontado (Discounted Cash Flow)
- **DDM:** Modelo de Dividendos Descontado (Dividend Discount Model)
- **DPS:** Dividendos por ação
- **EBIT:** Resultados Antes de Juros e Impostos
- **EBITDA:** Resultado Antes de Juros, Impostos, Depreciações e Amortizações
- **EPS:** Resultados por ação
- **ERP:** Prémio de Risco de Mercado
- **ESG:** Ambiente, Social e Governança (Environmental, Social and Governance)
- **EUA:** Estados Unidos da América
- **EV:** Valor da Empresa (Enterprise Value)
- **EV/EBITDA:** Valor da Empresa sobre o EBITDA (Enterprise Value to EBITDA)
- **EV/Vendas:** Valor da Empresa sobre as vendas (Enterprise Value to Sales)
- **EVA:** Valor Económico Adicionado (Economic Value Added)
- **FCFE:** Fluxos de Caixa para os acionistas (Free Cash Flow to Equity)
- **FCFF:** Fluxos de Caixa para a Empresa (Free Cash Flow to the Firm)
- **FMI:** Fundo Monetário Internacional
- **FSE:** Fornecimento e Serviços Externos
- **HME:** Hipótese do Mercado Eficiente
- **IA:** Inteligência Artificial
- **IFRS:** Normas Internacionais de Relato Financeiro
- **IRC:** Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas
- **IVA:** Imposto sobre o Valor Acrescentado
- **JM:** Jerónimo Martins

- **JMA:** Jerónimo Martins Agro-Alimentar
- **JMT:** Jerónimo Martins (Símbolo bolsista/ticker)
- **LFL:** Like-for-Like
- **MVA:** Valor de Mercado Adicionado (Market Value Added)
- **NBP:** Banco Central da Polónia
- **NFM:** Necessidades de Fundo Maneio (Working Capital Needs)
- **NOPAT:** Resultado Operacional Líquido após Impostos
- **OCDE:** Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico
- **P/BV:** Preço pelo valor contabilístico (Price-to-book-Value)
- **P/E:** Preço por Resultados (Price-to-Earnings)
- **P/S:** Preço pelas vendas (Price-to-Sales)
- **PIB:** Produto Interno Bruto
- **PRR:** Plano de Recuperação e Resiliência
- **PSI:** Principal Índice de Referência da bolsa de valores portuguesa (Portuguese Stock Index)
- **RI:** Resultado Residual (Residual Income)
- **ROA:** Rendibilidade do ativo (Return on Assets)
- **ROE:** Rendibilidade do Capital Próprio (Return on Equity)
- **ROIC:** Rendibilidade do Capital Investido (Return on Invested Capital)
- **ROU:** Direitos de Uso (Right-of-Use)
- **SFMS:** Sociedade Francisco Manuel dos Santos, B.V
- **SGPS:** Sociedade Gestora de Participações Sociais
- **TV:** Valor terminal (Terminal Value)
- **UE:** União Europeia
- **VAL:** Valor Atual Líquido
- **WACC:** Custo Médio Ponderado do Capital (Weighted Average Cost of Capital)

CAPÍTULO I– INTRODUÇÃO

A avaliação de empresas constitui uma das áreas centrais das finanças empresariais, na medida em que procura traduzir, num valor fundamentado, a capacidade de uma organização para gerar fluxos de caixa, criar valor para os acionistas e remunerar o risco assumido pelos investidores. Num contexto de mercados cada vez mais competitivos e da crescente complexidade das normas contabilísticas, a determinação do valor intrínseco de uma empresa e a sua comparação com o preço observado no mercado assumem uma particular relevância para a tomada de decisões de investimento.

O presente trabalho desenvolve-se no âmbito de um *Equity Research*, tendo como objeto de estudo a Jerónimo Martins, SGPS, S.A., grupo multinacional português de retalho e distribuição alimentar com forte presença em Portugal, na Polónia e na Colômbia, e em fase de expansão para novos mercados. A escolha desta empresa relaciona-se com a sua dimensão e relevância no panorama empresarial, com a consistência da sua estratégia de longo prazo e com o facto de operar num mercado bastante resiliente e competitivo, caracterizado por margens reduzidas, elevada rotação de ativos e uma forte necessidade de eficiência operacional.

O objetivo central deste *Equity Research* consiste em estimar o valor intrínseco da Jerónimo Martins e compará-lo com o respetivo preço de mercado, de forma a aferir se a empresa se encontra sobreavaliada ou subavaliada e identificar qual das metodologias de avaliação se aproxima mais da cotação observada. Para tal, recorreu-se a três metodologias que se complementam: na avaliação intrínseca, o modelo dos Fluxos de Caixa Descontado (Discounted Cash Flow-DCF) e o modelo de Valor Económico Adicionado (Economic Value Added-EVA); na avaliação relativa, recorreu-se à avaliação por múltiplos de mercado. Este trabalho permite complementar e comparar as diferentes metodologias de avaliação, confrontando a perspetiva da avaliação intrínseca com a da avaliação relativa. Enquanto a avaliação intrínseca se centra nos fundamentos económicos e financeiros da empresa e de como os modelos podem convergir entre si, a avaliação relativa pode refletir mais o sentimento do mercado.

A motivação para o desenvolvimento desta dissertação resulta da relevância da avaliação de empresas no âmbito das finanças, área que combina o rigor técnico com a compreensão estratégica do negócio, essencial para o desenvolvimento de um *Equity Research*. A ausência do consenso entre a literatura e os analistas quanto à metodologia que melhor traduz o valor de mercado justifica um estudo que confronte as perspetivas da avaliação intrínseca e da avaliação relativa. Além disso, esta dissertação desenvolve a relevância do modelo do Valor Económico Adicionado (EVA) enquanto modelo de

avaliação, o que constitui um contributo pertinente para a área das finanças e da avaliação de empresas.

Do ponto de vista estrutural, este trabalho organiza-se pelos seguintes capítulos: O segundo capítulo apresenta a revisão de literatura, enquadra os fundamentos teóricos da avaliação intrínseca e relativa e discute os modelos utilizados. O terceiro capítulo procede à contextualização do setor do retalho alimentar e suas tendências, bem como à caracterização da Jerónimo Martins, o que inclui a análise do ambiente macroeconómico de cada mercado onde opera, bem como uma análise interna à empresa. O quarto capítulo dedica-se à metodologia aplicada a cada modelo de avaliação utilizado neste *Equity Research*. O quinto capítulo procede à análise dos resultados obtidos neste trabalho, que inclui uma análise de sensibilidade. Por último, o sexto capítulo apresenta as conclusões deste *Equity Research* e responde às hipóteses de investigação deste trabalho.

CAPÍTULO II– REVISÃO DA LITERATURA

2.1 Valor Intrínseco vs. Avaliação Relativa

A avaliação de ações assenta em duas filosofias primárias e distintas. A primeira, a avaliação intrínseca, indica que cada ativo possui um valor verdadeiro e subjacente, o qual é determinado pela sua capacidade de gerar fluxos de caixa, pelo seu potencial de crescimento e pelo seu perfil de risco (Damodaran, 2012). Esta abordagem revela, em certo sentido, que um analista tem acesso a toda a informação disponível e a um modelo de avaliação perfeito (Damodaran, 2006). Em nítido contraste, a avaliação relativa avalia um ativo com base em ativos semelhantes ou comparáveis no mercado (Damodaran, 2006).

Esta distinção é crucial para enquadrarmos os modelos a abordar nesta dissertação: os modelos de Fluxo de Caixa Descontado (DCF) (Damodaran, 2006) e de Valor Económico Adicionado (EVA), que são tentativas de estimar o valor intrínseco, enquanto a análise de múltiplos enquadra-se num processo de avaliação relativa (Goedhart et al., 2005). De acordo com Damodaran (2012) é recomendável a compreensão e utilização de todas as abordagens. Olbert (2024) demonstra que os analistas combinam, em média, mais do que um método por relatório, reforçando a ideia de complementaridade metodológica e da análise empírica de Damodaran (2012). Damodaran (2012, 2025) sublinha ainda que a avaliação deve refletir a estratégia corporativa, os fundamentos e os riscos macroeconómicos e não apenas os resultados históricos. Esta perspetiva permite estabelecer uma comparação direta entre uma estimativa de valor baseada nos fundamentos económicos e financeiros e outra influenciada pelo sentimento do mercado. Esta divergência é o cerne da questão da análise de *Equity Research*, cujo objetivo é identificar discrepâncias entre o valor potencial e o preço de mercado atual e avaliar se as empresas estão a conseguir criar valor, sendo que, para tal, o retorno sobre o capital investido tem de exceder o custo de capital (Koller et al., 2020).

De acordo com Thomas R. e Gup.B.E. (2010), o método de avaliação reflete os valores centrais na avaliação de uma empresa, nomeadamente: os seus fluxos esperados, o seu crescimento e o risco associado; a criação de valor, quando o retorno sobre o capital investido (ROIC) excede o custo médio ponderado de capital (WACC); e o facto de as empresas que alcançam um ROIC elevado tenderem a atingir taxas normais e estabilizadas de ROIC através da concorrência.

2.2 A Hipótese do Mercado Eficiente (HME) e o seu Desafio à Avaliação

A propósito de um *Equity Research* coloca-se um desafio direto à Hipótese do Mercado Eficiente (HME), segundo a qual o mercado é eficiente, uma vez que o preço de um ativo constitui a melhor estimativa do seu valor, uma vez que incorpora toda a informação publicamente disponível. Se os mercados são perfeitamente eficientes, então o preço de mercado é, por definição, o valor "correto", tornando a procura por um valor intrínseco um exercício redundante (Malkiel e Fama, 1970). No entanto, as aplicações práticas destes modelos de avaliação baseiam-se precisamente na ideia de que os mercados não são eficientes. Segundo Damodaran (2006), a avaliação constitui uma ferramenta para identificar estas ineficiências, os "erros" que o mercado comete na precificação de ativos, com a premissa de que estas discrepâncias de preço tendem a corrigir-se ao longo do tempo à medida que nova informação é divulgada e assimilada.

2.3 Da estratégia aos números

No que respeita à avaliação, esta transcende a análise quantitativa, assume igualmente uma dimensão estratégica. Segundo Damodaran (2012, 2025), a avaliação deve incorporar a estratégia corporativa e não apenas os resultados históricos. Koller et al. (2020) completam a ideia referindo que a ligação entre avaliação e estratégia permite uma compreensão mais profunda do negócio, a qual é fundamental para a avaliação de uma empresa. Damodaran (2025) salienta a importância de mitigar o viesamento da análise, o que requer uma análise detalhada e objetiva dos riscos inerentes à empresa, tais como o mercado onde a mesma opera, a volatilidade e as variáveis dos riscos macroeconómicos e a complexidade crescente das normas contabilísticas. Por sua vez, Koller et al (2020) complementam esta visão ao salientar que a ligação entre avaliação e a estratégia exige uma profunda compreensão do negócio, o que implica a análise da sua governança, dos seus processos de tomada de decisão estratégica, das suas vantagens competitivas e do seu posicionamento no mercado. A aplicação destes princípios à Jerónimo Martins é fundamental para uma avaliação rigorosa, uma vez que o grupo desenvolve a sua atividade em vários mercados, tais como Portugal, Polónia, Colômbia, bem como a sua mais recente expansão para a Chéquia e Eslováquia (Jerónimo Martins,

2025b). Adicionalmente, a sua estrutura de governança, caracteriza-se pela longevidade da sua equipa de gestão e por uma estratégia consistente e orientada para o longo prazo (Jerónimo Martins, 2025a). Neste enquadramento, a sua aplicação possibilita a avaliação dos riscos macroeconómicos dos mercados onde opera, tanto a nível local como a nível global; os diferentes prémios de risco-país no cálculo de custo de capital; a credibilidade da empresa; as projeções de fluxo de caixa e a execução das suas estratégias de negócio.

2.4 Dividend Discount Model

As origens dos métodos de avaliação financeira do capital próprio tiveram origem no método Dividend Discount Model (DDM), sendo este considerado por Damodaran (2011) como o modelo mais simples para avaliar o capital próprio de uma empresa. Embora muitos analistas se tenham afastado progressivamente deste modelo, em virtude das suas limitações práticas, existem empresas específicas para as quais este modelo continua a ser uma ferramenta útil para estimar o seu valor.

A premissa fundamental do DDM assenta no valor presente de todos os dividendos futuros, segundo o qual, o valor de uma ação corresponde ao valor presente dos dividendos que se espera receber até ao infinito. Esta abordagem foi inicialmente formalizada por Williams (1938), segundo o qual, uma ação vale todos os dividendos que serão distribuídos ao longo do tempo. Assim, fatores como os seus resultados atuais, as perspetivas de crescimento, a sua situação financeira e a capitalização dos mercados influenciam o preço de mercado de uma ação apenas na medida em que ajudam os investidores a estimar os dividendos futuros.

Do ponto de vista conceptual, o enquadramento do DDM assenta nos pressupostos de mercados de capitais perfeitos, introduzido por Modigliani e Miller (1958), segundo os quais o valor da empresa é independente da sua estrutura financeira, sendo determinado exclusivamente pela rendibilidade dos seus investimentos. Estes pressupostos servem de base à proposição da irrelevância da política de dividendos desenvolvida por Modigliani e Miller (1961), que demonstram que, na ausência de impostos, custos de transação e assimetrias de informação, a forma como os resultados são distribuídos aos acionistas não afeta o valor da empresa. Os autores demonstram que o valor da empresa é determinado exclusivamente pela sua capacidade de gerar fluxos de caixa a partir dos seus investimentos, sendo a política de dividendos irrelevante para a criação de valor. Neste contexto, o DDM não contradiz esta proposição, uma vez que os dividendos representam

apenas o mecanismo de distribuição dos fluxos de caixa gerados pelos ativos da empresa, e não da sua origem.

Formalmente, Damodaran (2006) expressa a seguinte fórmula:

Equação 1 Valor por ação

$$\text{Valor por ação} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E(DPS_t)}{(1 + k_e)^t}$$

Onde:

E= Valor esperado

(DPS_t)= Dividendos esperados por ação

k_e= Custo do capital próprio

Contudo, apesar da premissa ser teoricamente correta, é impraticável devido à dificuldade em projetar dividendos futuros até ao infinito. Em resposta a esta limitação, foram desenvolvidas várias versões do modelo: o modelo de crescimento constante de Gordon aplicável a empresas com crescimento estável em que os dividendos crescem a uma taxa constante, e os modelos de dois e três estágios, que permitem incorporar fases distintas de crescimento (Damodaran, 2011).

O modelo de crescimento de Gordon surge como um modelo de crescimento constante, que assume que os dividendos crescem a uma taxa constante (g) para sempre, (Gordon e Shapiro, 1956). Este modelo foi posteriormente desenvolvido e consolidado por Gordon (1963). A aplicação do modelo torna-se útil para avaliar empresas maduras, estáveis e com políticas de dividendos consistentes (Damodaran, 2006; Farrell, 1985; Zhang, 2025).

A fórmula seguinte é mencionada por Damodaran (2011) e Zhang (2025):

Equação 2 Modelo de Gordon

$$P_0 = \frac{DPS_1}{k_e - g}$$

Onde:

DPS1= dividendo esperado no próximo ano.

Ke= custo do capital próprio

g= taxa de crescimento perpétua

Este modelo exige que a taxa de crescimento perpétua (g) seja inferior ao custo do capital próprio (ke) (Damodaran, 2006), que converge com Gordon (1963), que demonstra que, sob condições de crescimento estável, o valor da ação é positivamente relacionado com a taxa de crescimento dos dividendos e negativamente relacionado com o custo de capital próprio.

Reconhecendo que a maioria das empresas não se encontra num estado de crescimento constante, Damodaran (2011) refere que o modelo evoluiu para modelos multi-estágio, nomeadamente o de dois estágios, nos quais o processo é dividido em duas fases distintas: um período inicial de crescimento não estável e um período final de crescimento perpétuo e estável (gn), ao qual se aplica o modelo de Gordon para o cálculo do valor terminal, que é expresso pela seguinte fórmula:

Equação 3 Modelo de Gordon dois estágios

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{DPSt}{(1 + k_{\{e,hg\}})^t} + \frac{P_n}{(1 + k_{\{e,hg\}})^n}$$

(primeiro período) (segundo período)

Onde:

Equação 4 Pn

$$P_{\{n\}} = \frac{DPS_{n+1}}{k_{e,st} - g_n}$$

P0=Valor atual da empresa por ação

DPSt= Dividendo por ação no ano t

ke= Custo do capital próprio

ga = Taxa de crescimento inicial

gn = Taxa de crescimento no final de 2 anos, que se aplica para sempre a partir desse momento.

Damodaran (2011) sugere que este modelo é apropriado para empresas com vantagens competitivas temporárias, sendo que a sua principal crítica é a transição abrupta

do crescimento elevado para estável. Com o objetivo de mitigar essa transição abrupta, Fuller e Hsia (1984) desenvolveram o modelo H, no qual assume que a taxa de crescimento diminui linearmente desde uma inicial elevada até à taxa estável final, presente na seguinte fórmula:

Equação 5 Modelo H

$$P_0 = \frac{DPS_0(1 + g_n)}{k_e - g_n} + \frac{DPS_0 * H * (g_a - g_n)}{k_e - g_n}$$

Este modelo de três estágios é mais flexível e é frequentemente preferido para empresas com taxas de crescimento elevado (Damodaran, 2006; Farrell, 1985).

Por fim, Damodaran (2011) decompõe o crescimento em três fases distintas:

Fase 1, fase de crescimento alto: um período inicial de crescimento elevado e estável (por exemplo: 5 anos);

Fase 2, fase de transição: um período intermédio onde a taxa de crescimento diminui gradualmente até atingir a taxa estável;

Fase 3, fase de estabilidade, um período final perpétuo de crescimento estável onde o modelo de Gordon é novamente aplicado ao valor terminal

Equação 6 Modelo de Gordon três estágios

$$P_0 = \sum_{t=1}^{n_1} \frac{EPS_0(1 + g_a)^t \Pi_a}{(1 + k_{e,hg})^t} + \sum_{t=n_1+1}^{n_2} \frac{DPS_t}{(1 + k_{e,t})^t} + \frac{EPS_{n_2}(1 + g_n)\Pi_n}{(k_{e,st} - g_n)(1 + r)^n}$$

(primeira fase) (segunda fase) (terceira fase)

Onde:

EPS_t = Lucro por ação no ano t

DPS_t = Dividendo por ação no ano t

g_a = Taxa de crescimento na fase de crescimento elevado (dura n_1 períodos)

g_n = Taxa de crescimento na fase estável

Π_a = Rácio de distribuição (*payout ratio*) na fase de crescimento elevado

Π_n = Rácio de distribuição na fase estável

Esta abordagem é consistente com a evidência empírica apresentada por Lintner (1956) que, segundo o mesmo, as empresas tendem a ajustar os dividendos de forma gradual, privilegiando a estabilidade e evitando cortes frequentes.

Damodaran (2011) argumenta ainda que este modelo pode ser adaptado a um rácio de *payout* modificado, que inclui recompras e continua a ser a base intuitiva para todos os modelos de avaliação de fluxos de caixa descontado e é calculado por:

Equação 7 Rácio de pagamentos dividendos modificado

$$\text{Rácio de pagamento dividendos modificado} = \frac{\text{Dividendos} + \text{Recompra ações}}{\text{Resultado líquido}}$$

Em síntese, apesar das suas limitações, o DDM constitui a base conceptual de todos os modelos de avaliação por fluxos de caixa descontado, mantendo-se como referência fundamental.

2.5 Discounted Cash Flow

De acordo com Damodaran (2025), existem dois caminhos fundamentais para avaliação de uma empresa: avaliação do capital próprio (*equity valuation*) e a avaliação do negócio como um todo (*firm valuation*). No primeiro caso, avalia apenas a participação no capital próprio da empresa *Free Cash Flow to Equity* (FCFE). No segundo caso, avalia o negócio por inteiro, o que inclui, além do capital próprio, os outros detentores de direito sobre a empresa, *Free Cash flow to the Firm* (FCFF). Deste modo, os dois modelos diferem quanto ao tipo de fluxos considerados e à taxa de desconto utilizada.

O FCFE avalia os fluxos de caixa gerados pelos ativos após o pagamento da dívida e a realização dos investimentos necessários para o crescimento, a taxa de desconto que é considerada é o custo do capital próprio (K_e) e portanto o valor presente obtido é o valor que se atribui aos detentores do capital próprio. Por outro lado, o FCFF avalia o fluxo de caixa que os ativos operacionais geram, antes do pagamento da dívida, mas após os reinvestimentos necessários para o crescimento futuro. Neste caso, a taxa de desconto reflete o custo médio ponderado (WACC), sendo este o custo combinado da dívida e do capital próprio e o valor presente obtido através do valor total da empresa (*Enterprise Value*), que incorpora todos os direitos de propriedade, tanto de credores como de acionistas da empresa.

No presente relatório de *Equity Research* da Jerónimo Martins, apenas será utilizado o FCFF. Segundo Rosenbaum J. e Pearl J. (2013), este método é mais robusto em contextos de estruturas de capital dinâmicas, oferecendo maior consistência e clareza analítica, com foco no *Enterprise Value*.

Posto isto, Damodaran (2006) indica que o modelo FCFF pode assumir formas diferentes, consoante as expectativas da taxa de crescimento e a sua duração. No caso de uma empresa com crescimento estável, pode ser expresso pela seguinte fórmula:

Equação 8 Valor da empresa crescimento estável

$$Value\ of\ firm = \frac{FCFF_1}{(WACC - g_n)}$$

Onde:

FCFF₁=FCFF esperado no próximo ano

WACC= custo médio ponderado

g_n= taxa de crescimento do FCFF (para sempre)

Este modelo de crescimento estável assenta em duas condições fundamentais. A primeira é que a taxa de crescimento considerada deve ser compatível com o crescimento a longo prazo da economia, exigindo-se, assim, que a taxa de crescimento não seja superior à taxa de crescimento económico. Em segundo lugar, as características financeiras e operacionais da empresa devem ser coerentes com as premissas de crescimento estável, pressupondo-se que a taxa de reinvestimento utilizada na projeção dos fluxos de caixa livres para a empresa reflita esse crescimento sustentável e que o rácio de endividamento se mantenha constante ao longo do tempo. Tanto Damodaran (2006) como Miles e Ezzell (1980) analisam as implicações desta abordagem, destacando que o modelo assume a existência de benefícios fiscais da dívida que crescem em perpetuidade e que são descontados ao custo de capital não alavancado.

Deste modo, este modelo revela-se particularmente sensível às hipóteses relativas à taxa de crescimento esperada, sendo a sensibilidade acentuada pelo facto de a taxa de desconto utilizada corresponder ao custo médio ponderado do capital (WACC). Além disso, este modelo é fortemente influenciado pelas premissas sobre o reinvestimento, nomeadamente pela relação entre as despesas de capital (Capex) e depreciações. Se estas variáveis não forem consistentes com o crescimento projetado, o valor da empresa poderá ser sobrestimado ou subestimado e o retorno do capital investido (ROIC) pode ter impactos significativos no valor obtido, como evidencia (Goedhart et al., 2005).

Como tal, Damodaran (2006) em vez de dividir o modelo em dois ou três estágios, apresenta como o valor presente pode ser estimado, da seguinte forma:

Equação 9 Valor da empresa FCFF infinito

$$Value\ of\ Firm = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t}$$

Onde,

$FCFF_t$ = FCFF esperado no ano t

WACC = custo médio ponderado,

Damodaran (2006) refere que quando a empresa atinge um estado estacionário após n períodos e a taxa g_n também cresce constantemente, o valor dos ativos operacionais pode ser expresso por:

Equação 10 Valor dos ativos operacionais da empresa

$$Value\ of\ Operating\ Assets\ of\ the\ firm = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{\frac{FCFF_{n+1}}{(WACC - g_n)}}{(1 + WACC)^n}$$

2.5.1 Free Cash Flow to the Firm

Segundo Rosenbaum J. e Pearl J. (2013) a projeção dos fluxos de caixa livre não alavancado deve assentar em pressupostos relativos ao desempenho financeiro futuro como o crescimento das vendas e deve ter em consideração o pagamento de todas as despesas operacionais, impostos, despesas de capital (capex) e as necessidades de fundo maneio. Estes devem ser sustentados com dados históricos e informação de gestão e de terceiros. Devem ser projetados para um horizonte temporal mínimo de 5 anos.

Este enquadramento vai ao encontro do que Damodaran (2025) refere, ao salientar que existe uma abordagem mais simples para calcular o fluxo de caixa, nomeadamente através do resultado antes de juros e impostos (EBIT), como ponto de partida:

Equação 11 Fórmula FCFF

$$FCFF = EBIT(1 - Taxa\ de\ Imposto) + Depreciação - Despesas\ de\ capital - \Delta Working\ capital\ needs$$

Em termos práticos, Rosenbaum J. e Pearl J. (2013) recomendam o seguinte procedimento:

- Calcular o NOPAT (resultado operacional líquido após impostos), que ajusta o EBIT para os impostos que a empresa pagaria sobre os seus lucros operacionais, independentemente do seu nível de endividamento.

Equação 12 Fórmula NOPAT

$$NOPAT = EBIT(1 - Taxa de imposto)$$

- Adicionar as depreciações e amortizações, que são despesas não monetárias que são deduzidas após o apuramento do EBIT, não implica uma saída efetiva de caixa e deve ser adicionado ao fluxo de caixa operacional.
- Subtrair as despesas de capital (CAPEX), que representa os investimentos em ativos fixos necessários para manter e expandir a base dos ativos da empresa. Uma despesa real e que, por esse motivo, deve ser subtraída.
- Subtrair a variação das necessidades de fundo maneio (working capital needs), que representa a diferença entre o valor das necessidades de fundo maneio no início e no final do período. Tem em conta o inventário e contas a receber, como as contas a pagar.

Equação 13 Fórmula Necessidades Fundo Maneio

$$NFM = (Contas a receber + inventários) - (contas a pagar)$$

2.5.2 WACC

O WACC, como referido anteriormente, representa o custo médio ponderado de capital, sendo uma média ponderada de um custo e retorno exigido pelos sócios e amplamente utilizada em finanças (Fernandez, 2025; Rosenbaum J. e Pearl J., 2013), combina assim, as taxas exigidas pelos detentores de dívida e pelos detentores de capital próprio (Koller, 2020).

Rosenbaum J. e Pearl J. (2013) reforçam que o WACC pode ser encarado como

um custo de oportunidade de capital ou o que um investidor espera ganhar de acordo com o seu risco, sendo dado pela fórmula:

Equação 14 Fórmula Custo Médio ponderado de capital

$$WACC = \left(\left(\frac{E}{E+D} \right) * k_e \right) + \left(\left(\frac{D}{E+D} \right) * k_d \right) * (1 - t)$$

Onde,

E = valor de mercado do capital próprio

D = valor de mercado da dívida

k_e = custo do capital próprio

k_d = custo efetivo da dívida

t = taxa de imposto.

Segundo Rosenbaum J. e Pearl J. (2013), o k_e representa o custo do capital próprio que corresponde à taxa de retorno anual exigida pelos acionistas de uma empresa esperam vir a receber, incluindo os dividendos. É tipicamente calculado pelo modelo de precificação de ativos financeiros (CAPM) (Damodaran, 2025; Koller, 2020; Rosenbaum J. e Pearl J., 2013). O k_d que é o custo efetivo da dívida, reflete o perfil de crédito da empresa que se baseia em múltiplos fatores como a dimensão, o setor, a ciclicidade do negócio, as estatísticas de crédito, a política financeira e a estratégia de aquisição entre outros (Rosenbaum J. e Pearl J., 2013). Koller (2020), por sua vez, menciona que se observe como o custo da dívida é reduzido pelo imposto e de como o benefício fiscal se reflete como valor para o acionista.

2.5.3 CAPM

O *capital asset pricing model* (CAPM) é, como já mencionado previamente neste documento, uma ferramenta útil para estimar o custo do capital e os retornos que os investidores exigem ao investir nos ativos da empresa (Rossi, 2016). Explica precisamente um *trade-off* entre os retornos dos ativos e os seus riscos, medindo o risco de um ativo como a covariância dos seus retornos com os retornos do mercado em geral (Rossi, 2016), avalia o risco sistemático que é conhecido como risco não diversificável, com o risco não sistemático que é o específico da empresa ou do setor e pode ser evitado

pela diversificação (Rosenbaum J. e Pearl J., 2013).

Segundo Damodaran (2025) e Koller (2020) apresentam a seguinte fórmula:

Equação 15 Capital Asset Pricing Model

$$E(R) = R_f + \beta_e (E(R_m) - R_f)$$

Onde:

R_f = taxa isenta de risco

β_e = Beta relativo à carteira ou portefólio do mercado

$(E(R_m) - R_f)$ = Prémio de risco de mercado

Tendo em conta que:

- Para Damodaran (2008), Rosenbaum J. e Pearl J. (2013) a taxa isenta de risco é o retorno de um investimento isento de risco de incumprimento, é comum utilizar a taxa de juro (yield) de obrigações de tesouro a longo prazo;
- o β_e mede a volatilidade ou o risco sistemático de uma ação em relação ao mercado como um todo (Rosenbaum J. e Pearl J., 2013), representando o risco incremental (Koller, 2020);
- o prémio de risco de mercado representa o retorno adicional que os investidores exigem para se investir numa carteira diversificada de ações em vez de um ativo sem risco (Rosenbaum J. e Pearl J., 2013).

2.5.4 Beta

O beta mede a sensibilidade de uma ação respetivamente aos movimentos do mercado como um todo (Fernández, 2002). Segundo, Rosenbaum J. e Pearl J. (2013), o beta mede a covariância entre os retornos do preço da sua ação e os retornos do mercado em geral, revelando assim o risco sistemático. De acordo com o Corporate Finance Institute-CFI (2025), o beta (β) de uma ação mede a volatilidade da ação em relação ao mercado como um todo, sendo parte integrante do CAPM.

Fernández (2002) demonstra que o beta é calculado como a covariância entre os retornos do mercado da ação e o mercado, a dividir pela variância dos retornos do

mercado. Alternativamente, também pode ser visto como o coeficiente de correlação entre os dois retornos(ρ_{im}), multiplicado pela volatilidade da ação e dividido pela volatilidade do mercado:

Equação 16 Cálculo Beta

$$\beta_i = \frac{Cov(R_i, R_m)}{\sigma_m^2} = \rho_{im} \frac{\sigma_i}{\sigma_m}$$

E se;

- $\beta = 1$ exatamente tão volátil quanto o mercado
- $\beta > 1$ é mais volátil que o mercado
- $0 < \beta < 1$ menos volátil que o mercado
- $\beta = 0$ não correlacionado com o mercado
- $\beta < 0$ correlaciona-se negativamente com o mercado

Fonte: Adaptado (CFI, 2025)

Para efeito de avaliação, Damodaran (2025) revela que é comum realizar o processo de desalavancagem e realavancagem do beta. Este procedimento é essencial para distinguir o risco inerente dos ativos do risco adicional introduzido pela alavancagem financeira, permitindo uma estimativa mais precisa do custo do capital e, consequentemente, do valor da empresa.

CFI (2025) indica que o beta alavancado mede a sensibilidade dos retornos de uma empresa face às variações do mercado, incorporando tanto o risco operacional como o risco financeiro decorrente da sua estrutura de capital. Assim, reflete a volatilidade dos retornos acionistas considerando o efeito da alavancagem financeira. Por sua vez, o beta não alavancado representa exclusivamente o risco do negócio, isto é, o risco inerente às operações da empresa, excluindo o impacto da dívida. Este indicador permite comparar empresas com diferentes estruturas de capital, isolando o risco puramente operacional e tornando a análise de risco mais comparável entre entidades do mesmo setor. O beta não alavancado é obtido precisamente, ajustando o beta alavancado pela proporção de dívida e capital próprio, através da seguinte expressão:

Equação 17 Beta não alavancado

$$\beta_u = \frac{\beta_e}{((1 + (1 - \text{taxa de imposto}) * \frac{D}{E}))}$$

Posteriormente o beta alavancado é:

Equação 18 Beta Alavancado

$$\beta_e = \beta_u * ((1 + (1 - \text{taxa de imposto}) * \frac{D}{E}))$$

Onde,

β_e = beta alavancado

β_u = beta não alavancado

2.5.5 Valor Terminal

O valor terminal (TV) constitui uma componente fundamental na avaliação de empresas, sobretudo neste modelo DCF, onde corresponde frequentemente à grande parte do valor da empresa (*Enterprise Value*) (Koller, 2020).

De acordo com Tuller (2008), o conceito de valor terminal constitui um dos principais desafios encontrados na avaliação das empresas, sendo particularmente relevante para empresas de maior dimensão e maior diversificação. Damodaran (2006) salienta que o cálculo do valor terminal deve refletir simultaneamente a taxa de crescimento esperada e a rentabilidade sobre o capital investido (ROIC), fatores essenciais na criação de valor.

Para Nissim (2019) a abordagem mais comum para estimar o valor terminal é o modelo de crescimento constante:

$$\text{Valor terminal} = \frac{\text{FCF}_{t+1}}{[\text{WACC} - g]}$$

Onde

FCF_{t+1} = fluxo de caixa livre do ano seguinte do período projetado

WACC = custo médio ponderado

g = taxa de crescimento constante

De modo geral, Damodaran (2006, 2011, 2025) defende três abordagens para o cálculo do valor terminal utilizado nos modelos DCF:

1. pelo valor de liquidação esperado de cada um dos ativos ou negócios, no caso da existência de um mercado para esse fim;
2. pelos múltiplos de mercado;
3. pela perpetuidade, crescimento estabilizado, assumindo que a empresa não pode crescer mais do que a taxa de crescimento da economia em que opera.

2.5.6 Enterprise Value

Tanto Damodaran (2025) como Rosenbaum J. e Pearl J. (2013) mencionam o mesmo processo para calcular o valor da empresa. Damodaran (2025) enumera mesmo o processo para que se estime o valor da ação para determinar o valor da empresa e do valor do capital próprio:

1. Calcular o valor da empresa somando o valor dos ativos operacionais e não operacionais que incluem caixa, investimentos em ações, obrigações de outras empresas, ativos intangíveis e tangíveis, aplicações financeiras de curto prazo e investimentos financeiros líquidos e outros valores económicos;
2. Passar o valor da empresa do capital próprio subtraindo a dívida líquida, ações preferenciais e interesses que não se controlam;
3. Por último, o valor da ação resulta da divisão do capital próprio pelo número de ações em circulação.

2.6 Economic Value Added (EVA)

O valor económico adicionado (EVA) teve a sua origem associada à consultora Stern Stewart & CO (Damodaran, 2006, 2025; Mohn. E, 2025; Thomas R e Gup B.E, 2010), sendo este formalizado por Stewart (1991) como uma métrica de desempenho financeiro que procura medir o verdadeiro lucro económico de uma empresa e criação de valor para os acionistas. O conceito assenta na ideia central de que uma empresa apenas cria valor económico quando o retorno pelos seus ativos operacionais é superior ao custo de oportunidade do capital investido (Stewart, 1991; Mohn. E, 2025; Fernández, 2002).

Neste contexto, o EVA é uma ferramenta importante de gestão e medição de desempenho (Arzac. E., 2005; Mohn. E, 2025; Thomas R e Gup B.E, 2010), que alinha os incentivos dos gestores com a criação do valor para os acionistas, incentivando-os a tomarem apenas decisões de investimento que gerem um retorno superior ao custo do capital (Mohn. E, 2025).

O EVA ultrapassa as limitações dos resultados contabilísticos (Mohn. E, 2025), ao introduzir um encargo explícito pelo custo do capital investido, refletindo assim o verdadeiro lucro económico da empresa (Damodaran, 2006; 2025). Diversos autores como Damodaran (2006), Fernández (2002) e Koller (2020) reconhecem que o EVA é um método equivalente ao DCF, sendo este perfeitamente válido para a avaliação de empresas, Damodaran (2006) refere ainda que a escolha entre os mesmos é uma questão de perspetiva.

A relevância do EVA no presente *Equity Research*, decorre da sua relação com o *Residual Income* (RI), no qual o valor da empresa é determinado pelo valor contabilístico do capital próprio acrescido do valor presente dos resultados residuais futuros (Ohlson, 1995). Com base neste enquadramento, um dos fundamentos centrais na análise de investimentos corporativos é o Valor Atual Líquido (VAL), o qual reflete o valor atual dos fluxos de caixa esperados de um projeto. Quando positivo indica criação de valor para a empresa; quando negativo, indica destruição de valor. O EVA pode ser entendido como uma extensão deste conceito (Damodaran, 2006, 2025; Thomas R e Gup B.E, 2010):

Equação 20 VAL como extensão do EVA

$$VAL = \sum_{t=1}^n \frac{EVA_t}{(1 + K_e)^t}$$

Onde:

EVA= valor económico adicionado pelo projeto ano t

Através desta fórmula, estabelece-se uma ligação entre o valor da empresa e o EVA que é a seguinte:

Equação 21 Ligação valor da empresa e o EVA

$$\text{Valor da empresa} = \text{Valor ativos existentes} + \text{valor do crescimento esperado}$$

Sendo que, o valor da empresa pode ser definido por:

Equação 22 Definição da ligação entre valor da empresa e o EVA

$$\text{Valor da empresa} = \text{Capital Investido}_{\text{Ativos existentes}} + \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{EVA_{t,\text{Ativos existentes}}}{(1 + K_e)^t} + \text{VAL dos EVAS futuros}$$

Esta abordagem é amplamente suportada por Ohlson (1995), Fernandez (2022) e Damodaran (2006, 2025), que permite decompor o valor da empresa no valor dos ativos existentes e no valor do crescimento esperado, através do valor presente dos EVAS futuros. Desta forma, para calcular o EVA de forma rigorosa, é crucial definir corretamente os seus três componentes principais (Damodaran, 2025):

- Lucro Operacional Líquido após Impostos (NOPAT), que corresponde ao lucro gerado pelos ativos operacionais da empresa, antes de encargos financeiros e após o pagamento dos impostos devidos sobre esse lucro operacional. O autor Damodaran (2006) menciona mesmo que é um valor ajustado para reverter distorções contabilísticas e refletir o verdadeiro desempenho económico.
- Capital Investido, que representa o capital total investido nos ativos da empresa para gerar lucro (Damodaran, 2006, 2025).
- Custo de capital (WACC), que é o custo médio ponderado do capital próprio e da dívida usados para financiar os investimentos, sublinha mesmo a importância de

usar os valores de mercado da dívida e do capital próprio como ponderadores para o cálculo do WACC, mesmo que o capital investido seja medido em valor contabilístico, para garantir que a empresa está a gerar retornos superiores ao custo de oportunidade de mercado desse capital (Damodaran, 2025).

Formalmente, a sua fórmula de cálculo comum é a seguinte (Arzac. E., 2005; Damodaran, 2006, 2025; Mohn. E, 2025; Thomas R e Gup B.E., 2010):

Equação 23 Cálculo EVA

$$EVA = NOPAT - (WACC * CAPITAL\ INVESTIDO)$$

Adicionalmente, Fernández (2002) estabelece a relação do EVA e MVA (Valor de Mercado Adicionado), definido como a diferença entre o valor de mercado da empresa e o capital investido. O autor demonstra ainda que o EVA pode ser expresso como a diferença entre o ROIC e o WACC, multiplicada pelo capital investido da empresa.

Equação 24 Cálculo EVA pela diferença entre o ROIC e o WACC

$$EVA = (ROIC - WACC) * CAPITAL\ INVESTIDO$$

Apesar da sua robustez teórica, o EVA depende de ajustes contabilísticos (Damodaran, 2025; Mohn. E, 2025). Damodaran (2025), Thomas R. e Gup B.E. (2010) referem que se deve fazer os seguintes ajustes:

- Converter locações operacionais em dívida
- Aumentar os ativos fixos tangíveis
- Capitalizar despesas em investigação e desenvolvimento
- Eliminar o efeito de encargos extraordinários
- Subtrair títulos mobiliários

2.7 Avaliação Relativa: Múltiplos

A avaliação relativa, designada por avaliação de múltiplos, é uma das abordagens predominantes na avaliação de ativos (Rosenbaum J. e Pearl J., 2013). Ao contrário da avaliação intrínseca, que procura estimar o valor fundamental do ativo a partir dos seus fluxos de caixa, risco e crescimento esperado, a avaliação por múltiplos tem como objetivo estimar o preço de um ativo através da comparação com o preço de ativos comparáveis no mercado, tendo em conta a metodologia de análise das empresas comparáveis e qual o múltiplo a ser usado (Damodaran, 2006, 2024, 2025). Trata-se de uma metodologia bastante usada por incluir menos premissas, pela sua rapidez de aplicação, pela facilidade de entendimento e apresentação e por permitir refletir o estado atual do mercado. (Damodaran, 1999, 2025)

No entanto, os seus pontos fortes desta avaliação representam igualmente os seus pontos fracos, pela sua facilidade de avaliação poder conduzir a valores inconsistentes e influenciados pelo sentimento do mercado, que podem induzir a sobreavaliação e a subavaliação e podem revelar menos transparência na sua avaliação e vulnerabilidade.

Tanto Koller (2020) como Rosenbaum J. e Pearl J. (2013) detalham que a metodologia envolve as seguintes etapas:

- Identificação de um conjunto de empresas comparáveis, semelhantes à empresa analisada, tendo em conta o setor e os modelos de negócio. Damodaran (2006) refere que a empresa comparável é aquela que apresenta fluxo de caixa, potencial de crescimento e risco semelhante ao da empresa analisada. Assim, a seleção do grupo de empresas corretas não se deve basear numa média ampla do setor, mas sim num grupo que opera no mesmo setor, com um ROIC e crescimento semelhante (Koller, 2020);
- Recolha dos dados financeiros de mercado e contabilísticos;
- Cálculo e comparação dos mesmos múltiplos;
- *Benchmarking* e determinação de valor, onde a empresa que analisamos é comparada com a mediana do setor para inferir um intervalo de avaliação.

Os múltiplos podem ser agrupados em três grandes categorias: múltiplos de resultados, múltiplos de valores contabilístico e de receita.

2.7.1 Múltiplos de resultados

O rácio *Price-to-Earnings* (P/E) é historicamente um dos mais utilizados e reconhecido, constituindo uma forma intuitiva de avaliar o valor de um ativo como um múltiplo dos resultados que este gera. Este rácio corresponde a uma relação entre o preço de mercado da ação com os resultados por ação (EPS) (Arzac. E., 2005; Damodaran, 2006, 2025; Fernández, 2002; Koller, 2020). Fernández (2002) indica que em casos de setor de retalho e bens de consumo é altamente utilizado. A relação deste rácio com os fundamentos financeiros é ignorada e Damodaran (2025) apresenta a seguinte fórmula:

Equação 25 Múltiplo P/E

$$P/E = \frac{\text{Preço de Mercado da ação}}{\text{Lucros por ação (EPS)}} \text{ ou } \frac{\text{Valor mercado capital Próprio}}{\text{Resultado líquido}}$$

Damodaran (2006, 2025) estabelece uma relação com o DCF e menciona que a taxa de crescimento dos resultados por ação (EPS), o custo do capital próprio (K_e) e o rácio de distribuição de dividendos (*Payout Ratio*) são determinantes. Este autor consegue estabelecer uma relação com o modelo DCF a partir do modelo DDM, através da fórmula *trailing* (Damodaran, 2025):

Equação 26 Múltiplo P/E fórmula trailing

$$P/E = \frac{P_0}{EPS_0} = \frac{Payout\ Ratio(1+g_n)}{K_e - g_n}$$

Ou, na sua fórmula *forward*:

Equação 27 Múltiplo P/E fórmula forward

$$P/E = \frac{P_0}{EPS_0} = \frac{Payout\ Ratio}{K_e - g_n}$$

Onde:

Equação 28 Payout ratio

$$Payout\ Ratio = 1 - \frac{g_n}{ROE_n}$$

2.7.2 Múltiplo de valor contabilístico

O rácio *Price-to-Book Value* (P/BV) relaciona o preço de mercado com o valor contabilístico do capital próprio, apresentando a vantagem de poder ser aplicado mesmo

em situações com resultados negativos (Damodaran, 2006). Este rácio depende do capital próprio da empresa, o qual é determinado por regras contabilísticas e pode ser fortemente influenciado pelo preço de aquisição dos ativos e ajustamentos contabilísticos (Damodaran, 1999). Este rácio pode variar com o setor, o potencial de crescimento, o *Enterprise Value* (EV), o valor contabilístico dos ativos e da qualidade de como a empresa investe (Damodaran, 1999, 2025). É dado pela seguinte expressão (Arzac. E., 2005; Damodaran, 2025):

Equação 29 Múltiplo P/BV

$$P/BV = \frac{\text{Valor de mercado do capital próprio}}{\text{Valor contabilístico do capital próprio}} = \frac{\text{PREÇO AÇÃO}}{\text{Valor contabilístico capital próprio}}$$

O rácio P/BV pode ser explicado pelos mesmos fatores, sendo particularmente influenciado pelo ROE (retorno sobre o capital próprio) (Damodaran, 2006). Segundo Damodaran (2025), tal como o P/E, o P/BV pode também ser relacionado com o modelo DCF através do *Dividend Discount Model* (DDM), podendo ser expresso pela seguinte fórmula:

Equação 30 Ligação P/BV com DDM

$$P/B = \frac{P_0}{BV_0} = \frac{ROE * Payout Ratio * (1 + g_n)}{K_e - g_n}$$

Onde:

Se o ROE for superior ao K_e , o preço excederá o valor contabilístico

Se o ROE for inferior ao K_e , o preço será inferior ao valor contabilístico

Equação 31 ROE

$$ROE = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{valor capital próprio}}$$

Adaptado de Thomas R. e Gup. B.E. (2010).

Deste modo, conclui-se que este rácio é fortemente influenciado pelo ROE e que se o ROE igualar o custo de capital próprio o rácio não se altera (Damodaran, 2025).

2.7.3 Múltiplos de receita

O múltiplo EV/EBITDA relaciona o valor da empresa (EV) com o EBITDA e não reflete diretamente as variações de necessidades de fundo de manuseio, nem considera os investimentos de capital (Damodaran (2025)). Este múltiplo é amplamente utilizado por ter a capacidade de reduzir o efeito de estrutura de capital e das políticas de depreciação. No entanto, é importante notar que o rácio é influenciado pela estrutura de capital e pelo resultado líquido (Koller, 2020). No setor do retalho, as margens tendem a convergir mais ao longo do tempo (Damodaran, 2025). Adicionalmente, este múltiplo é influenciado por cinco determinantes fundamentais: a taxa de imposto (quanto mais baixa, o múltiplo é mais alto), as depreciações e amortizações (quando maior o seu peso, mais baixo é o múltiplo), as necessidades de reinvestimento (quanto maior, mais baixo é o múltiplo), o custo de capital (quanto mais baixo, o múltiplo mais alto é) e o crescimento esperado (quanto mais alto for, mais alto será o múltiplo) (Damodaran, 2025):

Equação 32 Múltiplo EV/EBITDA

$$EV/EBITDA = \frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{Valor de mercado capital próprio} + \text{Valor mercado Dívida} - \text{caixa}}{EBITDA}$$

Damodaran (2025) e Fernández (2002) mencionam que se existirem ações preferenciais e interesses minoritários, o EV é obtido pela soma da capitalização do mercado com as ações preferenciais e dos interesses minoritários, acrescida da dívida líquida e deduzida a caixa.

O múltiplo EV/VENDAS mencionado por Arzac. E. (2005) e Damodaran (2025) relaciona o valor da empresa com as vendas, sendo determinado pela margem líquida do lucro (Damodaran, 2006).

Equação 33 Múltiplo EV/VENDAS

$$EV/VENDAS = \frac{EV}{VENDAS}$$

Associando o múltiplo ao DCF e ao DDM (Damodaran, 2006):

Equação 34 Múltiplo P/S

$$P/S = \frac{P_0}{Vendas_0} = \frac{\text{Margem lucro} * \text{Payout Ratio} * (1 + g_n)}{K_e - g_n}$$

2.7.4 Testes de consistência

Por último, Damodaran (2025) propõe quatro passos essenciais para a utilização rigorosa destes múltiplos:

- Teste de definição, que garante a consistência na forma como o múltiplo é definido e calculado entre empresas
- Teste descritivo, que compreende a distribuição do múltiplo no setor e no mercado para distinguir valores altos, baixos ou habituais.
- Teste analítico, que identifica os fundamentos que determinam o múltiplo como o crescimento, risco, reinvestimento e rendibilidade
- Teste de aplicação, que seleciona os verdadeiros comparáveis e ajusta as diferenças estruturais entre empresas.

A aplicação inadequada destes passos é uma das principais causas de avaliações inconsistentes ou enviesadas, dado que a simplicidade dos múltiplos pode encobrir diferenças fundamentais relevantes.

2.8 Hipótese de Investigação

A revisão de literatura evidencia que os modelos de avaliação analisados como o método dos fluxos caixa descontado (DCF), o valor económico adicionado (EVA) e avaliação por múltiplos assentam em fundamentos teóricos distintos e apresentam as suas vantagem e limitações próprias. Enquanto o DCF e o EVA se enquadram numa perspetiva de avaliação intrínseca, a avaliação por múltiplos reflete uma forma de avaliação relativa, mais direta e dependente do sentimento do mercado.

Apesar da ampla utilização destas metodologias, a literatura não apresenta um consenso quanto ao modelo que mais se aproxima da cotação do mercado observada. Este estudo empírico propõe o EVA não apenas como métrica de desempenho, mas como uma ferramenta de avaliação, dado à sua fundamentação no *Residual Income*. Esta abordagem permite avaliar se o mercado reconhece a criação de valor económico para além dos resultados contabilísticos, bem como comparar os resultados obtidos com os de outros métodos de avaliação em análise.

Neste contexto, este *Equity Research* integra o EVA na análise comparativa e levanta as seguintes hipóteses centrais:

H1) Os modelos de avaliação intrínseca são os que apresentam maior proximidade face ao preço de mercado observado a 31 dezembro de 2025

H2) O valor intrínseco estimado da Jerónimo Martins encontra-se em linha com o seu preço de mercado a 31 de dezembro de 2025

H3) Os modelos de avaliação intrínseca, DCF e EVA, convergem para estimativas de valor intrínseco próximas entre si, o que confirma a equivalência teórica entre as metodologias.

CAPÍTULO III –CONTEXTUALIZAÇÃO DO SETOR DO RETALHO ALIMENTAR E APRESENTAÇÃO DA EMPRESA

3 Contextualização do setor do retalho alimentar e da Empresa

3.1 Caracterização geral do setor

O setor do retalho alimentar desempenha um papel central no consumo privado e na atividade económica, sendo responsável pela distribuição de bens essenciais e apresentando um perfil relativamente defensivo ao longo do ciclo económico (Reports and Data, 2026; Deloitte, 2025). Apesar dessa resiliência, trata-se de um setor caracterizado por margens operacionais reduzidas, elevada concorrência e forte dependência da eficiência operacional (Deloitte, 2025).

Do ponto de vista económico-financeiro, o retalho alimentar distingue-se por elevados volumes de vendas, forte rotação de ativos e ciclos de caixa relativamente curtos. Por este motivo, a criação de valor está mais associada à eficiência logística, à escala e à disciplina no capital investido do que à expansão das margens (Mckinsey e Eurocommerce, 2025; Deloitte, 2025). Estas características tornam o setor particularmente relevante para análises de criação de valor, baseadas em fluxos de caixa, retorno sobre o capital investido (ROIC) e eficiência na alocação dos recursos, justificando a utilização das metodologias abordadas no Capítulo I, como o DCF, EVA e múltiplos.

Relatórios setoriais recentes, como o *State of Grocery Retail-Europe* (Mckinsey e Eurocommerce, 2025) destacam que, apesar do carácter defensivo do setor, a sua rentabilidade é estruturalmente pressionada pela elevada concorrência e pelo crescente poder de escolha dos consumidores. Em contexto europeu, o setor apresenta um elevado grau de maturidade, o que limita e reforça a importância da consolidação, da expansão internacional e da otimização do capital investido como motores fundamentais do crescimento sustentável, sendo que a Europa é o segundo maior mercado, representa 30% do mercado global e a América latina representa 15% do mercado global em 2024 (Reports and Data, 2026)

3.2 Tendências do setor do retalho alimentar

As principais tendências observadas no setor do retalho alimentar são a intensificação da concorrência baseada no preço, impulsionada pela maior sensibilidade do consumidor ao poder de compra, num contexto marcado por inflação persistente e

pressão sobre o rendimento disponível (Mckinsey e EuroCommerce, 2025). Pela primeira vez na Europa desde 2020, registou-se um aumento de vendas em 2,4%, ligeiramente acima da taxa de inflação dos preços dos alimentos (2,3%), enquanto o volume de vendas permaneceu praticamente estagnado, com um crescimento marginal de 0,2% (Mckinsey e EuroCommerce, 2025).

Paralelamente, verifica-se um crescimento significativo de outra tendência, a das insígnias próprias, que desempenham um papel estratégico no reforço das margens, diferenciação competitiva e fidelização do cliente, sobretudo em mercados europeus maduros (Deloitte, 2025). Estima-se que, até 2030, a quota do valor de vendas aumente entre 1 e 3 p.p (pontos percentuais) (Mckinsey e EuroCommerce, 2025). Esta tendência tem vindo a alterar a estrutura competitiva do setor, favorecendo “*players*” do mercado com maior escala e capacidade logística. Observa-se uma tendência clara do setor, com os operadores de maior dimensão a beneficiarem de economias de escala, maior poder negocial junto dos fornecedores e maior capacidade de absorver choques macroeconómicos e operacionais (Deloitte, 2025). O relatório da Mckinsey e Eurocommerce (2025) indica que o número de operações de fusões e aquisições aumentou em 31% nos últimos 5 anos entre retalhistas alimentares europeus com vista à aceleração da sua consolidação e ganharem escala.

Adicionalmente, a tendência da digitalização e utilização de inteligência artificial (IA) tem vindo a ganhar relevância como complemento ao canal físico (Mckinsey e EuroCommerce, 2025). O *Retail Media* destaca-se como uma das fontes de crescimento mais rápido para o setor. Este consiste na venda de espaços publicitários nos próprios canais de distribuição dos retalhistas, com margens de lucro que chegam a 50% (Kaizen Institute, 2025). Até 2030, espera-se uma taxa de crescimento anual composta (CAGR) de 20% para gastos em *Retail Media*. A IA assume também importância para a personalização e eficiência, através dos *chatbots* de atendimento e das compras personalizadas. Além disso, 56% dos consumidores tornam-se compradores recorrentes após uma experiência personalizada, o que se traduz num potencial aumento de receita entre 4% e 6% e numa maior taxa de retenção. A aposta nos dados e na tecnologia permite ainda alcançar o dobro do crescimento e um retorno para os acionistas até 2,9 vezes superior, sendo que a modernização das tecnologias de informação subiu nas prioridades das agendas dos CEOs (Mckinsey e Eurocommerce (2025). O setor ainda enfrenta uma tendência de pressão crescente nos custos operacionais, nomeadamente custos energéticos, logísticos e mão de obra, levando as empresas a investir em automação,

melhoria contínua e transformação operacional como forma de preservar a rentabilidade (Kaizen Institute, 2025).

Os hábitos do consumidor também se encontram em transformação, muito impulsionados devido à procura dos mais jovens, da geração Z (nascidos a partir de 1997), que leva mesmo a um aumento de 7 p.p na intenção líquida de comer mais alimentos saudáveis, frescos e de alta qualidade. A geração Z revela ainda uma redução do hábito de cozinhar em casa e 77% dos compradores adquirem comida para levar (*food-to-go*) mensalmente em comparação com os 33% da geração dos *baby boomers* (nascidos entre 1940-1960) (Mckinsey e Eurocommerce, 2025).

3.3 Pontos fortes e fragilidades do setor retalho alimentar

Entre os principais pontos fortes do setor do retalho alimentar destaca-se o carácter essencial dos bens comercializados que garante uma procura relativamente estável ao longo do tempo, bem como a previsibilidade dos fluxos operacionais, resultante do consumo recorrente e da elevada rotação de ativos (Reports and Data, 2026; Deloitte, 2025). Destaca-se ainda a possibilidade de exploração de economias de escala, o crescimento das insígnias próprias e a eficiência logística, que constituem fatores relevantes de criação de valor, sobretudo para operadores de grande dimensão e com presença internacional (Deloitte, 2025; Mckinsey e EuroCommerce, 2025).

Por outro lado, o setor apresenta fragilidades estruturais significativas, nomeadamente margens reduzidas, elevada sensibilidade a variações nos custos operacionais e uma intensa pressão concorrencial. Pequenas alterações nos preços, *mix* de produtos ou na eficiência operacional podem ter impactos desproporcionados na rentabilidade e no valor económico das empresas. Acresce ainda riscos associados à regulação, às alterações nos hábitos de consumo e às limitações ao crescimento orgânico em mercados maduros, o que reforça a importância de expansão internacional e de uma rigorosa disciplina na alocação do capital (Deloitte, 2025).

3.4 Riscos Macroeconómicos

O desempenho económico a nível global em 2025 caracterizou-se por uma resiliência superior ao inicialmente esperado, com o crescimento económico mundial a situar-se em torno de 3,2% (FMI, 2025; OCDE, 2025). Este desempenho beneficiou, em larga medida, da antecipação da produção e do comércio internacional antes da entrada em vigor de novas barreiras tarifárias, o que acelerou o consumo, do investimento associado à inteligência artificial e por condições macroeconómicas favoráveis. Contudo, subsistem fragilidades, nomeadamente, o aumento das tensões comerciais e dos níveis de incerteza associados à política internacional, originado pelos efeitos dos choques tarifários dos EUA, a incerteza comercial permanece elevada e com potencial para comprimir os investimentos e perturbar as cadeias de abastecimento e reduzir a eficiência dos mercados. Paralelamente, os níveis elevados de dívida pública e a subida de custos de financiamento continuam a representar riscos acrescidos para a estabilidade económica e financeira (FMI, 2025, OCDE, 2025).

A confiança dos consumidores manteve-se contida, levando as famílias a um comportamento de precaução e a aumentar as suas poupanças e o mercado de trabalho apresentou sinais progressivos de moderação, com o aumento da taxa de desemprego nas economias da OCDE, num movimento associado ao arrefecimento de procura de trabalho e à queda de ofertas de emprego e a políticas de imigração mais restritivas (FMI, 2025; OCDE, 2025).

O crescimento do consumo privado manteve-se contido, em parte devido à persistência de pressões sobre o rendimento disponível pelo impacto gradual e crescente do aumento das tarifas nos preços do consumidor (OCDE, 2025).

De acordo com OCDE (2025), o crescimento do PIB global deverá moderar-se em 2025 para cerca de 3,2% e desacelerar em 2026 para 2,9%, antes de recuperar gradualmente para 3,1% em 2027. Espera-se uma intensificação do impacto das fricções comerciais a contrabalançar a melhoria das condições financeiras, o apoio dos fundos de recuperação e resiliência, o prolongamento da trajetória descendente da inflação e uma política monetária global vigilante perante os riscos inflacionistas residuais.

Estas condições macroeconómicas poderão influenciar negativamente o consumo privado, os custos de financiamento e a confiança dos consumidores, o que pode afetar o desempenho operacional e perspectivas de crescimento da Jerónimo Martins.

Na Polónia, ao longo de 2025, a inflação encontra-se em queda, houve aumento de crescimento económico suportado pelo consumo privado e pela menor contribuição negativa das exportações, o desemprego continua em baixa, contudo as finanças públicas continuam sob pressão e o investimento contraiu (NBP, 2025). Em Portugal, a economia continua em crescimento acompanhada pelas finanças públicas equilibradas e pelo rácio de dívida pública em trajetória descendente. Contudo, persistem riscos externos e incerteza global decorrentes das tensões geopolíticas e comerciais, que afetam o clima de investimento e a confiança do consumidor, da vulnerabilidade associada a correções nos preços dos ativos, que se pode repercutir nos custos de crédito e poupança, bem como as pressões no setor bancário que influenciam o crédito ao consumo e financiamento empresarial. Num cenário adverso, leva a aumentar a poupança das famílias, o que pode traduzir-se num menor consumo (Banco de Portugal, 2025). Na Colômbia, a economia continua a crescer impulsionada pelo forte consumo das famílias, pelo aumento do investimento e pelo aumento do emprego. Contudo, os desafios fiscais, riscos cambiais, a variação da inflação e a incerteza de preços também constitui um risco para o país (Banco de la República, 2025)

3.4.1 Produto Interno Bruto

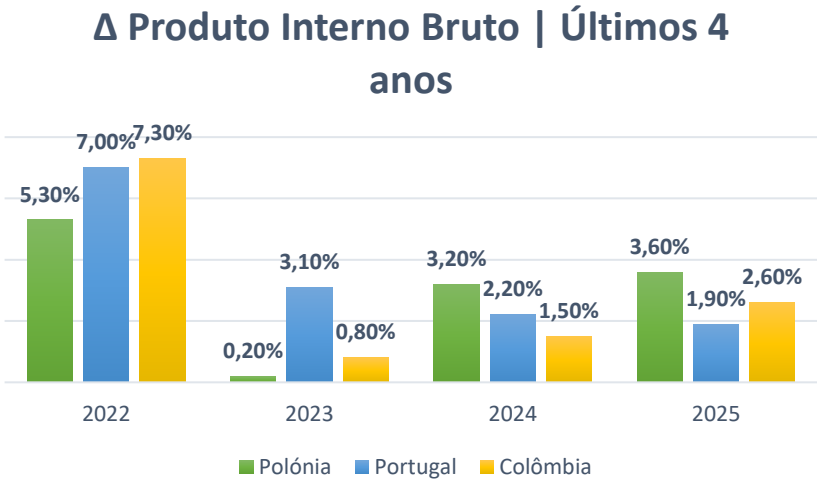
A Figura 1 permite analisar a evolução do Produto Interno Bruto nos três mercados geográficos onde o grupo atua: Polónia, Portugal e Colômbia. A economia polaca registou uma aceleração do seu crescimento económico, registando um aumento do seu PIB em 2025, bastante acima da média europeia (NBP, 2025; FMI, 2025), impulsionada sobretudo pelo crescimento do consumo privado e público, beneficiando da desinflação e do forte crescimento salarial. Apesar desta evolução positiva, as famílias mantiveram uma postura cautelosa, o que se refletiu no aumento da taxa da poupança. O investimento apresentou uma contração, o qual foi condicionado pelos ritmos de execução dos planos de Recuperação e Resiliência (PRR) e por menores investimentos dos governos locais, enquanto a produção industrial registou um aumento (NBP, 2025).

A economia portuguesa, desde 2022 tem evidenciado uma desaceleração. Contudo, apesar do crescimento do PIB em 2025 se ter situado em 1,90%, manteve-se acima da média na União Europeia (UE), que se situou em 1,5% (FMI, 2025). Apesar dos progressos na execução do PRR, observa-se um abrandamento do investimento empresarial, num contexto de incerteza. Em contrapartida, a procura interna acelerou,

refletindo o dinamismo do consumo privado e do impulso orçamental. As exportações desaceleraram, enquanto o mercado de trabalho manteve-se resiliente e com uma taxa de desemprego baixa, embora se projete uma redução do ritmo de crescimento de emprego, fruto de menores fluxos migratórios. (Banco de Portugal, 2025).

Em 2025, na Colômbia, a economia cresceu 2,6%, marcada pelo investimento que registou sinais de recuperação e pela dinâmica interna muito forte. O consumo privado tem sido robusto e apoia-se num mercado de trabalho resiliente e por aumentos salariais. Em sentido contrário, as exportações encontram-se estagnadas e a inflação mantém-se num patamar elevado (Banco de la República, 2025).

Figura 1 Δ Produto Interno Bruto Polónia, Portugal, Colômbia nos últimos 4 anos



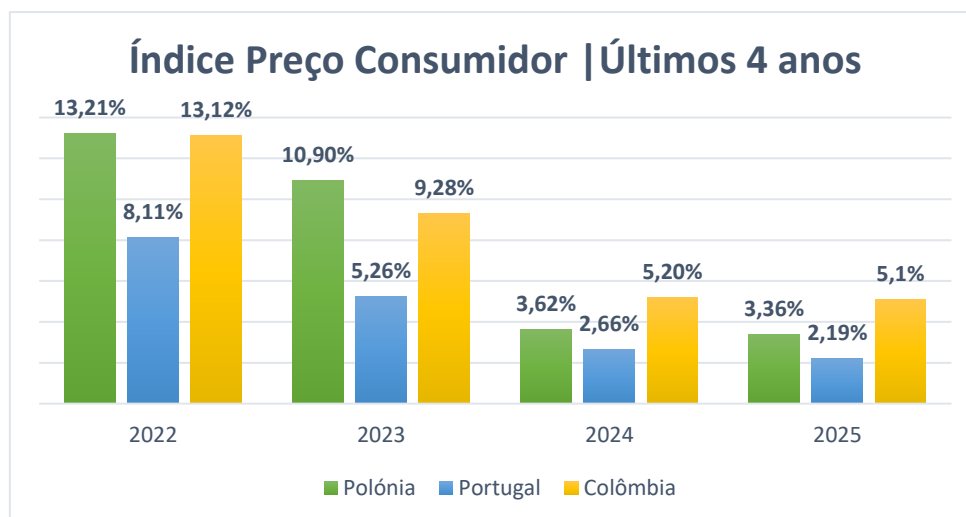
Fonte: Adaptado do Eurostat (2026a), DANE (2026a) e DANE (2026e)

3.4.2 Índice de Preços no Consumidor

A Figura 2 permite analisar o comportamento da inflação nos mercados geográficos onde o grupo atua, verificando-se uma trajetória de desaceleração em todos eles. Na Polónia, em 2025, a taxa de inflação fixou-se em 3,36%, evolução influenciada pela remoção de medida de mitigação, como isenção do Iva sobre os produtos alimentares e os limites dos preços da energia, a par da manutenção taxas de juro polacas. Em Portugal, a inflação fixou-se em 2,19% em 2025, o que se aproximou do objetivo estabelecido pelo Banco Central Europeu (BCE). Nesse mesmo ano, na Colômbia, a inflação fixou-se em 5,10%, o que revela uma descida acentuada da sua inflação, mas

quase o dobro da registada em Portugal, o que evidencia os desafios estruturais das economias emergentes em comparação as economias desenvolvidas da zona euro.

Figura 2 Evolução Índice Preço Consumidor Polónia, Portugal e Colômbia nos últimos 4 anos

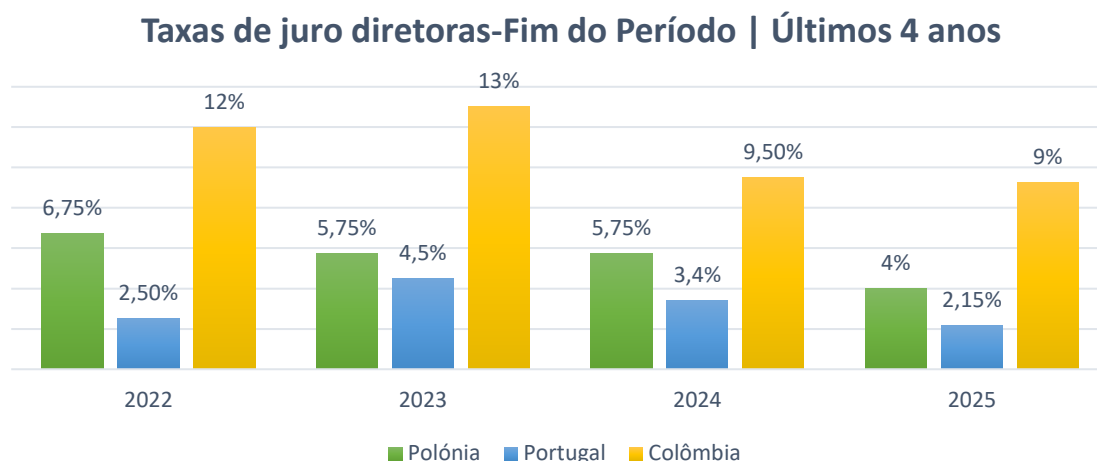


Fonte: Adaptado de Eurostat (2026b) e DANE (2026b)

3.4.3 Taxas de juro Diretoras

De acordo com a Figura 3, verifica-se um alívio gradual das políticas monetárias globais. Contudo, os bancos centrais adotaram políticas diferentes: O Banco Central Polaco manteve uma postura mais conservadora, tendo em conta que manteve a taxa em 2023 e 2024 e optou por uma redução mais acentuada em 2025. O Banco de Portugal converge com as políticas da zona euro e o Banco de La República da Colômbia procura estimular a economia doméstica do país.

Figura 3 Taxas de juro diretoras-fim do período na Polónia, Portugal e Colômbia nos últimos 4 anos

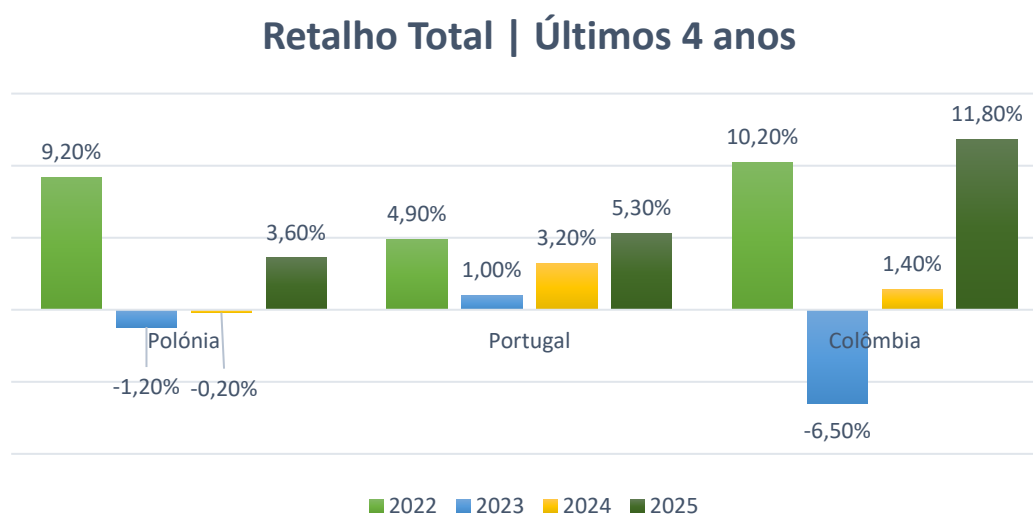


Fonte: Adaptado de Banco de Portugal (2026), de NBP (2026) e de Banco de la República Colômbia (2026a)

3.4.4 Índices do Retalho Total e alimentar

De acordo com a Figura 4, verifica-se um comportamento diferente dos diferentes mercados geográficos em que o grupo opera. No entanto, em 2025, houve uma melhoria face a 2024 em todos eles, destacando-se Portugal e Colômbia que ultrapassaram os níveis de 2022.

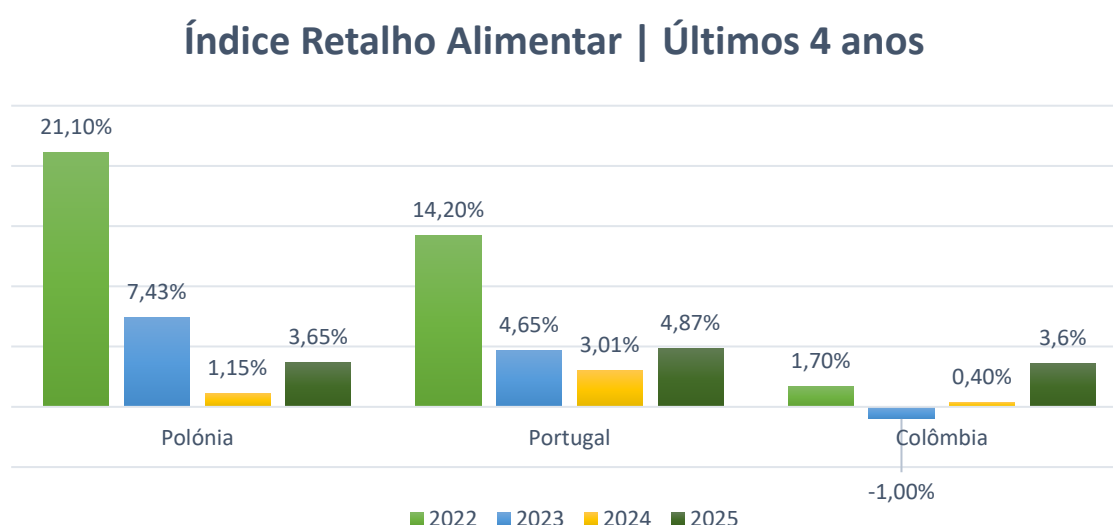
Figura 4 Índice Retalho Total de Polónia, Portugal e Colômbia nos últimos 4 anos



Fonte: Adaptado Eurostat (2025f) e DANE (2026d)

No que diz respeito ao retalho alimentar, segundo a Figura 5, destaca-se Portugal com um desempenho do setor mais robusto relativamente aos outros mercados em que o grupo opera, fixando-se em 4,87% em 2025. Enquanto, na Polónia, o índice fixou-se nos 3,65%, próximo da inflação, o que revela uma maior cautela dos consumidores. Na Colômbia, apesar da trajetória de melhoria, que se fixou nos 3,6%, este país continua a enfrentar as pressões derivada da inflação, dos custos de financiamento elevados que origina uma maior contração e cautela do poder de compra dos consumidores.

Figura 5 Índice Retalho Alimentar Polónia, Portugal e Colômbia nos últimos 4 anos

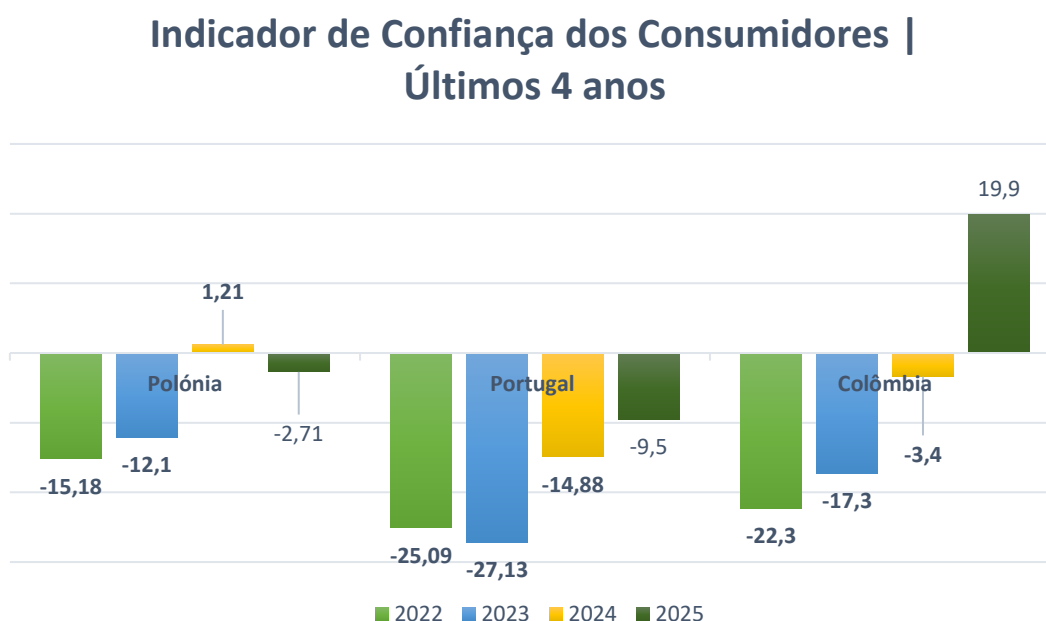


Fonte: Adaptado Eurostat (2026c) e DANE (2026d)

3.4.5 Indicador de confiança dos consumidores

A Figura 6 revela a confiança dos consumidores nos mercados geográficos onde a empresa opera e verifica-se uma tendência distinta entre o mercado europeu e América Latina. Na Polónia, o sentimento permaneceu negativo e praticamente estagnado entre 2024 e 2025, enquanto que, em Portugal, apesar do sentimento também ser negativo, existe uma melhoria clara. No mercado europeu existe uma perceção conservadora das famílias e uma maior propensão à poupança, que se traduz numa maior sensibilidade ao preço que origina pressões promocionais e limitações na expansão das margens no setor a retalho. Na Colômbia, o sentimento em 2025 registou uma trajetória positiva, o que representa uma oportunidade para a insígnia ARA, ainda que demonstre claramente uma maior sensibilidade e volatilidade da economia e de um risco maior para o negócio.

Figura 6 Indicador de Confiança dos Consumidores de Polónia, Portugal e Colômbia nos últimos 4 anos

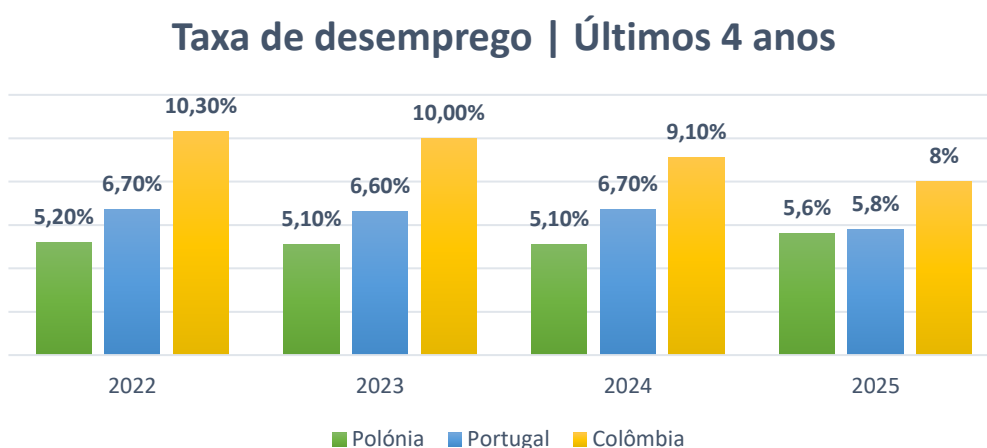


Fonte: Adaptado de Eurostat (2026d) e Fedesarrollo (2026)

3.4.6 Taxa de Desemprego

A Figura 7 evidencia a evolução do mercado de trabalho nos mercados geográficos onde o grupo opera e revela dinâmicas diferentes entre o mercado europeu e a América Latina. Na Polónia, a taxa de desemprego fixou-se em 5,6% em 2025. Apesar de uma ligeira subida face aos anos anteriores, confirma a estabilidade do mercado laboral e em níveis próximos de pleno emprego, fator fundamental para a economia do país. Em Portugal, após um período em que a taxa de desemprego permaneceu estável, entre 2022 e 2024, o mercado de trabalho demonstra robustez e apresentou uma descida para os 5,8%, fator essencial para manter o consumo. Na Colômbia, verifica-se uma tendência de descida consolidada, chegando mesmo a atingir os 8% em 2025, o que revela uma recuperação do poder de compra e uma vantagem para a insígnia Ara e para os resultados do grupo.

Figura 7 Evolução da taxa de desemprego na Polónia, Portugal e Colômbia nos últimos 4 anos



Fonte: Adaptado de INE(2026), Statistics Poland (2026), DANE (2026c)

3.4.7 Risco Cambial

Relativamente ao risco cambial, 2025 foi marcado por um efeito cambial favorável, tanto o *Zloty* polaco teve uma apreciação média de 1,54% e o peso colombiano registou uma apreciação média de 3,80% face ao euro (Eurostat 2026e), o que beneficia os resultados operacionais para a moeda do grupo. Neste sentido, o grupo rege-se por uma estratégia de financiamento recorrendo, sempre que possível, a empréstimos em moeda local como cobertura natural ao risco (Jerónimo Martins 2025a). O grupo, em 2025, recorreu a um contrato *forward* cambial na Polónia com vencimento em abril de 2026 (Jerónimo Martins 2026b).

Em síntese, o desempenho do setor do retalho nos mercados onde a Jerónimo Martins opera revelou dinâmicas distintas na Polónia, em Portugal e na Colômbia, refletindo as especificidades do enquadramento macroeconómico acima descrito, na evolução da inflação e nas condições do mercado de trabalho. Na Polónia, observa-se uma recuperação gradual da atividade económica do país, suportada pela desaceleração da inflação e pela melhoria das vendas no setor do retalho com recuperação de vendas. Ainda assim, os consumidores permanecem cautelosos. Em Portugal, o mercado revela-se robusto e estável, com o reforço do consumidor privado, criando um enquadramento favorável para a economia do país e vendas do grupo. A Colômbia, por sua vez, caracteriza-se por um mercado mais instável e arriscado, próprio de uma economia emergente. Apesar disso, demonstra sinais de recuperação com a desaceleração da

inflação e a redução da taxa de desemprego, fatores que podem suportar uma evolução positiva para a Insígnia Ara e para o grupo.

3.5 Descrição da Jerónimo Martins

3.5.1.1 Enquadramento geral da Empresa

A Jerónimo Martins, SGPS, S.A (JM) é um grupo multinacional português, fundado em 1792, focado na distribuição alimentar e retalho especializado. A distribuição alimentar é considerada a principal atividade, que representa mais de 98% das vendas consolidadas do grupo, o que evidencia a elevada concentração do seu modelo de negócio neste segmento.

De acordo com o *Relatório e Contas* mais recente do grupo (2025), a atividade encontra-se atualmente concentrada em três geografias: Portugal, Polónia e Colômbia, estando igualmente em fase de expansão para Eslováquia, Chéquia e Marrocos. Em 2025, o grupo alcançou vendas de 36 mil milhões de euros e um EBITDA de 2,5 mil milhões de euros, com uma capitalização bolsista de 12,7 mil milhões de euros na *Euronext Lisbon* e 147.709 colaboradores. O grupo detém as seguintes áreas de negócio e insígnias:

Figura 8 Logótipo Biedronka A *Biedronka* constitui a maior área de negócio do grupo,



representando 70% das vendas e 80% do EBITDA. Trata-se do maior retalhista alimentar na Polónia e foca-se nos preços baixos do mercado, beneficiando de economias de escala significativas e de uma elevada eficiência logística. A marca encontra-se a iniciar operações na Eslováquia e disponibiliza ainda modalidades de venda online sob a marca *Biek*.

Figura 10 Logótipo Hebe



No segmento do retalho especializado de produtos de saúde e beleza, o grupo detém a *Hebe*, que opera na Polónia e encontra-se em expansão na Eslováquia e Chéquia. A *Hebe* apresenta preços competitivos, que complementa com serviço de aconselhamento em loja, procurando assim, diferenciar-se do mercado.

Figura 9 Logótipo Pingo Doce



Em Portugal, o grupo detém o *Pingo Doce*, um dos maiores retalhistas do país, que opera uma cadeia de supermercados que incorpora uma grande área com restaurantes e serviços *takeaway*

nas suas lojas. O grupo dispõe também de parafarmácias de bem-estar e postos de abastecimento de combustível.

Figura 11 Logótipo Recheio



Ainda no mercado português, a JM detém uma cadeia de cash & carry, o *Recheio*, que também ocupa uma posição cimeira no país. A marca continua a expandir-se através de uma rede de parceiros de retalho alimentar, Amanhecer, e dispõe ainda de uma plataforma de entregas (Canal HoReca).

Figura 12 Logótipo JMA



O grupo JM desenvolve ainda atividade no setor de produção agroalimentar (laticínios, agropecuária, aquacultura, fruta e vegetais) através da *Jerónimo Martins Agro-Alimentar (JMA)*, que possui também um investimento relevante na empresa *Andfjord Salmon* na Noruega. Este grupo tem como principal objetivo salvaguardar a capacidade de abastecimento do grupo e de criar diferenciação pela qualidade.

Figura 13 Logótipo Jeronymo



Por último, em Portugal, o grupo ainda detém a cadeia especializada, *Jeronymo*, que opera no ramo de cafetarias e quiosques de café. As lojas de chocolates e confeitaria *Hussel*, segundo o *Relatório e Contas* de 2025, foram descontinuadas pelo grupo.

Na Colômbia, o grupo JM, detém e opera uma cadeia de lojas alimentares, a *ARA*, que se

Figura 14 Logótipo Ara



foca na qualidade ao melhor preço e implementa-se estrategicamente em bairros residências e detém e opera em formato mini cash & carry, contém ainda um distribuidor para o mercado tradicional com insígnias próprias e de indústria, a

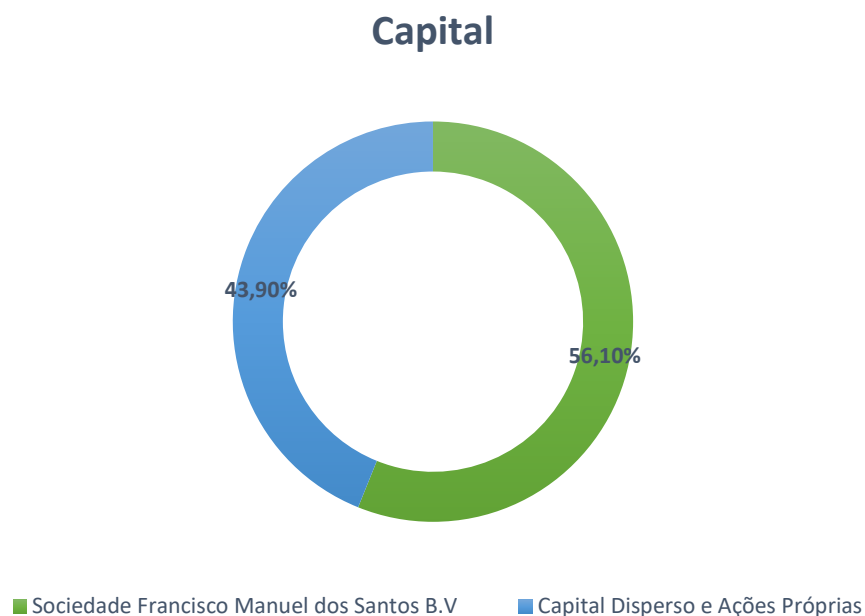
Bodega Del Canasto.

*todas as figuras foram adaptadas do site oficial da Jerónimo Martins

3.5.1.2 Estrutura de capital e Resultados

A estrutura acionista da Jerónimo Martins caracteriza-se pela presença de um acionista de referência a Sociedade Francisco Manuel dos Santos, B.V (SFMS), controlada pela família Soares dos Santos, que detém a maior participação no capital social da empresa, de 56,1% (353.260.814 ações). O restante capital encontra-se disperso em 43,90% ações, das quais 43,7% é *free-float* e 0,14% (859 mil) são ações próprias, que foram adquiridas em 1999 ao preço médio de 7,06€ por ação. O capital social da sociedade é de 629.293.220 € e está dividido pelo valor nominal de 1€ cada uma. Todas ações são ordinárias e encontra-se em negociação na *Euronext Lisbon*. Esta estrutura acionista garante um grande grau de confiança aos investidores, garantido estabilidade e alinhamento estratégico de longo prazo.

Figura 15 Estrutura do capital



Fonte: Adaptado do Jerónimo Martins (2026b)

Tabela 1 Dados do capital social

Bolsa em que está cotada	<i>Euronext Lisbon</i>
Data entrada em bolsa	novembro de 1989
Capital Social (€)	629.293.220
Valor nominal	1 €
Nºações emitidas	629.293.220
Símbolo	JMT

Fonte: Adaptado do Jerónimo Martins (2026b)

No que respeita à estrutura governativa da empresa Pedro Manuel de Castro dos Santos é o presidente do conselho de administração desde 2013 e pertence à família fundadora, reforçando a confiança na direção da empresa. Os restantes membros exercem funções no conselho de administração entre 2013 até ao momento, registando alterações em 2025 com o término de funções de 6 elementos e a entrada de 6 novos elementos com funções na administração da empresa, perfazendo um total de 11 elementos. O facto de permanecerem na administração elementos da família até aos dias de hoje, transmite fiabilidade e segurança aos acionistas. A administração é constituída por sete homens e quatro mulheres, refletindo uma composição diversificada.

Sabe-se que os membros do conselho de administração Pedro Manuel de Castro dos Santos, Artur *Stefan Kirsten*, José Manuel da Silveira e Castro Soares dos Santos e Clara *Christina Streit* detêm ações da empresa. O primeiro detém respetivamente 274.805 ações e 353.260.814 ações através da sociedade de que é administrador, os restantes detêm respetivamente 353.260.814 ações cada um, também através das sociedades dos quais são administradores, com a exceção da Clara Christina Streit que detém 1.800 ações em seu nome.

No exercício de 2025, o grupo JM apresentou um resultado líquido consolidado acima de 646 milhões de euros e o conselho de administração deliberou a distribuir dividendos acima de 408 milhões de euros no valor de 0,59€ por ação, excluindo as ações próprias em carteira.

3.5.1.3 Posicionamento estratégico

O posicionamento estratégico da Jerónimo Martins assenta num forte sentido de responsabilidade corporativa, integrando preocupações ambientais, sociais e de *governance* (ESG) na condução dos seus negócios. O grupo assume um compromisso explícito com a mitigação dos impactos ambientais da sua atividade, através da adoção de políticas orientadas para o combate às alterações climáticas, a proteção da biodiversidade, a redução de materiais poluentes, a promoção da reciclagem e a valorização de resíduos, bem como o respeito pelos direitos humanos e pelos princípios da diversidade e inclusão.

Enquanto especialistas no setor alimentar, a JM procura promover hábitos de alimentação mais saudáveis e contribuir para o bem-estar das comunidades onde opera. Paralelamente, posiciona-se como um empregador de referência, assumindo o compromisso de proporcionar condições de trabalho adequadas, oportunidades de desenvolvimento e um impacto positivo na vida dos seus colaboradores. A criação de valor económico encontra-se estreitamente associada à eficiência operacional, à força das suas insígnias e à solidez da sua posição de mercado. A atuação do grupo é orientada por um conjunto de valores transversais às diferentes geografias e *stakeholders*, assente numa forte orientação ética e numa perspetiva de longo prazo.

A visão estratégica do grupo assenta na promoção de um crescimento rentável e sustentável estruturado em três princípios fundamentais: Liderança, Responsabilidade e Independência. Estes princípios materializam-se em três áreas de foco estratégico. No eixo do consumidor, o grupo privilegia a proximidade com o cliente, a segurança alimentar e primazia da marca própria e frescos como fatores de diferenciação. No eixo do colaborador, destaca-se as promoções de remunerações justas e oportunidades de desenvolvimento profissional. No eixo dos parceiros de negócios, destaca-se a criação de valor partilhado e garantia de sustentabilidade da cadeia de abastecimento através de parcerias de longo prazo.

Do ponto de vista operacional, o grupo adota um posicionamento orientado para um modelo de elevada eficiência e controlo de custos, que lhe permite oferecer preços competitivos e acessíveis a um público amplo e indiferenciado. Este modelo caracteriza-se por margens unitárias reduzidas, compensadas por elevados volumes de vendas e economias de escala. Este posicionamento operacional sustenta-se na qualidade e

variedade de produtos frescos, desenvolvimento de insígnias próprias de referência e de experiências em loja ajustadas às expectativas dos consumidores, constituindo assim a sua base de proposta de valor e da sua capacidade de criação de valor económico no longo prazo.

3.5.1.4 Desenvolvimento do grupo e desempenho das suas áreas de negócio

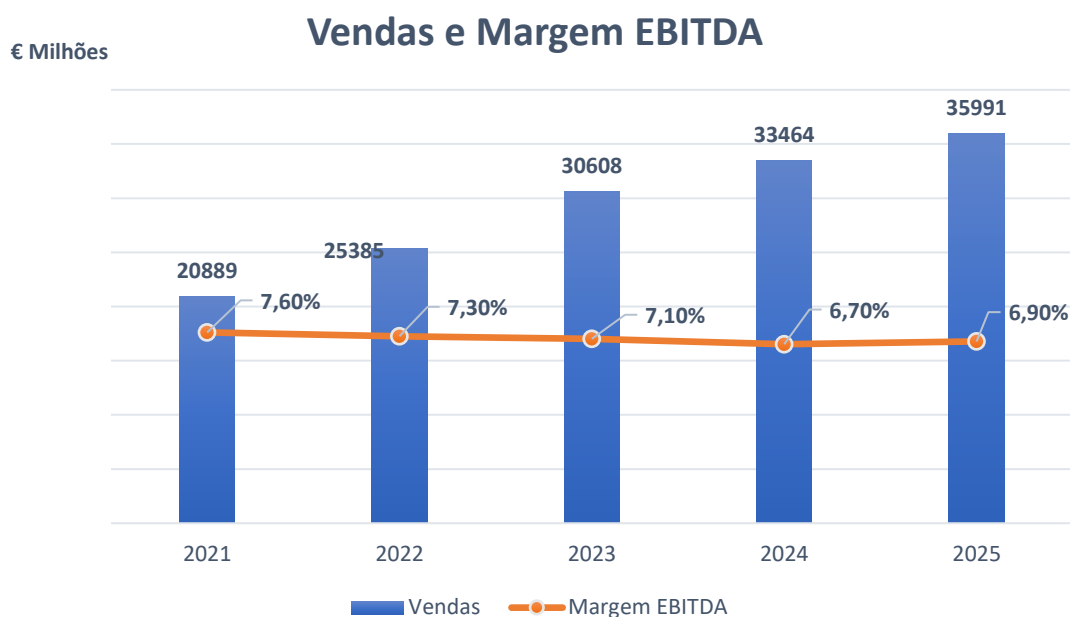
O Grupo da Jerónimo Martins tem sido sustentado numa estratégia de crescimento orgânico, que assenta numa expansão geográfica seletiva, na consolidação das suas posições de liderança no mercado. O ano de 2025 decorreu num contexto macroeconómico desafiante, marcado por uma desaceleração da inflação alimentar e um aumento da inflação de custos, o que provoca uma maior pressão dos custos operacionais e uma maior sensibilidade dos consumidores ao preço, fatores que condicionam a evolução das vendas e margens do setor do retalho alimentar.

Nesse sentido o Grupo manteve uma abordagem focada na defesa da competitividade do preço e na atratividade das suas propostas de valor, priorizando o volume e quota do mercado e a disciplina de custos, em detrimento da maximização das margens a curto prazo, sendo que, ainda assim, o grupo conseguiu atingir o maior EBITDA dos últimos 5 anos.

Perante estes contornos, e conforme ilustrado na Figura 16, as vendas atingiram 35.991 Milhões de euros, um crescimento de 9% face ao ano anterior e uma taxa média de crescimento anual composta (CAGR) de 14,6% ao ano dos últimos 4 anos.

A margem EBITDA, obtida pela divisão do EBITDA pelas vendas, permite avaliar a eficiência operacional da empresa antes das depreciações, custos financeiros e impostos. No período de análise, consolidou-se em 6,9%, registando uma melhoria face a 2024. Este resultado reflete a estratégia do grupo, que privilegia o crescimento do volume de vendas em detrimento das margens.

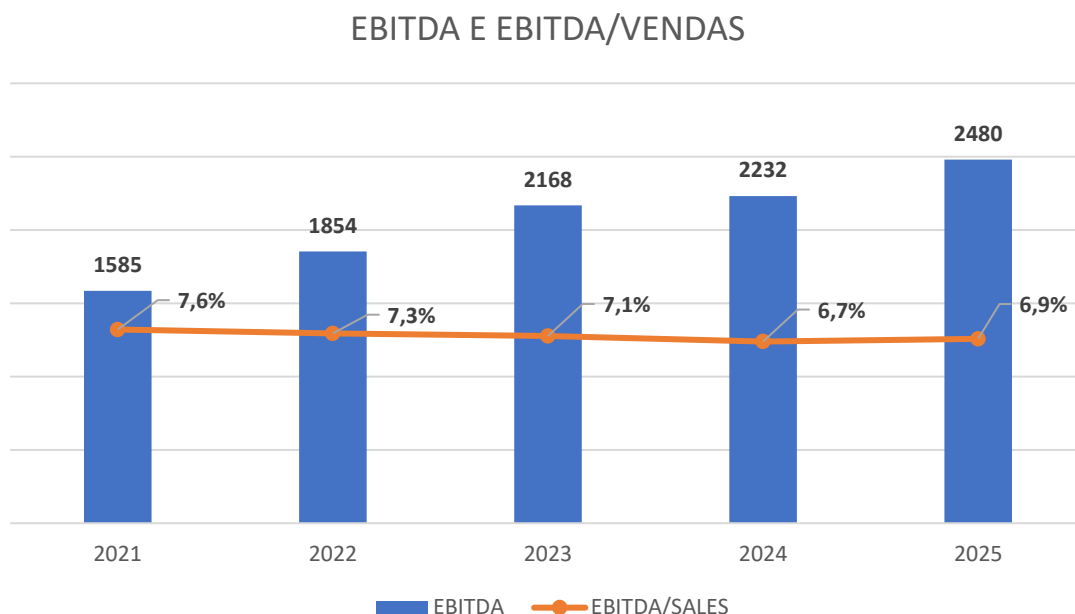
Figura 16 Relação Vendas e Margem EBITDA



Fonte: Adaptado do Jerónimo Martins (2026b)

Mesmo neste contexto económico, através da Figura 17, observa-se que o grupo Jerónimo Martins continua com um crescimento estável do seu EBITDA atingindo os 2.480 Milhões de euros, um crescimento de 11% face ao ano anterior e uma CAGR 11,9% ano. Estes dados demonstram que a estratégia da empresa, apesar das adversidades, reflete um controlo estratégico rigoroso e uma defesa de preços em contexto de pressão inflacionista, através do aumento das vendas e controlo de custos operacionais, não comprometendo assim a sua eficiência operacional, privilegiando o crescimento a longo prazo. A análise conjunta do EBITDA e da Margem EBITDA evidencia que, ao longo dos últimos 5 anos, a Jerónimo Martins apresenta um crescimento consistente dos resultados operacionais, mesmo com uma ligeira compressão da margem EBITDA nos últimos anos e um controlo rigoroso da sua margem EBITDA/VENDAS que se mantém consistente ao longo dos seus últimos anos em torno dos cerca de 7%, o que garante a estabilidade deste crescimento contínuo de longo prazo.

Figura 17 EBITDA E EBITDA/VENDAS



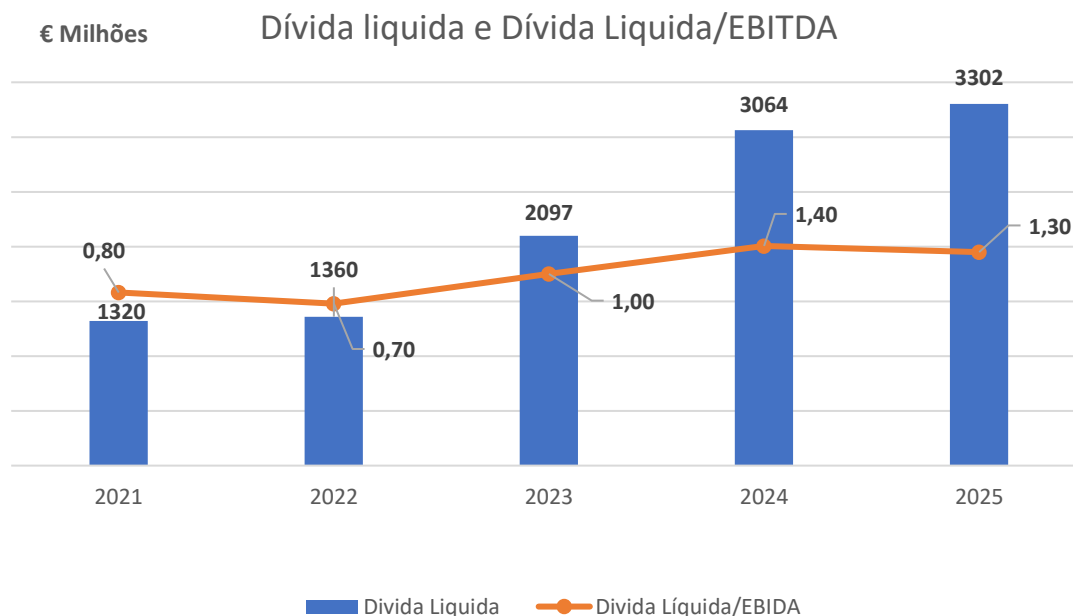
Fonte: Elaboração própria a partir dos dados de Jerónimo Martins (2026b)

A Figura 18 reflete um aumento do endividamento da Jerónimo Martins no valor de 3.302 Milhões de euros, um aumento em torno dos 8% face ao ano anterior e um CAGR dos últimos anos em torno dos 26%. Em 2025, em empréstimos e locações financeiras o grupo aumentou cerca de 13,2% face a 2024. A Figura 18 indica que o grupo teve um aumento da sua dívida gradual ao longo dos últimos anos, refletindo uma política de crescimento e investimento. Ao longo do Relatório e Contas de 2025 verificam-se várias iniciativas de investimento como:

- em energia sustentável;
- investimentos em expansões para Eslováquia, Chéquia e Marrocos ou na Colômbia na expansão da insígnia *Ara* (no total o grupo aproveitou para expandir as suas lojas, um total de 448 novas aberturas e 281 remodelações);
- Expansão da sua rede global para mais de 6.500 localizações
- Na Polónia o grupo abriu dois novos centros de distribuição, adotou um sistema de devolução de embalagens e introduziu etiquetas eletrónicas
- Aumento da participação para 40% na *Andfjord Salmon*, aquisição de 18% na participação na *Norcod*, aquisição da *Supreme Fruits* do negócio de *trading* de frutas e legumes do Grupo Luís Vicente.
- investimento na área digital que o grupo se encontra a realizar.

- Crescimento de cerca de 10% face a 2024 dos seus ativos e investimentos, tendo o programa de investimento do grupo a ascendido a 1,2 mil milhões de euros.

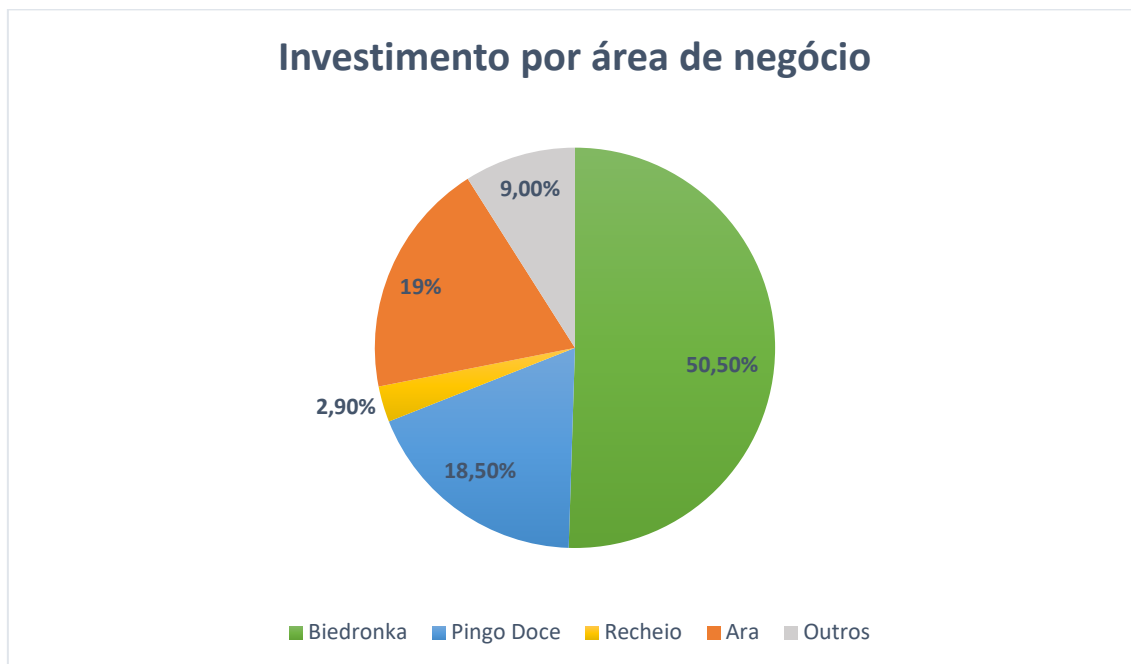
Figura 18 Dívida Líquida e Dívida Líquida/EBITDA



Fonte: Adaptado do Jerónimo Martins (2026b)

Na Figura 19, observa-se o investimento por área de negócio do grupo, sendo que o maior investimento foi na *Biedronka*, que correspondeu a 50,5% do grupo. No entanto, o rácio de Dívida líquida/EBITDA (que mede o número de anos necessários para pagar a sua dívida), observado na Figura 18 reflete um nível controlado da sua dívida (1,30), não comprometendo a solidez financeira do grupo e acompanhando o crescimento das vendas e do seu EBITDA. Estes dados indicam uma gestão prudente da estrutura operacional da empresa.

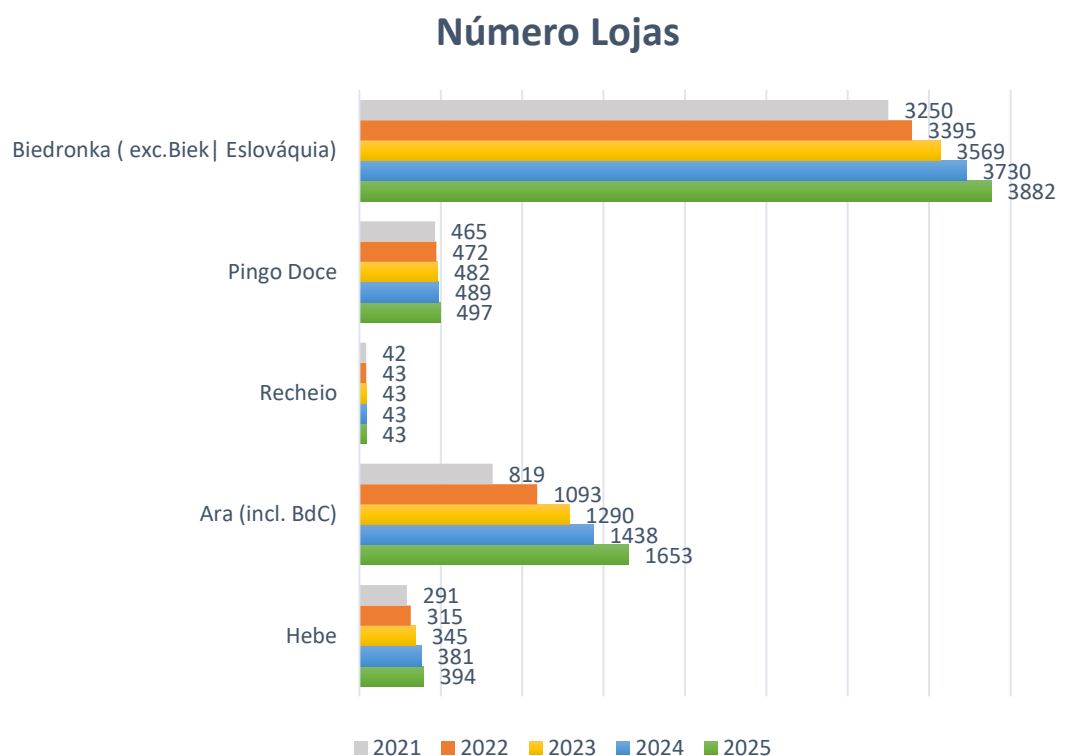
Figura 19 Investimento por área de negócio



Fonte: Adaptado do Jerónimo Martins (2026b)

Os investimentos do grupo, ilustrados na Figura 19 e 20, refletem uma aposta clara na *Biedronka*, que absorveu mais de 50% do investimento total. Destaca-se igualmente o reforço do investimento em mercados em fases de desenvolvimento, nomeadamente a insígnia *Ara*, na Colômbia, que registou um crescimento de 15% face a 2024, evidenciado uma trajetória de expansão crescente. A insígnia *Biedronka* reforçou as suas infraestruturas e expandiu para o mercado eslovaco. A *Hebe*, no setor de retalho da Polónia, a nível digital teve um crescimento de quase 20% face a 2024. Em Portugal, o investimento foi direcionado para a remodelação e conversão de lojas das suas insígnias que opera num mercado mais maduro, bastante consolidadas e líderes do seu mercado.

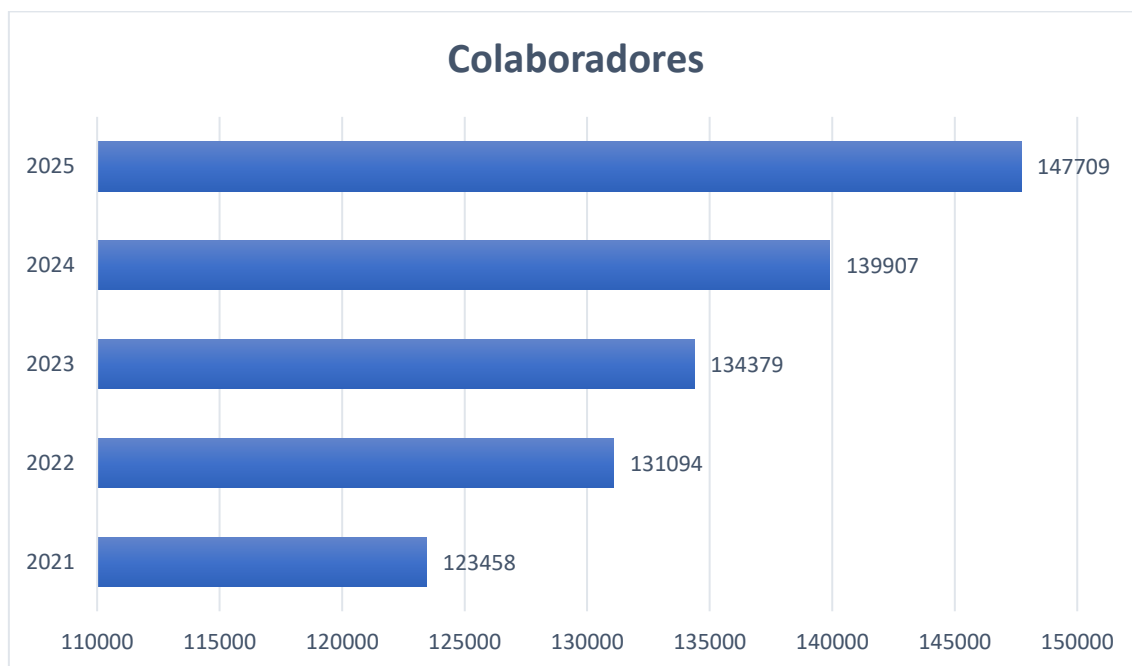
Figura 20 Número de Lojas



Fonte: Adaptado do Relatório e Contas de 2025

No que toca à política de recursos humanos, a Figura 21 evidencia o crescimento contínuo das equipas do grupo, em linha com a sua estratégia em expansão. Em 2025, o grupo contava 147.709 colaboradores, o que representa um aumento de cerca de 5,6% face a 2024. A par do crescimento do número de colaboradores, o grupo reforçou igualmente a valorização salarial, com um aumento da massa salarial de 10,8% face ao ano anterior, totalizando 3265 milhões de euros. Estes indicadores traduzem um compromisso consistente com o desenvolvimento e a remuneração dos seus recursos humanos.

Figura 21 Colaboradores

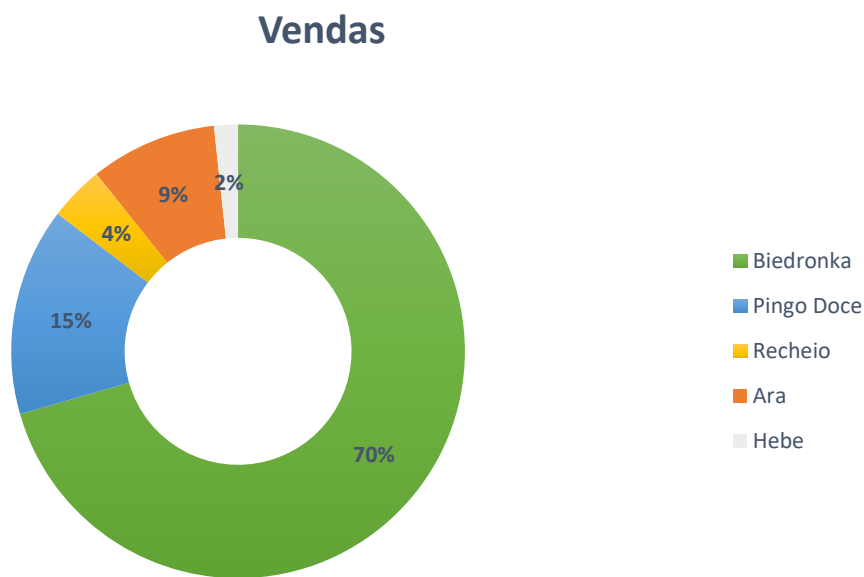


Fonte: Adaptado do Jerónimo Martins (2026b)

3.5.1.4.1 Desempenho por marca

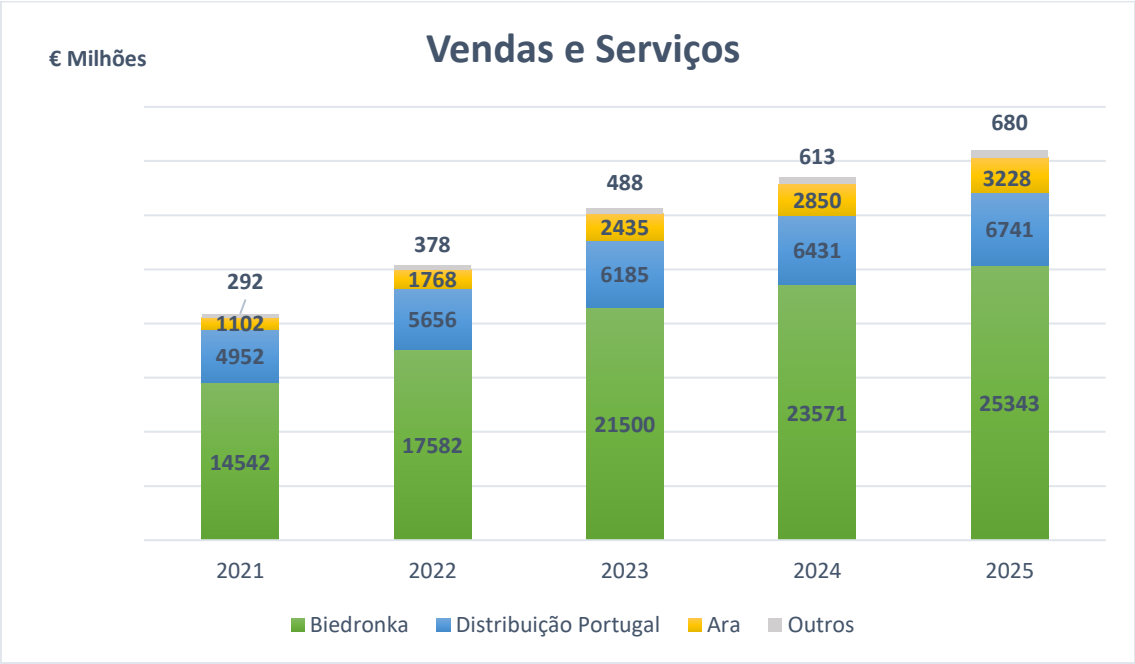
Conforme as Figuras 22, 23 e 24, a *Biedronka* é a principal unidade de negócio do grupo e a principal fonte de resultados, de seguida é o Pingo Doce e por último a *Ara*. O mercado polaco segundo o gráfico representa cerca de 72% das vendas, o mercado português 15% e o colombiano 9%. Confirma-se assim que o setor retalhista é a principal fonte de negócio do grupo.

Figura 22 Quota de cada marca nas vendas do grupo



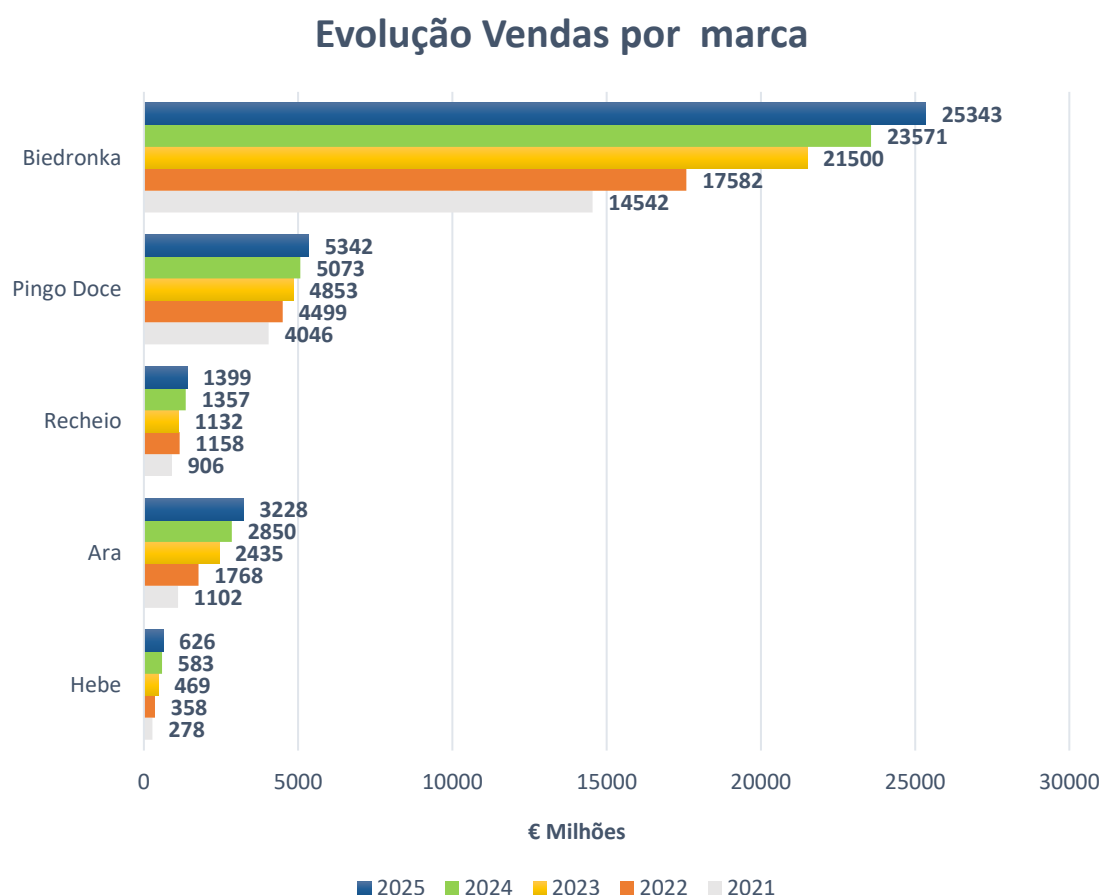
Fonte: Adaptado do Jerónimo Martins (2026b)

Figura 23 Vendas e Serviços por marca



Fonte: Adaptado do Jerónimo Martins (2026b)

Figura 24 Evolução Vendas por marca

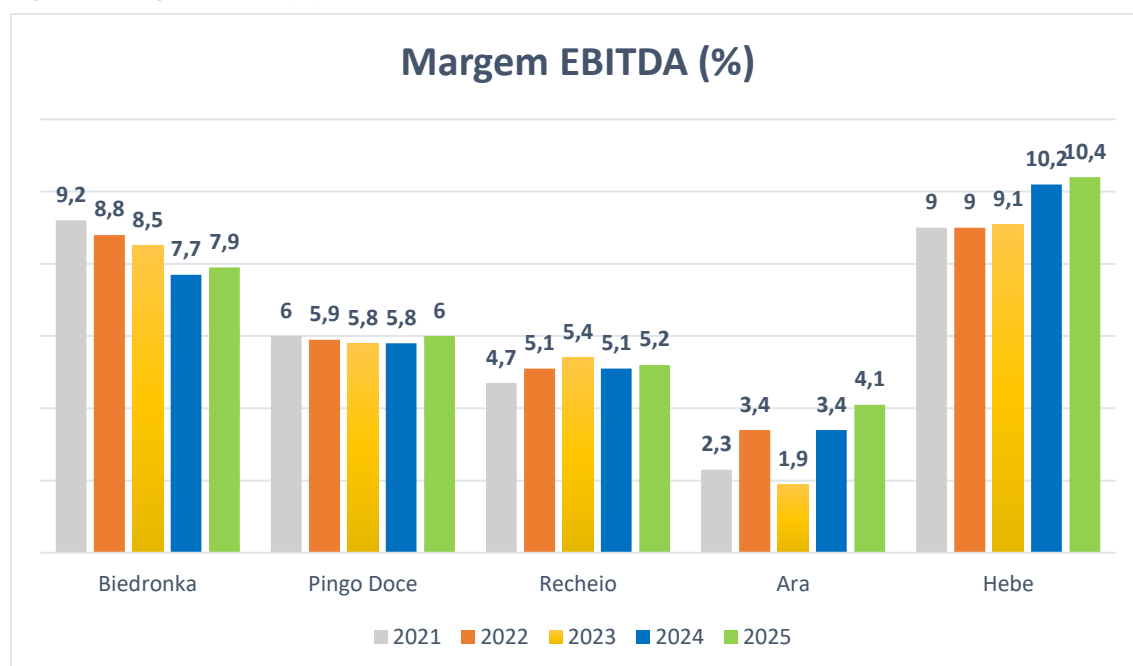


Fonte: Adaptado do Jerónimo Martins (2026b)

A evolução do EBITDA por marca, segundo a Figura 25, revela uma ligeira melhoria em todas as insígnias do grupo face a 2024, originado pelo aumento das suas vendas e da sua eficiência operacional, apesar da inflação se encontrar em desaceleração, em sentido contrário houve uma inflação de custos e um aumento do salário mínimo. Para que esta melhoria do EBITDA fosse sentida, a *Biedronka*, na Polónia, optou pela sua expansão, pela melhoria na sua eficiência operacional e logística e pela evolução do seu sortido. Ainda na Polónia, a *Hebe* aproveitou a deflação do seu cabaz para melhorar o sortido e registou um crescimento do seu canal online. Em Portugal, o mercado teve uma economia sólida e o mercado de trabalho robusto. Como tal, o grupo aproveitou para consolidar a sua presença neste mercado em que é líder. O Pingo Doce lançou ações comerciais e aproveitou a sua diferenciação no segmento *ALL ABOUT FOOD*, com os seus produtos frescos e refeições prontas. Relativamente, às restantes insígnias em Portugal, o Recheio registou o crescimento do seu canal HoReCa e a expansão da sua parceria com a marca Amanhecer. No caso da Jeronimo houve a oportunidade para a

reestruturação da insígnia e redefinição do seu modelo de negócio. Salienta-se ainda que o aumento da capacidade produtiva com a aquisição de uma nova propriedade no Fundão e no negócio de *trading* com o grupo Luís Vicente. Por último, na Colômbia, a insígnia *Ara*, regista uma melhoria significativa devido à sua expansão e à melhoria da sua cadeia logística, aproveitando para oferecer várias promoções e controlos a inflação dos custos, que levaram a um aumento de vendas e ao melhor controlo dos custos operacionais.

Figura 25 Margem EBITDA (%)



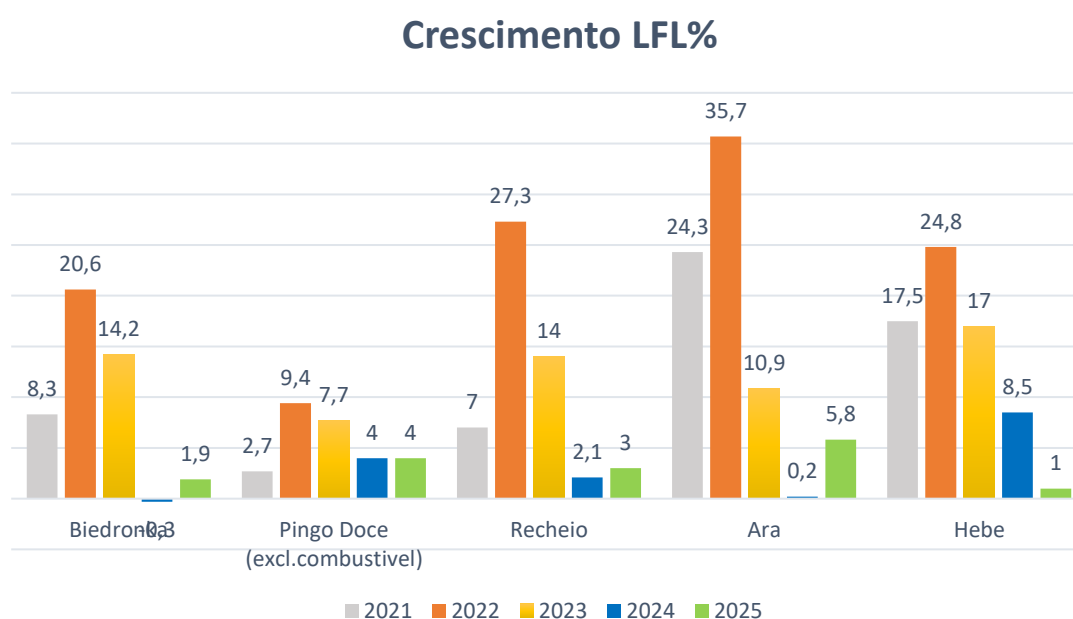
Fonte: Adaptado Jerónimo Martins (2026b)

O crescimento *like-for-like* (LFL) é um indicador fundamental do retalho alimentar, uma vez que mede a evolução das vendas das lojas comparáveis ao longo do tempo, em que exclui o efeito da abertura, encerramento ou aquisição das novas lojas. Este indicador permite avaliar o desempenho orgânico do negócio e reflete as alterações no volume de vendas, no mix de produtos e nos preços, sendo particularmente relevante em setores caracterizados por elevada expansão.

No caso da Jerónimo Martins, o LFL assume especial importância para distinguir o crescimento decorrente da sua expansão e dos seus ganhos. No ano de 2025, a JM obteve um LFL de 2,5%, o que revela a capacidade do grupo em ajustar a sua proposta de valor face aos contextos macroeconómicos marcados pela inflação dos custos e aumento dos salários mínimos e por um setor pressionado pela pressão sobre o poder de compra dos consumidores e forte concorrência baseada no preço. A Figura 26 representa

o crescimento LFL de cada marca, sendo que em todas se observa uma volatilidade associada à inflação alimentar e respetiva competitividade dos mercados. Em 2025 destaca-se a *ARA* com o melhor LFL, revelando o crescimento da marca marcado pela proximidade dos clientes, controlo da inflação e dos custos e na oferta de campanhas promocionais. Pelo contrário, a insígnia *Hebe* teve um LFL mais contido pressionada pela deflação do cabaz e pela intensificação da concorrência. Nas restantes insígnias a *Biedronka*, registou uma melhoria e em Portugal o crescimento manteve-se sustentável devido à maturidade e solidez do mercado português e pela impulsão do canal HoReCa.

Figura 26 Crescimento LFL%



Fonte: Adaptado do Relatório e Contas de 2025

Uma última nota para o setor agro-alimentar e de cafetaria, através da insígnia JMA, o grupo continua a investir adquirindo novas participações como foi o caso na *Supreme Fruits*, sua subsidiária que adquiriu o negócio de *trading* de frutas e legumes do Grupo Luís Vicente, a aquisição de 18% no capital da *Norcod* e reforçou o capital na participação na *Andfjord Salmon*. A insígnia Jeronymo atravessa uma fase de reestruturação, a *Hussel* foi descontinuada e o grupo completou a aquisição de uma nova herdade no Fundão.

3.5.1.5 Dados financeiros

De acordo com a Tabela 2, o grupo Jerónimo Martins apresenta um cenário de crescimento de receitas consistente e sustentável, apesar das dificuldades nas margens reduzidas, refletindo assim o setor de retalho alimentar, que é caracterizado por baixas margens e forte concorrência. A liquidez da empresa apresentava valores inferiores a 1, o que neste setor é estruturalmente justificado pelo seu ciclo de caixa negativo (os clientes pagam a pronto e os fornecedores têm longos prazos de pagamento) e pela elevada rotação dos seus stocks, o que representa uma vantagem competitiva significativa.

Relativamente à rentabilidade do capital próprio, a empresa consegue entregar ao longo dos 5 anos, um retorno médio aos acionistas de 22,4%, evidenciando uma boa e consistente remuneração aos acionistas. Quanto ao ROA, que verifica o retorno que os ativos geram, confirma que estes conseguem originar um retorno médio de 4,5%, o que traduz uma eficiência operacional e uma boa utilização dos recursos da empresa. O ROIC permite-nos avaliar a rentabilidade no capital investido, neste caso, 16,6% em média ao longo dos 5 anos. Determina-se assim que a empresa cria valor, pois o ROIC é sempre superior ao WACC ao longo destes últimos 5 anos, tendo um spread médio de 9,04% ao ano, sendo assim uma empresa com eficiência e criação de valor. A sua tendência decrescente dos últimos anos pode ser associada à expansão do capital investido pela Jerónimo Martins.

A autonomia financeira indica-nos a solidez financeira da empresa e a sua independência financeira, neste caso, em 2025 foi de 20,7%, o que significa que cerca de 21% dos ativos da empresa são financiados pelos capitais próprios e 79% por dívida, sendo que este passivo incorpora os passivos de locação reconhecidos ao abrigo da IFRS 16 e reflete um endividamento da empresa consistente e crescente, originado pela estratégia de crescimento do negócio e do grupo. A Dívida líquida/EBITDA mostra que a empresa, apesar do crescimento da dívida derivado da sua expansão, se encontra equilibrada sem comprometer a solidez financeira do grupo e acompanha o crescimento do EBITDA. Por último, a solvabilidade evidencia a capacidade de a empresa pagar as suas obrigações e indica que a JM se encontra em posição financeira equilibrada e capaz de cumprir os seus compromissos.

O *cash flow* operacional cresceu de forma consistente ao longo dos anos, o que evidencia a robustez da capacidade de gerar *cash flow* do grupo, o que se traduz num

maior retorno por ação e consistentemente superior ao resultado líquido por ação, característico de empresas com elevada carga de amortizações e custos com locações reconhecidos ao abrigo da IFRS 16. Este crescimento é acompanhado pela evolução positiva do EPS, registando-se uma recuperação no último ano. Os dividendos por ação têm sido constantes, registando-se algumas pequenas variações, sendo que, em 2025, registou-se um dividendo de 0,59€ por ação, o transmite confiança e estabilidade dos resultados aos acionistas.

Concluindo, o grupo JM apresenta um perfil financeiro sólido, caracterizado por eficiência operacional, rentabilidade consistente e uma estrutura de dívida equilibrada, suportada por uma economia de escala, elevado volume de vendas e uma postura defensiva e resiliente no setor do retalho alimentar.

Tabela 2 Dados Financeiros JM em Milhares de euros

Indicadores	2021	2022	2023	2024	2025
Liquidez					
Liquidez Imediata	0,28	0,27	0,25	0,23	0,25
Liquidez reduzida	0,38	0,37	0,37	0,36	0,37
Liquidez geral	0,58	0,60	0,60	0,61	0,62
Tesouraria	(2 213)	(2 608)	(3 159)	(3 083)	(3 403)
Rendibilidade					
Crescimento Volume Negócios		21,52%	20,58%	9,33%	7,55%
Margem Bruta	77%	78%	78%	78%	78%
Margem Liquida	2,2%	2,3%	2,5%	1,8%	1,8%
Margem EBITDA	7,6%	7,3%	7,1%	6,7%	6,9%
Margem EBIT	4,0%	4,2%	4,1%	3,6%	3,7%
Juros e Gastos Financiamento/EBIT	18,4%	15,2%	13,8%	22,5%	24,1%
cobertura juros	5,45	6,60	7,27	4,45	4,16
Endividamento e Estrutura Financeira					
Solvabilidade	32,3%	27,9%	27,3%	27,0%	26,1%
Autonomia Financeira	24,4%	21,8%	21,4%	21,3%	20,7%
Divida Liquida/EBITDA	0,85	0,74	1,02	1,39	1,33
Divida liquida/Capital Próprio	0,53	0,53	0,72	0,95	0,94
Endividamento	75,6%	78,2%	78,6%	78,7%	79,3%
ROE	20,3%	25,3%	26,9%	19,9%	19,6%
ROA	4,5%	5,0%	5,3%	3,9%	3,8%
ROIC	15,9%	19,8%	18,6%	14,2%	14,6%
Rácio atividade					
Rotação Ativo	2,01	2,14	2,14	2,19	2,11
PMR	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8
PMP	91,5	92,4	87,4	81,5	85,3
PMI	25	28	27	28	29
Ciclo caixa	-66	-64	-59	-53	-55
OUTROS INDICADORES					
CASH FLOW	1 229	1 389	1 675	1 649	1 800
CASH FLOW/AÇÃO	1,95	2,21	2,66	2,62	2,86
EPS	0,74	0,94	1,20	0,95	1,03
Dividendos por ação	0,29	0,79	0,55	0,66	0,59
Dividendo bruto por ação	0,288 €	0,785 €	0,55 €	0,655 €	0,59 €
Capex/Vendas		5,5%	8,2%	5,6%	5,7%
ROIC-WACC	8,32%	12,23%	11,04%	6,59%	6,99%
Resultado Liquido/ação	0,74	0,94	1,2	0,95	1,03

Fonte: Elaboração própria a partir de Jerónimo Martins (2026b)

3.5.1.6 Empresa no Mercado de Capitais

O ano de 2025, segundo Jerónimo Martins (2026b), apresentou um contexto global marcado por volatilidade e forte valorização, moldado por pressões inflacionistas e aplicação de tarifas, por decisões geopolíticas e variações persistentes na perceção de risco por parte dos investidores. As políticas monetárias do Banco Central Europeu

(BCE), na redução das taxas e uma época de resultados robusta, dominaram nas agendas dos investidores e marcaram uma evolução positiva dos mercados. As tensões geopolíticas e a política monetária dos EUA não alteraram a tendência positiva observada em 2025.

Os mercados europeus apresentaram um dos melhores desempenhos dos últimos anos, o STOXX 600 valorizou cerca de 17%, refletindo a evolução positiva do setor bancário e de matérias-primas. O mercado tem demonstrado a capacidade de resistir aos choques que tem afetado os mercados financeiros, como a possibilidade de disrupção associada à inteligência artificial, como ao abrandamento da economia e às incertezas relativamente ao enquadramento geopolítico. O ano também foi marcado pelo enfraquecimento do dólar.

Em termos de desempenho ESG e sustentabilidade, a Jerónimo Martins manteve-se presente em mais de 180 índices internacionais, um aumento de 40 índices relativamente a 2024. A Jerónimo Martins conseguiu mesmo a classificação triplo A, atribuída pela CDP (*Carbon Disclosure Project*), que é uma organização internacional sem fins lucrativos que gere um sistema global de divulgação, no combate às alterações climáticas. O grupo destaca-se pela sua transparência e rigor no reporte de práticas ESG e por ser o primeiro retalhista alimentar multinacional atingir essa distinção.

O PSI apresentou forte volatilidade, e de acordo com a Tabela 3 fechou o ano com um dos melhores desempenhos dos últimos anos, uma valorização de 29,6% e quanto à cotação da Jerónimo Martins terminou o ano a uma cotação de 20,26€, que corresponde a uma valorização de 9,8% face a 2024. A Tabela 3 também nos mostra que, em termos de liquidez, a empresa transacionou cerca de 172 Milhões de ações na *Euronext Lisbon*, com um preço médio de 20,78€. As ações da Jerónimo Martins em 2025 representavam 8,8% do volume global do PSI. Em último, a Tabela 3 também demonstra que como principal acionista apenas se mantém a SFMS, enquanto as outras entidades deixaram de ter uma percentagem de capital igual ou superior a 5%.

Tabela 3 Dados Mercado Capitais Jerónimo Martins

ANO	2021	2022	2023	2024	2025
Capital Social (€)	629 293 220,00 €	629 293 220,00 €	629 293 220,00 €	629 293 220,00 €	629 293 220,00 €
Valor Nominal	1,00 €	1,00 €	1,00 €	1,00 €	1,00 €
Nº Ações Emitidas	629 293 220,00 €	629 293 220,00 €	629 293 220,00 €	629 293 220,00 €	629 293 220,00 €
Ações Próprias	859 000	859 000	859 000	859 000	859 000
Principais Acionistas *	- SFMS - Comgest - T. Rowe Price - BlackRock	- SFMS	- SFMS	- SFMS	- SFMS
Capital Disperso	37,7%	43,9%	43,9%	43,9%	43,9%
EPS	0,74	0,94	1,20	0,95	1,03
Dividendos por ação	0,29	0,79	0,55	0,66	0,59
Desempenho em Bolsa					
Máxima (€)	21,61	23,22	26,86	23,10	23,10
Mínima (€)	12,65	18,20	19,18	15,29	18,28
Média (€)	16,49	20,57	22,27	18,87	20,78
Final Ano (Fecho) (€)	20,10	20,18	23,04	18,45	20,26
Capitalização Bolsista (31/12) (€ 000.000)	12 649	12 699	14 499	11 610	12 749
Transações					
Em volume (1.000 ações)	186 528	198 279	167 121	213 016	172 452
Valorização anual					
PSI	13,7%	2,8%	11,7%	-0,3%	29,6%
Jerónimo Martins	45,4%	0,4%	14,2%	-19,9%	9,8%

Fonte: Adaptado Jerónimo Martins (2026b)

Relativamente à performance bolsista da Jerónimo Martins (JM), segundo a Tabela 3 e Tabela 4, no período entre 2020 e 2025, observa-se uma trajetória de consolidação sólida, com uma lateralização da sua cotação nos anos mais recentes. Em termos comparativos, a ação obteve um desempenho inferior ao *PSI* e em linha com o índice *STOXX600*. No entanto, face ao Índice *STOXX 600 EUROPE RETAIL*, registou um desempenho bem superior. Em suma, a empresa acompanha de perto o mercado europeu no geral, mas face às empresas europeias do setor do retalho obteve um desempenho superior, o que evidencia a sua capacidade de gerar valor.

Tabela 4 Comparação JM, SGPS SA com PSI, STOXX600, STOXX600 EUROPE RETAIL

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	CAGR	Δ%
JM	13,82 €	20,10 €	20,18 €	23,04 €	18,45 €	20,26 €	7,95%	46,6%
STOXX600	399,03 €	487,80 €	424,89 €	479,02 €	507,62 €	592,78 €	8,24%	48,6%
STOXX600 EUROPE RETAIL	395,92 €	444,84 €	299,87 €	403,13 €	439,36 €	487,99 €	4,27%	23,3%
PSI	4 898,36 €	5 569,48 €	5 726,11 €	6 396,48 €	6 377,26 €	8 263,65 €	11,03%	68,7%

Fonte: Elaboração própria com dados extraídos da Investing.com

3.5.1.7 Análise SWOT

A análise SWOT da Jerónimo Martins permite sistematizar os principais fatores internos e externos que podem condicionar o desempenho do valor da empresa, ou que a empresa poderá aproveitar para alavancar o seu crescimento e que se enquadra na análise fundamental da empresa e na interpretação dos dados dos capítulos anteriores:

Análise SWOT

FORÇAS

- Liderança de mercado na Polónia e em Portugal
- Modelo negócio com eficiência operacional
- Escala e poder negocial com fornecedores
- Desenvolvimento da marca própria
- Gestão de longo prazo estável e consistente
- Criação Valor
- Presença em diferentes mercados
- Referência ESG no setor
- Dividendos Crescentes

FRAQUEZAS

- Elevada Concentração geográfica
- Margens operacionais reduzidas
- Endividamento
- Exposição cambial

OPORTUNIDADES

- Expansão geográfica em curso
- Crescimento da Insígnia Hebe
- Retail Media como fonte de receita
- Digitalização
- Consolidação no setor europeu
- Potencial Crescimento no mercado colombiano
- Crescimento das marcas próprias
- Melhoria da sua cadeia logística

AMEAÇAS

- Pressão dos custos operacionais
- Faixa salarial tem tendência a aumentar
- Forte concorrência
- Riscos geopolíticos
- Deflação alimentar
- Maior poupança das famílias

Segundo a análise SWOT podemos considerar o seguinte:

- **Forças**

A Jerónimo Martins apresenta um conjunto de forças estruturais relevantes, nomeadamente a liderança do mercado na Polónia através da *Biedronka* e em Portugal através do Pingo Doce e do Recheio, que lhe confere uma posição competitiva sólida e uma base de receitas estável e consistente. Esta liderança assenta num modelo de negócio orientado pela eficiência operacional, que se traduz na sua escala e forte poder negocial juntos dos seus fornecedores, o que permite oferecer preços competitivos sem comprometer a sua rentabilidade operacional.

O desenvolvimento e crescimento das vendas das marcas próprias reforça a diferenciação competitiva e contribui para a melhoria das suas margens.

A gestão de longo prazo estável e consistente, com raízes na sua estrutura de governança aliada a estratégia corporativa bem definida, confere ao grupo credibilidade e previsibilidade juntos dos investidores. Esta estratégia corrobora com o historial dos últimos anos, de que a empresa consegue criar valor, onde o ROIC é superior ao WACC e pelo crescimento progressivo dos dividendos distribuídos aos seus acionistas.

O reconhecimento da empresa com as referências ESG no setor reforça a atratividade do grupo juntos dos investidores com critérios de investimento e gestão responsável.

- **Fraquezas**

Do lado das fraquezas, destaca-se a elevada concentração geográfica das receitas, com o mercado polaco a representar cerca de 72% das vendas consolidadas do grupo, o que expõe a Jerónimo Martins a riscos específicos desse mercado, nomeadamente a deflação, política fiscal e comportamento do consumidor.

As margens operacionais reduzidas, características deste setor, podem limitar por vezes a capacidade de absorção de riscos com impacto nos custos operacionais da empresa.

O endividamento crescente da empresa, apesar de controlado e parcialmente justificado pelo reconhecimento dos passivos de locação ao abrigo da IFRS 16, constitui uma variável a monitorizar, em particular num cenário de aumento de taxas de juro.

Por último, a exposição cambial ao zloty polaco e ao peso colombiano, introduz um fator a ter em conta e a um risco adicional que o grupo se encontra exposto.

- **Oportunidades**

No plano das oportunidades, o grupo da Jerónimo Martins dispõe de um conjunto de oportunidades de crescimento, desde a expansão geográfica em curso para a Eslováquia, Chéquia e Marrocos, bem como o potencial crescimento da sua Insígnia *Ara* na Colômbia, pode representar um potencial crescimento nas suas receitas.

O crescimento da Insígnia *Hebe* no setor da saúde e do bem-estar, tanto no mercado polaco, bem como nos mercados de expansão, posiciona o grupo com potencial para alcançar melhores margens e captar maiores fontes de receita e captar uma maior fatia do consumo da geração Z.

O crescimento das marcas próprias representa igualmente uma oportunidade para o grupo melhorar a sua margem e aumentar suas vendas.

O *Retail Media* emerge como potencial fonte de receita de elevada margem e com potencial taxa de crescimento anual de 20% até 2030, em conformidade com *Mckinsey* e *EuroCommerce* (2025).

A digitalização e a inteligência artificial oferecem oportunidades de personalização, eficiência operacional e fidelização do cliente

O grupo deverá aproveitar o processo de consolidação a nível europeu para se expandir e reforçar a sua posição competitiva para continuar a oferecer preços competitivos sem afetar as suas margens e eficiência operacional através da negociação com os seus fornecedores

- **Ameaças**

No que respeita às ameaças, o grupo terá de enfrentar a inflação dos custos que persiste nos mercados onde opera e que pressiona as famílias, bem como as incentiva a um aumento da taxa de poupança. A deflação alimentar observada na Polónia constitui uma ameaça para as receitas e margens do grupo que poderá comprimir o volume das vendas.

Além disso, o grupo terá de ter em conta o aumento progressivo do salário mínimo dos países em que opera e com impacto no custo operacional da empresa.

As margens reduzidas, a forte concorrência existente, característico deste setor, levam o grupo a ter em conta práticas promocionais e uma maior sensibilidade aos preços o que implica diretamente o volume de vendas e custos operacionais do setor.

Por último, os riscos geopolíticos e tensões comerciais internacionais introduzem incerteza nas cadeias de abastecimento e nos custos logísticos, com impacto direto nos custos operacionais do grupo.

Em síntese, a análise de SWOT da Jerónimo Martins não constitui apenas um exercício de enquadramento estratégico, mas um instrumento de avaliação qualitativa que ajuda a sustentar os modelos de avaliação e a validar as premissas utilizadas nos modelos de avaliação da Jerónimo Martins e que comprova o que defende Damodaran (2025), que numa avaliação deve ter-se em conta a estratégia corporativa e os riscos inerentes relativamente ao negócio e não apenas os seus resultados históricos.

CAPÍTULO IV – METODOLOGIA

4 Metodologia

A metodologia utilizada e os resultados obtidos neste *Equity Research* da Jerónimo Martins assentam em três modelos, conforme a revisão de literatura menciona. O modelo de fluxos de caixa descontado (DCF-FCFF), o modelo de valor económico adicionado (EVA), como modelos de avaliação intrínseca e a avaliação por múltiplos de mercado, como modelo de avaliação relativa.

O DCF-FCFF foi utilizado por permitir avaliar o negócio como um todo e por ter uma estrutura de capital dinâmica (Damodaran, 2025) o que inclui, além do capital próprio, os outros detentores de direito sobre a empresa. Rosenbaum J. e Pearl J. (2013) referem-no como o método mais robusto e que oferece mais consistência e clareza analítica.

De seguida, foi utilizado o EVA, onde diversos autores tais como Damodaran (2006); Fernández,(2002) e Koller (2020) referem que é um método perfeitamente válido e que decorre da relação com o Residual Income (RI), permitindo verificar se a empresa gera rendimento acima do custo do capital. (Damodaran, 2025; Ohlson, 1995).

Por último, o método de avaliação de múltiplos de mercado foi adotado por ser um dos métodos mais utilizados, pela facilidade da sua interpretação e por permitir comparar com o estado atual do mercado e o sentimento dos investidores (Damodaran, 2025).

Os dados históricos utilizados nos modelos foram extraídos das demonstrações financeiras consolidadas da Jerónimo Martins do período 2021-2025, em linha com a recomendação de Rosenbaum J. e Pearl J. (2013) e compreende as contas dos resultados consolidados, a demonstração de resultados e o balanço da empresa publicadas em Jerónimo Martins (2026). Os modelos foram integralmente construídos em Excel.

A cotação de referência adotada é a de 31/12/2025, no valor de 20,26€ por ação (Investing.com, 2026) e que servirá de base para a elaboração do presente estudo e comparação dos valores intrínsecos estimados e o preço de mercado observado.

4.1 Modelo Discounted Cash Flow (DCF-FCFF)

4.1.1 Vendas

As vendas, sendo uma rubrica tão central e de extrema relevância em qualquer empresa, foram projetadas para o horizonte de 2026-2030, não tiveram em conta o seu histórico neste trabalho (média histórica de 14,75% e um CAGR de 14,6% - Tabela 5). Em vez disto, usaram-se as expectativas de crescimento para o setor de retalho alimentar na Europa de acordo com Damodaran (2026), traduzindo-se em 7,04% de 2026-2027, 3,65% para 2028-2030, o que reflete um crescimento mais moderado e que converge com os mercados onde opera.

A opção por Damodaran (2026), em detrimento do histórico, é feita pelo facto de os anos de 2022 e 2023 terem atravessado um ciclo inflacionista e pelo efeito da expansão do grupo, não sendo representativo como um crescimento estrutural sustentável, conforme recomenda Damodaran (2025).

Tabela 5 Análise e projeção vendas JMT

	Histórico					Média
	2020	2021	2022	2023	2024	
Vendas	20 889	25 385	30 608	33 464	35 991	
taxa crescimento		21,52%	20,58%	9,33%	7,55%	14,75%
CAGR					14,6%	
	Previsional					
	2026	2027	2028	2029	2030	
Damodaran	7,04%	7,04%	3,65%	3,65%	3,65%	
Vendas	38 525	41 238	42 742	44 300	45 916	

Fonte: Jerónimo Martins (2026) e Damodaran (2026)

4.1.2 CMVMC e Variação de produção

A rubrica do custo de mercadorias vendidas e matérias consumidas (CMVMC) e a rubrica de variação de produção foram calculadas tendo em conta a média histórica

apuradas em 2021-2025 em relação às vendas, sendo que o CMVMC inclui a variação de produção e foi de cerca de 78% das vendas.

Tabela 6 Média histórica CMVMC e Variação Produção

	Histórico					Média
	2021	2022	2023	2024	2025	
CMVMC	(16 149)	(19 760)	(23 993)	(26 133)	(28 037)	
% SOBRE VENDAS	77%	78%	78%	78%	78%	78%

Fonte: Jerónimo Martins (2026)

4.1.3 Outros Custos Operacionais

Nesta rubrica incluíram-se as projeções realizadas para os fornecimentos e serviços externos (FSE), os Gastos com pessoal, Outros rendimentos e Outros Gastos. Estes gastos foram projetados tendo em conta a média histórica de 2021-2025 face às vendas da empresa, sendo que para os FSE a média histórica foi de cerca de 5,38%, Gastos com pessoal a média histórica foi de 8,68%, Outros rendimentos a média histórica foi de 0,4% e Outros gastos foi de 1,4%, de acordo com a média histórica.

Tabela 7 Histórico e média histórica de outros custos operacionais

	Histórico					Média
	2021	2022	2023	2024	2025	
FSE	(1 117)	(1 458)	(1 628)	(1 771)	(1 864)	
% SOBRE VENDAS	5%	6%	5%	5%	5%	5,38%
GASTOS COM PESSOAL	(1 864)	(2 103)	(2 531)	(2 948)	(3 265)	
% SOBRE AS VENDAS	9%	8%	8%	9%	9%	8,68%
OUTROS RENDIMENTOS	52	152	146	120	142	
% SOBRE AS VENDAS	0,2%	0,6%	0,5%	0,4%	0,4%	0,4%
OUTROS GASTOS	(225)	(362)	(436)	(501)	(486)	
% SOBRE AS VENDAS	1,1%	1,4%	1,4%	1,5%	1,4%	1,4%

Fonte: Jerónimo Martins (2026)

4.1.4 EBITDA

A margem EBITDA projetada nestes resultados ao longo de todo o período, conforme demonstrado no anexo I, foi obtida pela aplicação da diferença entre vendas e todas as rubricas de custos operacionais, indo ao encontro da média histórica de cerca de 7%:

Equação 35 Cálculo EBITDA

$$EBITDA = VENDAS - CMVMC - VARIAÇÃO PRODUÇÃO - OUTROS CUSTOS OPERACIONAIS$$

4.1.5 EBIT

Nesta rubrica, o EBIT foi projetado de acordo com a média histórica ao longo de todo o período observado sobre as vendas, conforme demonstrado no anexo I.

Tabela 8 Análise histórica e média histórica EBIT

	Histórico					Média
	2021	2022	2023	2024	2025	
EBIT	840	1 071	1 266	1 189	1 338	
% SOBRE AS VENDAS	4,0%	4,2%	4,1%	3,6%	3,7%	3,9%

Fonte: Jerónimo Martins (2026)

4.1.6 Depreciações e amortizações

Esta rubrica das depreciações e amortizações foram projetadas ao longo do período analisado, como demonstra o Anexo I, utilizando a diferença entre o EBITDA e o EBIT

4.1.7 Taxa de Imposto

Esta rubrica foi projetada tendo em conta os impostos aplicados em Portugal, que segundo a EY (2025) tem uma tendência decrescente de 1 p.p até 2028 e que tende a estabilizar a partir de 2028, tem em conta a taxa aplicada de derrama máxima no país, segundo o Diário da República (2025a) e a taxa de derrama municipal, segundo o Diário da República (2025b) que é um imposto que se aplica adicional ao IRC em Portugal, aplicado sobre os lucros tributados superiores a 1,5 milhões de euros, neste caso, para este estudo, foi aplicado a taxa mínima de 3%.

Tabela 9 Taxa de Imposto Previsional JMT

	Previsional				
	2026	2027	2028	2029	2030
TAXA DE IMPOSTO	19%	18%	18%	17%	17%
TAXA DE DERRAMA	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
TAXA DE DERRAMA MUNICIPAL	3%	3%	3%	3%	3%
TOTAL	23,5%	22,5%	22,5%	21,5%	21,5%

Fonte: EY(2025), Diário da República (2026a; 2026b)

4.1.8 Variação das necessidades Fundo Maneio (Δ Working Capital Needs)

No que respeita às necessidades de fundo maneio, na Tabela 10, foram calculados os valores históricos do período analisado com base na diferença entre inventários, clientes e outras contas a receber e fornecedores e outras contas a pagar, conforme a metodologia descrita por Rosenbaum J. e Pearl J. (2013). Obteve-se a relação histórica entre o fundo maneio face às vendas, a qual serviu de base para a projeção dos anos seguintes. Na Tabela 11, a variação das necessidades de fundo maneio que é utilizada no cálculo do *Free Cash Flow*, foi obtida pela diferença entre o valor das necessidades de fundo maneio no início e final do período projetado neste estudo.

Conforme é característico neste setor, verifica-se que o fundo maneio apresenta um saldo negativo, o que constitui uma vantagem para a empresa, visto que a Jerónimo Martins recebe a pronto dos clientes e beneficia de prazos de pagamento alargados aos fornecedores. Os dados podem ser verificados no Anexo II e Anexo III, dos quais foram extraídos de Jerónimo Martins (2026).

Tabela 10 Cálculo do fundo maneio da JMT e sua média histórica

	Histórico Necessidades Fundo Maneio					Média
	2021	2022	2023	2024	2025	
Clientes	52	66	72	75	78	
Inventários	1108	1493	1790	1997	2248	
Estado e outros entes públicos	32	44	97	110	184	
Outros créditos a receber	214	208	245	256	282	
Acréscimos e Diferimentos	403	549	656	792	833	
Necessidades fundo maneio (1)	1 809	2 360	2 860	3 230	3 625	
Fornecedores	4048	5001	5748	5832	6552	
Estado e outros entes públicos	182	177	260	221	235	
Outras dívidas a pagar	12	16	18	31	39	
Diferimentos	643	754	881	861	914	
Recursos Fundo Maneio (2)	4 272	4 885	5 948	6 907	6 945	
Fundo Maneio= (1-2)	(3 076)	(3 588)	(4 047)	(3 715)	(4 115)	
WK (% VN)	14,7%	14,1%	13,2%	11,1%	11,4%	12,9%

Fonte: Jerónimo Martins (2026)

Tabela 11 Projeção da variação do fundo maneio JMT

	Previsional				
	2026	2027	2028	2029	2030
Fundo Maneio	(4 979)	(5 329)	(5 524)	(5 572)	(5 934)
Δ WORKING CAPITAL NEEDS	(464)	(351)	(194)	(201)	(209)

Fonte: Elaboração Própria

4.1.9 CAPEX

No que diz respeito ao Capex, foi calculado para cada ano do período de 2021-2025 o investimento em ativos fixos, considerando os ativos de direitos de uso reconhecidos ao abrigo da norma IFRS 16 e a soma das depreciações e amortizações. A inclusão dos direitos de uso é particularmente relevante no setor a retalho alimentar, onde a atividade dos contratos de arrendamento de espaços comerciais é intensiva e a sua exclusão afetaria a avaliação da empresa e comprometeria a coerência do modelo. De seguida, foi realizada a variação dos resultados da soma dos ativos e depreciações e amortizações entre cada período do ano 2022-2025, sendo que o ano de 2021, foi utilizado como base para a variação do ano de 2022.

Realizado o cálculo do CAPEX, conforme a Tabela 12, foi calculado a relação histórica entre o Capex e as vendas, dando uma média histórica de 6,3% das suas vendas, que serviu de base para a projeção do período 2026-2030.

O crescimento do CAPEX, na Tabela 13, é projetado e justificado pelo investimento que a Jerónimo Martins se encontra a realizar na sua expansão para novos mercados a nível europeu na Eslováquia e Chéquia, na Colômbia na expansão da sua Insígnia e em Marrocos. O relatório de contas de 2025, segundo Jerónimo Martins (2025a) refere que existiu um programa de investimento de 1,2M€, que serve de validação para a premissa adotada.

Tabela 12 Cálculo Capex JMT e sua média histórica

€Milhões	2021	2022	2023	2024	2025	Média
Ativo fixo tangível (1)	3 993	4 340	5 253	5 590	6 146	
Ativo fixo intangível (2)	757	755	790	795	813	
Direitos Uso (3)	2 248	2 526	3 198	3 676	4 001	
Capital Fixo 4=1+2+3	6998	7621	9241	10061	10960	
Depreciações e amortizações	745	785	902	1 043	1 142	
CAPEX		1405	2522	1863	2041	
% CAPEX/VENDAS		5,5%	8,2%	5,6%	5,7%	6,3%

Fonte: Jerónimo Martins (2026)

Tabela 13 Projeção CAPEX ao longo do período analisado

€ Milhões	2026	2027	2028	2029	2030
Vendas (1)	38525	41238	42742	44300	45916
Média (2)	6%	6%	6%	6%	6%
CAPEX (1*2)	2 409	2 579	2 673	2 770	2 872

Fonte: Elaboração própria

4.1.10 Free Cash Flow

De acordo com a revisão de literatura do presente *Equity Research*, Rosenbaum J. e Pearl J. (2013) mencionam que o *Free Cash Flow* deve ser projetado para um horizonte mínimo de 5 anos e que se calcula através da seguinte fórmula mencionada por Damodaran (2025) e Rosenbaum J. e Pearl J. (2013):

Equação 36 Cálculo FCFF metodologia

$$\text{FCFF} = \text{EBIT}(1 - \text{Taxa de Imposto}) + \text{Depreciação} - \text{CAPEX} - \Delta \text{Working capital needs}$$

4.1.11 Taxa de crescimento

A taxa de crescimento na perpetuidade (g) adotada neste trabalho foi de 2%, tendo-se tido por base as projeções macroeconómicas do Banco de Portugal publicadas no boletim Económico de dezembro de 2025 (Banco de Portugal, 2025), que fixa a taxa de inflação a partir de 2028 em 2%, em linha com o objetivo do Banco Central Europeu para a zona euro. Deste modo, a taxa de nominal de 2% é igualmente coerente com o WACC nominal utilizado no modelo, e conforme Damodaran (2006,2011, 2025) defende: a empresa não pode crescer mais do que a taxa de crescimento da economia em que opera.

4.1.12 Custo Médio Ponderado de Capital (WACC)

O custo médio ponderado de capital (WACC) foi calculado no Apêndice III, através da fórmula que combina o custo do capital (Ke) e o custo da dívida após imposto (Kd), ponderados pelas respetivas proporções na estrutura de financiamento a valor de mercado, que é referida por Rosenbaum J. e Pearl J. (2013):

Equação 37 Cálculo WACC metodologia

$$WACC = \left(\left(\frac{E}{E + D} \right) * k_e \right) + \left(\left(\frac{D}{E + D} \right) * k_d \right) * (1 - t)$$

Antes do cálculo do Ke e do Kd, foram determinados a taxa isenta de risco (Rf) e o prémio de risco de mercado (ERP). Considerou-se Rf de 3,14%, que corresponde às obrigações de tesouro portuguesa a 10 anos, conforme o Banco de Portugal (2026b). A utilização desta taxa isenta de risco justifica-se pela empresa estar cotada na Euronext Lisboa. O ERP adotado (diferença entre o risco de mercado e a taxa isenta de risco) é de 5,782%, extraído da base dados para a zona euro de Damodaran (2026).

Calculou-se também a capitalização bolsista da empresa, segundo os dados publicados a 31/12/2025, no relatório de contas de 2025, conforme apresentação no Apêndice I, sendo que a cotação a 31/12/2025 era de 20,26€ e o número de ações acima de 629M de ações, totalizando uma capitalização bolsista cerca de 12.750M€. Foi determinado a valores de mercado, o peso de capital próprio de cerca de 79,4% e dívida de 20,6% de dívida financeira.

O beta desalavancado utilizado foi também extraído da base de dados de Damodaran (2026) para o setor a retalho da zona euro, tendo sido depois realavancado, conforme se pode ver no Apêndice III, segundo a fórmula de CFI (2025):

$$\beta_e = \beta_u * ((1 + (1 - \text{taxa de imposto}) * \frac{D}{E})$$

Obteve-se um beta alavancado de 0,90, o que indica que a ação tem uma sensibilidade ao mercado inferior a 1, ou seja, por cada variação de 1%, a ação varia 0,90%, consistente com o setor defensivo que a ação representa.

Após determinados os parâmetros, no Apêndice III, calculou-se o Ke, utilizou-se o modelo CAPM, conforme recomendado por Damodaran (2025) e Koller (2020):

$$E(R) = R_f + \beta_e (E(R_m) - R_f)$$

Onde Rf e o ERP, fixou-se em 3,14% e de 5,78%, conforme acima mencionado respetivamente. Obteve-se o rácio de custo do capital próprio de 8,4%.

O Kd, calculado no Apêndice II, apurou-se com base na média histórica da euribor, segundo Euribor-rastes.eu, a 12 meses de 1,659%, acrescida do spread implícito apurado a partir dos encargos financeiros históricos do grupo de 5,2%, ajustou-se depois pela euribor de 2026. O Kd da dívida, calculado após imposto de 23,50 %, no Apêndice III foi de 4,58%, beneficiando do efeito fiscal da dívida, conforme referido por Koller (2020). Após o cálculo de todos os parâmetros, conforme Apêndice III, o WACC calculado foi de 7,574893%.

4.1.13 Valor Terminal

O valor terminal (TV), calculado no Apêndice IV, exigiu um ajuste decorrente do tratamento da IFRS 16 que se adotou neste modelo. A inclusão dos direitos de uso no CAPEX, durante o período de projeção deste trabalho resulta num CAPEX superior às depreciações e amortizações, uma vez que a Jerónimo Martins se encontra em expansão. Ao aplicar a fórmula convencional equivaleria a assumir que a empresa manteria o nível de investimento na fase de perpetuidade, o que não seria consistente.

Na fase de perpetuidade, o CAPEX converge para as depreciações e amortizações, pelo que se calculou pelo NOPAT normalizado de 2030, em detrimento do FCF de 2029 e aplicou-se a seguinte fórmula:

$$TV = \frac{NOPAT_{2030} * (1 - \frac{g}{ROIC})}{WACC - g}$$

4.1.14 Enterprise Value

Para calcular o *Enterprise Value*, conforme se verifica no Apêndice IV, procedeu-se a atualização dos *Free Cash Flow* projetados de 2026 a 2030 pelos respetivos fatores de desconto, calculados com base no WACC de 7,58%, ao qual se adicionou o valor terminal calculado e igualmente atualizado ao momento presente, conforme descrito por Damodaran (2025) e Rosenbaum J. e Pearl J. (2013)

4.1.15 Valor do Capital Próprio

Por último, para obter o valor do Capital Próprio e seguindo a metodologia de Damodaran (2025) e Rosenbaum J. e Pearl J. (2013), ao *Enterprise Value* foram subtraídas a dívida financeira líquida e os interesses minoritários, ambos reportados no relatório e contas de 2025, segundo Jerónimo Martins (2026b). Foi obtido um valor de capital próprio de cerca de 12.807 M€ de euros, o qual, dividido pelo número de ações em circulação de 629.293.220, resulta num valor por ação de 20,35€, conforme se pode verificar no Apêndice IV.

4.2 Modelo Valor Económico Adicionado EVA

4.2.1 Capital Investido

O capital investido, foi projetado em duas formas distintas: uma primeira, como se pode verificar na Tabela 14, o cálculo do capital investido em 2026 de 7.028M€:

Tabela 14 Cálculo Capital Investido em 2025

€ Milhões	Capital Investido 2026
	2025
Total Ativo Não correntes 1	11452
Partes capital em joint ventures 2	128
Outros investimentos financeiros 3	25
Devedores, acréscimos e diferimentos 4	48
impostos diferidos 5	267
Existências 6	2248
Ativos biológicos 7	27
Instrumentos financeiros derivados 8	0
Outros devedores não correntes 9	44
Cientes Comerciais 10	78
Outros devedores corrente 11	238
Outros Credores Comercias Não Corrente 12	2
Fornecedores 13	5433
Outros Credores Comercias Corrente 14	508
Credores Comerciais não comerciais Corrente 15	609
Responsabilidades em contratos com clientes 16	36
Responsabilidades em reembolsos a clientes 17	3
Capital Investido 2025	7028
18=1-2-3-4-5+6+7+8+9+10+11+12-13-14-15-16-17	

Fonte: Jerónimo Martins (2026)

Num segundo momento em que se projeta para os anos seguintes até 2030, tem em conta o capital investido do ano anterior e a suas depreciações e amortizações, CAPEX e variação do Working Capital Needs, conforme Tabela 15, em ambos os momentos considera-se os direitos de uso reconhecidos ao abrigo da IFRS 16 e em linha com o método DCF:

Tabela 15 Projeção Capital Investido 2026-2029

€ Milhões	2027	2028	2029	2030
Capital Investido ano N-1 (1)	7028	7749	8668	9788
Depreciações e Amortizações N-1 (2)	1 224	1310	1358	1408
CAPEX N-1 (3)	2 409	2579	2673	2770
Δ WORKING CAPITAL NEEDS N-1 (4)	(464)	(351)	(194)	(201)
Capital Investido 5=1-2+3+4	7 749	8 668	9 788	10 950

Fonte: Elaboração Própria

4.2.2 NOPAT e ROIC

O NOPAT, calculado no Apêndice V, teve como base o EBIT projetado no Anexo I ajustado pela taxa de imposto efetiva de cada período, conforme a metodologia descrita por Damodaran (2025):

Equação 41 Cálculo NOPAT metodologia

$$NOPAT = EBIT(1 - T)$$

O ROIC, calculado no Apêndice V, apurou-se pelo rácio entre o NOPAT e o capital investido em cada período da projeção 2026-2030. Verifica-se um ROIC projetado superior ao WACC, existe assim criação de valor.

4.2.3 EVA e o Valor de Mercado Adicionado

O EVA calculado na projeção de 2026-2030, no Apêndice V, é calculado através da seguinte fórmula, conforme Fernández (2002):

Equação 42 Cálculo EVA metodologia

$$EVA = (ROIC - WACC) * CAPITAL INVESTIDO$$

O Valor de Mercado Adicionado (MVA), detalhado no Apêndice V, foi obtido através da projeção do EVAs projetados de 2026-2030, atualizado pelos respetivos fator de desconto, os mesmos utilizados no DCF, garantindo a consistência dos métodos. Posteriormente, calculou-se o Valor Residual EVA, tendo por base o cálculo do capital investido na fase de perpetuidade, no valor de 12.153M€. Este serviu de base para o cálculo do valor residual na perpetuidade, que foi apurado no valor de 524M€, obtido pela multiplicação entre o Capital Investido na perpetuidade e a diferença entre o ROIC e o WACC. Este foi capitalizado pela divisão da diferença entre o WACC e o g, obtendo-se

um valor residual de 9.399M€.

Após o cálculo do valor residual, adicionou-se a tabela do cálculo do MVA, tendo também ajustado ao valor presente. A soma de todos os EVAs ajustados e do valor residual ajustado originou um MVA de 9.076M€.

4.2.4 *Enterprise Value* e valor por ação

O *Enterprise Value* foi obtido pela soma do Capital investido inicial de 7.028M€ com o valor MVA de 9.076M€, tendo sido obtido um total de 16.104 M€, conforme apresentado no Apêndice V.

Importa referir que, no valor residual na perpetuidade, calculado com base no capital investido na perpetuidade no valor de 12.153M€, já se encontra devidamente incorporado e descontado no cálculo do MVA.

O valor por ação obtido no Apêndice V, foi obtido através da subtração ao *Enterprise Value* da dívida financeira líquida e nos interesses minoritários, dividindo-se *a posteriori* pelo número de ações em circulação no mercado e obteve-se o valor de 19,96€.

4.3 Avaliação Relativa: Múltiplos

4.3.1 Seleção de Empresas Comparáveis

A avaliação de múltiplos, calculados no Apêndice VI, segue a metodologia descrita da revisão de literatura por Koller (2020) e Rosenbaum J. e Pearl J. (2013), que implica a identificação de um conjunto de empresas comparáveis à empresa analisada, tendo em conta o setor e o modelo de negócio.

Neste sentido, foram selecionadas cinco empresas do setor a retalho alimentar europeu, que partilham o mesmo modelo de negócio e elevado volume de vendas, semelhante à Jerónimo Martins: Tesco PLC (Reino Unido), a Carrefour SA (França), o Ahold Delhaize (Países Baixos), o Colruyt Group (Bélgica) e a Dino Polska (Polónia). A inclusão desta última, justifica-se pela sua presença no mercado polaco, sendo que este representa 72% das vendas da Jerónimo Martins.

4.3.2 Recolha dos Múltiplos das Empresas Comparáveis

A recolha dos múltiplos de mercado das empresas selecionadas, que se pode encontrar no Apêndice VI, foi efetuada através da plataforma Yahoo Finance (2026). Os

múltiplos recolhidos coincidem com os descritas na revisão de literatura:

- Múltiplos de resultados- P/E
- Múltiplos de valor contabilístico-P/BV
- Múltiplo de receita-EV/EBITDA, EV/VENDAS e P/S

Na plataforma Yahoo Finance as empresas foram pesquisadas pelos seguintes tickers:

- Tesco PLC-TSCO.L
- Carrefour SA-CA.PA
- Ahold Delhaize-AD.AS
- Colruyt Group-COLR.BR
- Dino Polska-DNP.WA

De seguida, calculou-se a mediana dos múltiplos das empresas comparáveis, de forma a obter um valor representativo do setor para cada múltiplo.

4.3.3 Cálculo dos múltiplos da Jerónimo Martins e Valor por ação

Para o cálculo de cada múltiplo da Jerónimo Martins, conforme se pode verificar no Apêndice VI, seguiram-se os seguintes passos:

1. Foi identificada a variável financeira de cada múltiplo nas demonstrações financeiras da Jerónimo Martins;
2. Calculou-se o valor do múltiplo para cada, sendo que:
 - P/E-Valor da Variável a multiplicar pela mediana do setor, dividindo pelo número de ações;
 - P/BV-Capitalização bolsista a dividir pelo valor contabilístico;
 - EV/EBITDA-EV a dividir pelo EBITDA;
 - EV/SALES- EV a dividir pelas vendas;
 - P/S-Capitalização bolsista a dividir pelas vendas;
3. Determinou-se o valor do capital próprio para cada múltiplo, onde no P/E, P/BV e P/S teve-se por base a multiplicação de cada valor da variável pelo valor do múltiplo e no EV/EBITDA E EV/SALES teve-se por base a diferença entre o EV e soma da dívida financeira líquida e os interesses minoritários
4. Para cada variável foi determinado o *Enterprise Value*, onde no P/E, P/BV E P/S

teve-se por base a adição ao capital próprio de cada múltiplo a dívida financeira e os interesses minoritários da Jerónimo Martins e para o EV/EBITDA E EV/SALES teve-se por base a multiplicação de cada valor da variável pelo valor do múltiplo.

5. Determinou-se o valor de ação para cada variável, com base na divisão do valor do capital próprio pelo número de ações;
6. Realizou-se a média dos múltiplos da Jerónimo Martins, tendo sido obtido o resultado do valor da ação de 19,88€.

CAPÍTULO V— ANÁLISE DE RESULTADOS

Na análise de resultados, abordar-se-á o resumo dos resultados obtidos em cada método desta avaliação, bem como a análise de sensibilidade de cada método, onde se testou a influência das variáveis WACC e g nos respetivos modelos DCF e EVA.

Do ponto de vista dos fundamentos, a análise histórica da Jerónimo Martins e as projeções elaboradas evidenciaram que a Jerónimo Martins apresenta o perfil de uma empresa sólida e madura, enquadrando-se num setor de carácter defensivo e resiliente. A empresa caracteriza-se por um crescimento consistente em vendas, uma margem EBITDA estável e uma empresa que continua a criar valor, onde o ROIC supera o WACC. A Jerónimo Martins apresenta também uma boa gestão ao longo destes anos, prudente e estruturada, onde o endividamento e o rácio de dívida líquida/EBITDA mantêm-se controlados e em linha com o crescimento operacional do grupo.

Quanto à análise dos métodos propriamente em si, conforme se pode observar na Tabela 16, os três métodos convergem na conclusão de que a ação da Jerónimo Martins se encontra em linha com o preço de mercado a 31 de dezembro de 2025. O método que se revelou mais próximo a 31/12/2025 era o método de avaliação intrínseca DCF.

Tabela 16 Resumo dos valores por ação da JMT de cada método

valuation	Sobreavaliado/subavaliado	
DCF	20,35 €	0,5%
EVA	19,96 €	-1,5%
MULTIPLE	19,88 €	-1,9%
PREÇO DA AÇÃO	20,26 €	
Média	20,06 €	

Fonte: Elaboração Própria

A convergência entre os modelos DCF-FCFF e o EVA constitui um indicador robusto da avaliação. Estes dados confirmam a equivalência teórica das duas abordagens de avaliação intrínseca quando as premissas são consistentes e partilhadas por ambos os modelos. O Modelo EVA acrescenta ainda a perspetiva de criação de valor económico quando evidencia que a empresa apresenta um ROIC consistentemente superior ao WACC ao longo de todo o período, gera assim valor para os acionistas.

Na avaliação por múltiplos verifica-se que os rácios P/E e P/BV da Jerónimo Martins encontram-se acima das comparáveis, os restantes EV/EBITDA, O EV/SALES e o P/S, se situam abaixo da mediana do grupo de empresas comparáveis. A diferença que a empresa *Dino Polska* apresenta face aos outros pares pode ser explicado pela diferença

da maturidade do negócio e ao seu processo de desenvolvimento de negócio face aos concorrentes. Reitera-se que a avaliação dos múltiplos deve ser interpretada como uma análise complementar e não como uma estimativa isolada do valor intrínseco da empresa.

Quanto à análise de sensibilidade, considerada indispensável na avaliação de empresa, na medida que permite testar a robustez do valor por ação de cada método, face a variações das duas variáveis mais críticas como o WACC e a taxa de crescimento (g).

Tabela 17 Análise Sensibilidade DCF

Análise de sensibilidade wacc/g-DCF					
20,35 €	1,20%	1,60%	2,00%	2,40%	2,80%
6,57%	24,22 €	25,56 €	27,12 €	28,98 €	31,21 €
7,07%	21,23 €	22,24 €	23,41 €	24,77 €	26,38 €
7,57%	18,69 €	19,47 €	20,35 €	21,37 €	22,54 €
8,07%	16,57 €	17,18 €	17,86 €	18,63 €	19,50 €
8,57%	14,73 €	15,21 €	15,73 €	16,31 €	16,98 €

Fonte: Elaboração Própria

Na Tabela 17, na análise de sensibilidade do modelo DCF-FCFF, indica que num cenário mais adverso, onde o WACC é de 8,57% e a taxa de crescimento é de 1,2%, o valor de ação será o mínimo de 14,73€ e um máximo de 31,21€, no cenário mais favorável onde o WACC é de 6,57% e a taxa de crescimento de 2,80%. Importa salientar uma maior sensibilidade à variação do WACC, do que à variação da taxa de crescimento g. Isto confere robustez à análise ao DCF pelo facto de o preço estar em linha com o da ação, devido ao facto de o preço da ação do método DCF ficar inferior ao seu valor da ação em doze das vinte e cinco combinações.

Tabela 18 Análise Sensibilidade EVA

Análise de sensibilidade wacc/g-EVA					
19,96 €	1,20%	1,60%	2,00%	2,40%	2,80%
6,57%	22,63 €	23,81 €	25,19 €	26,84 €	28,83 €
7,07%	20,38 €	21,28 €	22,33 €	23,55 €	25,01 €
7,57%	18,46 €	19,16 €	19,96 €	20,88 €	21,96 €
8,07%	16,86 €	17,41 €	18,02 €	18,73 €	19,54 €
8,57%	15,46 €	15,88 €	16,36 €	16,90 €	17,52 €

Fonte: Elaboração própria

Na Tabela 18, na análise da sensibilidade do modelo EVA, revela um perfil de

sensibilidade semelhante ao DCF, o que evidencia a coerência dos modelos entre si. Também revela uma maior sensibilidade ao WACC do que ao g , à semelhança do DCF-FCFF, o preço da ação só ficaria inferior em doze das vinte e cinco combinações, o que demonstra mais uma vez que o preço da avaliação encontra-se em linha com o de mercado a 31/12/2025.

Neste caso, no cenário mais favorável, o preço da ação atingiria o máximo de 28,83€, onde o WACC seria de 6,57% e o g 2,80% e no cenário mais pessimista a cotação seria 15,46€, onde o WACC seria de 8,57% e o g de 1,20%.

Por último, importa reconhecer as limitações inerentes deste trabalho que incide sobre as avaliações estarem sujeitas a premissas sensíveis, que podem impactar os resultados da sua avaliação, inclui também variações macroeconómicas. No que respeita ao método de avaliação relativa, a escolha do conjunto de empresas comparáveis que foram seleccionadas pode também impactar a análise deste método.

CAPÍTULO VI – CONCLUSÃO EQUITY RESEARCH

O presente *Equity Research* teve como objetivo central desenvolver uma avaliação fundamental da Jerónimo Martins, com recurso a três metodologias de avaliação de empresas, o DCF-FCFF, o EVA e a avaliação por múltiplos de mercado, de forma a determinar o valor intrínseco da empresa, a aferir a sua sobreavaliação ou subavaliação e testar a hipótese de qual dos modelos se aproxima mais da cotação a 31 de dezembro de 2025, e responder às hipóteses H1, H2 e H3 definidas neste trabalho.

Em resposta à hipótese H1, este trabalho revelou que o modelo DCF, no âmbito da avaliação intrínseca, foi o que apresentou o valor mais próximo do preço de mercado observado, com um desvio de apenas 0,5%. Contudo, o alinhamento dos três métodos de avaliação, com desvios residuais face à cotação de 20,26€, sugere que o mercado incorporou de forma relativamente eficiente o valor fundamental da empresa nessa data.

Determinou-se que o valor intrínseco médio da Jerónimo Martins, que é de 20,06€ e que a empresa se encontra em linha face à cotação do mercado de 20,26€, ou seja, respondendo à hipótese H2 a empresa a 31/12/2025 cotava ao valor intrínseco da ação.

Os resultados observados revelaram-se coerentes com a natureza de cada metodologia. O modelo de avaliação por múltiplos refletiu o sentimento atual do mercado, enquanto os modelos de avaliação intrínseca captaram o valor fundamental da empresa com base nas projeções efetuadas, sendo naturalmente mais sensíveis às premissas assumidas relativamente ao crescimento, à rentabilidade e ao custo de capital. Em resposta à hipótese H3, os modelos DCF e EVA convergiram entre si, com valores de 20,35€ e 19,96€ respetivamente, confirmando a equivalência teórica entre as duas metodologias quando assentes nas mesmas premissas.

Espera-se que o trabalho desenvolvido nesta dissertação contribua para demonstrar que uma avaliação rigorosa de uma empresa não pode assentar apenas num indicador ou num método de avaliação, mas sim na articulação de vários métodos de avaliação, com a análise da estratégia da empresa e sua estrutura de *governance*, em linha com a revisão de literatura.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Arzac. E. (2005). Valuation for mergers, buyouts, and restructuring. John Wiley and Sons, Inc. <https://archive.org/details/valuationformergOO000enri>

Banco de la República Colômbia (2025) Informe de política monetária outubro 2025 <https://www.banrep.gov.co/es/publicaciones-investigaciones/informe-politica-monetaria/octubre-2025> (acedido a 21/02/2026)

Banco de la República Colômbia (2026a) Série estadísticas históricas de Colombia. Tasas de interés <https://www.banrep.gov.co/es/estadisticas-economicas/series-estadisticas-historicas-colombia> (acedido a 28/02/2026)

Banco de Portugal (2025) Boletim Económico- Dezembro 2025 <https://www.bportugal.pt/publicacao/boletim-economico-dezembro-2025> (acedido a 22/03/2026)

Banco de Portugal (2026) Taxas de juro https://bpstat.bportugal.pt/arvore/Taxas_juro/Taxas_oficiais (acedido a 28/02/2026)

Banco de Portugal (2026b) Taxa de rendibilidade de obrigações do Tesouro com taxa fixa e prazo residual de 10 anos-mensal <https://bpstat.bportugal.pt/serie/12099464> (acedido a 22/03/2026)

CFI. (2025). Beta - What is Beta (β) in Finance? Guide and Examples. In Chartered Finance Institute. <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/what-is-beta-guide/>

DANE (2026a) Cuentas nacionales anuales <https://www.dane.gov.co/index.php/estadisticas-por-tema/cuentas-nacionales/cuentas-nacionales-anuales> (acedido a 21/02/2026)

DANE (2026b) Índice de precios al consumidor <https://www.dane.gov.co/index.php/estadisticas-por-tema/precios-y-costos/indice-de-precios-al-consumidor-ipc/ipc-informacion-tecnica#variaciones> (acedido a 21/02/2026)

DANE (2026c) Mercado Laboral <https://www.dane.gov.co/index.php/estadisticas-por-tema/mercado-laboral/empleo-y-desempleo> (acedido a 28/02/2026)

DANE (2026d) Encuesta mensual de comercio

<https://www.dane.gov.co/index.php/estadisticas-por-tema/comercio-interno/encuesta-mensual-de-comercio-emc/encuesta-mensual-de-comercio-emc-historicos>

(accedido a 11/05/2026)

DANE(2026e) Comunicado de prensa

<https://www.dane.gov.co/files/operaciones/PIB/cp-PIB-IVtrim2025.pdf>

(accedido a 20/05/2026)

Damodaran, A. (1999). The Dark Side of Valuation.

<https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/HighGrow.pdf>

Damodaran, A. (2011). Damodaran on Valuation Security Analysis for Investment and Corporate Finance. John Wiley and Sons

Damodaran, A. (2006). Valuation approaches and metrics: A survey of the theory and evidence. in Foundations and Trends in Finance <https://doi.org/10.1561/05000000013>

Damodaran, A. (2008). What is the riskfree rate? A Search for the Basic Building Block. <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/riskfreerate.pdf>

Damodaran, A. (2012). Investment Valuation - Tools and Techniques for Determining the Value of any Asset. John Wiley and Sons, Ed. (3rd ed.)

Damodaran, A. (2024). *The little book of evolution Revision Update* (John wiley and sons Inc, Ed.).

https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/littlebook/intrinsicvsrelative.htm

Damodaran, A. (2025). Investment Valuation, University Edition: Tools and Techniques for Determining the Value of any Asset. John Wiley and Sons, Ed. (4th ed.).

Damodaran, A. (2026) Data Current

https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html

(Acedido a 28/03/2026)

Deloitte (2025) Global Powers of Retailing 2025

<https://www.deloitte.com/pt/pt/Industries/retail/research/global-powers-of-retailing.html>

(Acedido a 18/01/2026)

Diário da República (2026a) Derrama Municipal

<https://diariodarepublica.pt/dr/lexionario/termo/derrama-municipal>

(Acedido a 22/03/2026)

Diário da República (2026b) Derrama Estadual

<https://diariodarepublica.pt/dr/lexionario/termo/derrama-estadual>

(Acedido a 22/03/2026)

Euribor-rastes.eu Taxas Euribor 12 meses

<https://www.euribor-rates.eu/pt/taxas-euribor-actuais/4/euribor-taxa-12-meses/>

(acedido a 22/03/2026)

Eurostat (2025) Visão geral do índice de volume do comércio retalhista

[https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-](https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Retail_trade_volume_index_overview&ettrans=pt)

[explained/index.php?title=Retail_trade_volume_index_overview&ettrans=pt](https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Retail_trade_volume_index_overview&ettrans=pt) (acedido a 28/02/2026)

Eurostat (2026a) Taxa de crescimento do PIB real

<https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/tec00115/default/table?lang=en> (acedido a 10/05/2026)

Eurostat (2026b) IHCP dados anuais (índice médio e taxa de variação)

https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/prc_hicp_a/nd/default/table?lang=en&category=prc.prc_hicp.prc_hicp_ecoicop1 (acedido a 28/02/2026)

Eurostat (2026c) Faturamento e volume de vendas no comércio atacado e retalhista

https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/sts_trtu_a/default/table?lang=en

(acedido a 28/02/2026)

Eurostat (2026d) Indicador de confiança do consumidor e resultados de pesquisa-dados mensais

https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/ei_bsc_m_custom_20311073/default/table (acedido a 28/02/2026)

Eurostat (2026e) Taxas de Câmbio

https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/ert_bil_eur_a/default/table?lang=en

(acedido a 28/02/2026)

Eurostat (2025f) Visão geral do índice de volume do comércio retalhista

[https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-](https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Retail_trade_volume_index_overview&ettrans=pt)

[explained/index.php?title=Retail_trade_volume_index_overview&ettrans=pt](https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Retail_trade_volume_index_overview&ettrans=pt) (acedido a 11/05/2026)

EY (2025) A Taxa de IRC vai descer

https://www.ey.com/pt_pt/insights/tax/a-taxa-de-irc-vai-descer

(Acedido a 22/03/2026)

Farrell, J. L. (1985). The Dividend Discount Model: A Primer. Financial Analysts Journal, 41(6), 16–25. <https://doi.org/10.2469/faj.v41.n6.16>

Fedesarrollo (2026) Encuesta de Opinión del Consumidor

<https://www.fedesarrollo.org.co/p/publicaciones/encuesta-opinion-del-consumidor> (acedido a 28/02/2026)

Fundo Monetário Internacional (FMI) (2025) World Economic Outlook: Global Economy in Flux, Prospects Remain Dim
<https://www.imf.org/en/publications/weo/issues/2025/10/14/world-economic-outlook-october-2025>(acedido a 16/05/2026)

Fernández, P. (2002). Valuation Methods and Shareholder Value Creation (California: Academic Press, Ed.).

Fernández, P. (2025). WACC: Definition, Misconceptions and Errors. SSRN Electronic Journal. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1620871>

Fuller, R. and Hsia, C. C. (1984). A Simplified Model for Estimating Stock Prices of Growth Firms. Financial Analyst Journal, 40(5), 49-56.
<https://doi.org/10.2469/faj.v40.n5.49>

Goedhart, M., Koller, T., and Wessels, D. (2005). The right Role for Multiples in Valuation. McKinsey on Finance, 15, 7–11. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=805166>

Gordon, M. J. (1963). Optimal investment and financing policy. *The Journal of Finance*, 18(2), 264-272. <https://doi.org/10.2307/2977907>

Gordon, M. J., & Shapiro, E. (1956). Capital equipment analysis: the required rate of profit. *Management science*, 3(1), 102-110. <https://doi.org/10.1287/mnsc.3.1.102>

Instituto Nacional de Estatística (INE) (2026) Base de Dados
https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_indicadores&contecto=pi&indOcorrCod=0012136&selTab=tab0 (acedido a 28/02/2026)

Investing.com (2026) <https://www.investing.com/> (acedido a 17/02/2026)

Jerónimo Martins. (2025a). A nossa História. Jerónimo Martins.
<https://www.jeronimomartins.com/pt/sobre-nos/quem-somos/a-nossa-historia/>
 (acedido a 11/10/2025)

Jerónimo Martins. (2025b). Where we are. Jerónimo Martins.
<https://www.jeronimomartins.com/pt/sobre-nos/onde-estamos/>
 (acedido a 11/10/2025)

Jerónimo Martins (2026) Resultados Financeiros
<https://www.jeronimomartins.com/pt/investidor/resultados-financeiros/>
 (acedido a 18/01/2026)

Jerónimo Martins (2026b) Relatório e Contas de 2025

<https://www.jeronimomartins.com/wp-content/uploads/01-DOCUMENTS/Investor/Reports/AG26/RelatorioeContasJeronimoMartins2025nonESE F.pdf>

(acedido a 27/04/2026)

Kaizen Institute. (2025). Tendências globais do retalho em 2026: a reinvenção do setor.

<https://kaizen.com/pt/insights-pt/tendencias-globais-retalho-2026/>

(acedido a 18/01/2026)

Koller, T. ,Goedhart M. and W. D. (2020). Valuation-Measuring and managing the value of companies. John Wiley and Sons, Ed. (7th ed).

Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American economic review*, 46(2), 97-113.

Malkiel, B. G., and Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2). 383-417

<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1970.tb00518.x>

Mckinsey and EuroCommerce (2025) The State of Grocery Retail 2025

<https://www.eurocommerce.eu/app/uploads/2025/04/250407-online-the-state-of-grocery-retail-europe-2025-final.pdf>

(acedido a 18/01/2026)

Miles, J. A., and Ezzell, J. R. (1980). The weighted average cost of capital, perfect capital markets, and project life: a clarification. *Journal of financial and quantitative analysis*, 15(3), 719-730. <https://doi.org/10.2307/2330405>

Miller, M. H., and Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *the Journal of Business*, 34(4), 411-433. <http://doi.org/10.1086/294442>

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, 48(3), 261-297.

Mohn E. (2025). Economic value added (EVA). <https://www.ebsco.com/research-starters/business-and-management/economic-value-added-eva>

NBP (2025) Inflation Report-November 2025

<https://nbp.pl/wp-content/uploads/2025/11/Raport-o-inflacji-ANG-listopad-2025.pdf>

(acedido a 21/02/2026)

NBP (2026) Basic Charts. Interest rates

<https://nbp.pl/en/statistic-and-financial-reporting/basic-charts/> (acedido a 28/02/2026)

- Nissim, D. (2019). Terminal value. *Columbia Business School Research Paper*, (18-12).
<https://doi.org/10.2139/ssrn.3095564>
- OCDE (2025), OCDE Economic Outlook, Resilient Growth but with Increasing Fragilities, Volume 2025/2, No 118 , ISBN 978-92-64-78880-0. (acedido a 16/05/2026)
- Ohlson, J. A. (1995). Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary accounting research*, 11(2), 661-687.
<https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1995.tb00461.x>
- Olbert, L. (2024). Financial analysts' use of industry specific stock valuation models. *Journal of Applied Accounting Research*, 26(6), 108–138.
<https://doi.org/10.1108/JAAR-11-2023-0365>
- Reports and Data. (2026) Food Grocery Retail Market. Disponível em:
<https://www.reportsanddata.com/report-detail/food-grocery-retail-market>
 (acedido a 18/01/2026)
- Rosenbaum J. and Pearl J. (2013). *Investment Banking Valuation, Leveraged Buyouts, and Mergers Acquisitions* (I. Jonh Wiley and Sons, Ed.; 2nd ed.).
- Rossi, M. (2016). The capital asset pricing model: A critical literature review. In *Global Business and Economics Review* (Vol. 18, Issue 5).
<https://doi.org/10.1504/GBER.2016.078682>
- Statistics Poland (2026) Registered unemployment
<https://stat.gov.pl/en/topics/labour-market/registered-unemployment/>
 (acedido a 28 de fevereiro de 2026)
- Stewart, G. B. (1991). *The Quest for Value*. New York: HarperBusiness
- Thomas, R. and Gup, B. E. (2010). *The valuation handbook: valuation techniques from today's top practitioners* (Vol. 480). John Wiley & Sons.
- Tuller, L. W. (2008). *The Small Business Valuation Book: Easy-to-use techniques that will help you determine a fair price, negotiate terms, minimize taxes* (A Business/Adam Media, Ed.; 2nd ed.).
- Williams, J.B. (1938) *Theory of Investment Value*, Fraser Publishing Company.
- Yahoo Finance (2026) <https://finance.yahoo.com/> (acedido a 28/03/2026)
- Zhang, C. E. (2025, February). Business Valuation Limitation: Dividend Discount Model and Free Cash Flow model. In *International Workshop on Navigating the Digital Business Frontier for Sustainable Financial Innovation (ICDEBA 2024)* (pp. 436-443). Atlantis Press. https://doi.org/10.2991/978-94-6463-652-9_46

APÊNDICES

Apêndice I – Cálculo Estrutura Capital

Dados da empresa	
Preço Mercado atual (1)	20,26 € cotação a 31/12/2025
Número ações emitidas (2)	629
Capitalização bolsista 3=1*2	12 749,48 € € MILHÕES
Divida financeira liquida	
Divida financeira (4)	5572 € MILHÕES
Caixa e Equivalentes (5)	2268 € MILHÕES
Dívida financeira líquida 6=4-5	3304 € MILHÕES
Interesses minoritários 7	238 € MILHÕES
Enterprise Value 8=3+6+7	16 291,48 € € MILHÕES

% CAPITAL PRÓPRIO 9= 3/(3+6) 79,4%

% DIVIDA FINANCEIRA =100%-9 20,6%

Apêndice II-Cálculo Taxa média Juros JMT e Kd

€ Milhões	2021	2022	2023	2024	2025	Média
Passivos não corrente						
Empréstimos Obtidos 1	347	238	280	507	519	
Responsabilidades com locações 2	1993	2248	2853	3311	3652	
Passivo Corrente						
Empréstimos Obtidos 3	113	232	485	496	731	
Responsabilidades com locações 4	394	430	530	607	670	
Divida Total 5=1+2+3+4	2 847	3 148	4 148	4 921	5 572	
Resultados Financeiros 6	(154)	(162)	(174)	(267)	(322)	
Taxa Média de Juros 7=6/5	5,4%	5,1%	4,2%	5,4%	5,8%	5,2%

	2021	2022	2023	2024	2025	Média
taxa euribor média histórica 8	-0,502%	-0,499%	3,316%	3,532%	2,448%	1,659%
spread 9=7-8	3,538%					
euribor 2026 10	2,448%					
Kd 11=10+9	5,986%					

Apêndice III-Cálculo WACC

Cálculo WACC	
taxa isenta de risco-RF	3,14%
ERP	5,78%
beta levered	
beta unlevered 2	0,75
Divida/Capital Próprio 3	25,9%
taxa de imposto 4	23,50%
beta levered $5=2*(1+3*(1-4))$	0,90
Rácio custo capital próprio	
taxa isenta de risco-RF 6	3,14%
ERP 7	5,78%
Beta Levered 5	0,90
Rácio custo capital próprio $8=6+7*5$	8,4%
Rácio custo da divida	
custo da divida após impostos 9	5,99%
taxa de imposto 10	23,50%
custo da divida após impostos $11=9*(1-10)$	4,58%
WACC	
Capital Próprio	
rácio 8	8,40%
% capital próprio 12	79,40%
KWACC $13=8*12$	6,60%
Divida	
rácio divida 11	4,58%
% divida 14	20,6%
KWACC $15=11*14$	0,94%
WACC= $13+15$	7,5749%

Apêndice IV- Discounted Cash Flow to Firm

DCF-FREE CASH FLOW TO FIRM (FCFF)					
RUBRICA	2026	2027	2028	2029	2030
VENDAS	38 525	41 238	42 742	44 300	45 916
EBITDA 1	2 738	2 931	3 037	3 148	3 263
DEPRECIAÇÕES E AMORTIZAÇÕES 2	(1 224)	(1 310)	(1 358)	(1 408)	(1 459)
EBIT 3=1+2	1 514	1 620	1 679	1 741	1 804
TAXA DE IMPOSTO 4	356	365	378	374	388
DEPRECIAÇÕES E AMORTIZAÇÕES 5	1 224	1 310	1 358	1 408	1 459
CASH FLOW OPERACIONAL 6=3-4+5	2 382	2 566	2 660	2 774	2 875
Δ WORKING CAPITAL NEEDS 7	(464)	(351)	(194)	(201)	(209)
CAPEX 8	2 409	2 579	2 673	2 770	2 872
Free cash Flow 9=6-7-8	437	338	181	205	212
TAXA CRESCIMO G 10	2,00%				
WACC 11	7,57%				
VALOR RESIDUAL 12					21 906
Fator Desconto 13	92,96%	86,41%	80,33%	74,67%	69,41%
Valor Present FCF 14=(9+12) *13	406	292	145	153	15 353
Enterprise Value = soma 14	16 349				

Valor ação	
Enterprise Value 1	16 349
Dívida Financeira Líquida 2	3304
Interesses minoritários 3	238
Valor Capital Próprio 4=1-2-3	12 807
Nºações 5	629,293
Valor por ação 6=4/5	20,35 €

Apêndice V-EVA

RUBRICA	EVA				
	2026	2027	2028	2029	2030
CAPITAL INVESTIDO 1	7028	7749	8668	9788	10950
EBIT (1-T) 2	1158	1256	1302	1366	1416
ROIC 3=1/2	16%	16%	15%	14%	13%
KWACC 4	7,57%	7,57%	7,57%	7,57%	7,57%
EVA 5=1*(3-4)	626	669	645	625	587

Valor Residual	
TAXA CRESCIMO G 1	2,00%
EBIT2025(1-T) 2	1 445
Capital Investido 2026 3	12153
ROIC 4=2/3	12%
KWACC 5	7,57%
Valor Residual2025 6=3*(4-5)	524
Valor Residual 7=6/(5-1)	9 399

RUBRICA	Market Value Added				
	2026	2027	2028	2029	2030
EVA 1	626	669	645	625	587
Valor Residual 2					9 399
Fator Desconto 3	92,96%	86,41%	80,33%	74,67%	69,41%
EVA valor presente 4=(1+2)*3	582	578	518	467	6 932
Market Value Added = soma 4	9 076				

Valor ação	
Capital Investido 2026 1	7028
Market Value Added 2	9 076
Enterprise Value 3=1+2	16104
Dívida Financeira líquida 5	3304
Interesses minoritários 6	238
Valor Capital Próprio 7=3-5-6	12562
Nºações 8	629
Valor por ação 9=7/8	19,96 €

Apêndice VI-Avaliação Múltiplos

Múltiplos de Mercado-PEERS						
Empresa	P/E	P/BV	EV/EBITDA	EV/SALES	P/S	
TESCO PLC		20,63	2,76	8,53	0,56	0,45
CARREFOUR SA		11,34	0,98	4,27	0,24	0,12
AHOLD DELHAIZE		14,97	2,55	6,95	0,55	0,4
COLRUYT GROUP		10,55	1,3	5,44	0,42	0,36
DINO POLSKA		23,62	4,6	14,92	1,18	1,17
Mediana do setor		14,97	2,55	6,95	0,55	0,40
JMT		19,44	3,87	6,57	0,45	0,35

Jerónimo Martins-múltiplos							
	VARIÁVEL	VALOR VARIÁVEL	MULTIPLE VALUE	ENTERPRISE VALUE	VALOR CAPITAL PRÓPRIO	STOCK VALUE	MÉDIA
P/E	RESULTADO LIQUIDO	656	14,97	13 362	9 820	15,61	19,88 €
P/BV	CAPITAL PRÓPRIO	3291	2,55	11 934	8 392	13,34	
EV/EBITDA	EBITDA	2480	6,95	17 236	13 694	21,76	
EV/SALES	VENDAS	35991	0,55	19 795	16 253	25,83	
P/S	VENDAS	35991	0,40	17 938	14 396	22,88	

ANEXOS

Anexo I Demonstração Resultados

€ milhões	Histórico					Previsional				
	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Vendas Consolidadas	20 889	25 385	30 608	33 464	35 991	38 525	41 238	42 742	44 300	45 916
CMVMC e VARIAÇÃO PRODUÇÃO	(16 149)	(19 760)	(23 993)	(26 133)	(28 037)	(30 013)	(32 127)	(33 298)	(34 513)	(35 771)
FSE	(1 117)	(1 458)	(1 628)	(1 771)	(1 864)	(2 071)	(2 217)	(2 298)	(2 382)	(2 469)
GASTOS COM PESSOAL	(1 864)	(2 103)	(2 531)	(2 948)	(3 265)	(3 341)	(3 576)	(3 706)	(3 842)	(3 982)
OUTROS RENDIMENTOS	52	152	146	120	142	160	171	178	184	191
OUTROS GASTOS	(225)	(362)	(436)	(501)	(486)	(522)	(559)	(579)	(600)	(622)
EBITDA	1 585	1 854	2 168	2 232	2 480	2 738	2 931	3 037	3 148	3 263
taxa crescimento		17%	17%	3%	11%					
Mg EBITDA	7,6%	7,3%	7,1%	6,7%	6,9%	7%	7%	7%	7%	7%
Depreciação	(745)	(782)	(902)	(1 043)	(1 142)	(1 224)	(1 310)	(1 358)	(1 408)	(1 459)
EBIT	840	1 071	1 266	1 189	1 338	1 514	1 620	1 679	1 741	1 804
Mg EBIT	4,0%	4,2%	4,1%	3,6%	3,7%	3,93%	3,93%	3,93%	3,93%	3,93%
Resultados Financeiros	(154)	(162)	(174)	(267)	(322)	(290)	(288)	(319)	(350)	(379)
Ganhos/Perdas em Joint Ventures e Associadas	0	0	(1)	(1)	(2)	0	0	0	0	0
Outras Perdas e Ganhos	(34)	(95)	(79)	(119)	(131)	(92)	(92)	(92)	(92)	(92)
EBT	652	814	1 012	801	883	1 133	1 240	1 268	1 300	1 334
Impostos	(168)	(207)	(239)	(195)	(225)	(266)	(279)	(285)	(279)	(287)
Resultados Líquidos	484	607	773	606	658	866	961	983	1 020	1 047
Interesses que não Controlam	(21)	(17)	(16)	(7)	(11)	(21)	(24)	(24)	(25)	(26)
Resultado Líquido atribuível a JM	463	590	756	599	646	845	938	959	995	1 021
Atribuível a:										
Interesses que não Controlam	21	17	16	7	11	21	24	24	25	26
Aos acionistas da Jerónimo Martins	463	547	828	609	656	845	938	959	995	1 021

Anexo II Balanço

€ milhões	2021	2022	2023	2024	2025
Ativo					
Ativo fixo tangível	3 993	4 340	5 253	5 590	6 146
Ativo fixo intangível	757	755	790	795	813
Propriedades de investimento	8	9	9	8	6
Direitos Uso	2 248	2 526	3 198	3 676	4 001
Ativos Biológicos	5	6	8	10	18
Partes de capital em joint ventures e associações	13	16	80	84	128
Outros investimentos financeiros	2	17	2	2	25
Devedores, acréscimos e diferimentos	57	58	59	52	48
Impostos diferidos ativos	175	201	230	246	267
Total ativos não correntes	7 256	7 928	9 629	10 463	11 452
Existências	1 108	1 493	1 790	1 997	2 248
Ativos Biológicos	7	12	19	19	27
Imposto sobre rendimento a receber	23	35	86	98	149
Devedores, acréscimos e diferimentos	479	593	829	896	914
Instrumentos financeiros derivados	1	2	6	0	0
Caixa e equivalentes de caixa	1 494	1 781	1 938	1 823	2 268
Total ativos correntes	3 112	3 917	4 668	4 834	5 606
Total Ativo	10 368	11 845	14 297	15 297	17 058
Capital Próprio e passivo					
Capital	629	629	629	629	629
Prémios de emissão	22	22	22	22	22
Ações próprias	(6)	(6)	(6)	(6)	(6)
Outras reservas	(140)	(183)	(110)	(99)	(89)
Resultados retidos	1 773	1 869	2 278	2 460	2 734
	2 278	2 331	2 814	3 006	3 291
Interesses que não controlam	254	254	253	247	238
Total do capital próprio	2 532	2 585	3 066	3 253	3 529
Empréstimos obtidos	347	238	280	507	519
Responsabilidades com locações	1 993	2 248	2 853	3 311	3 652
Credores, acréscimos e diferimentos	1	4	4	6	7
Instrumentos financeiros derivados	0	5	6	13	0
Benefícios concedidos aos empregados	70	69	78	79	82
Provisões para riscos e encargos	34	82	79	83	130
Impostos diferidos passivos	66	90	104	130	129
Total de passivos não correntes	2 511	2 735	3 404	4 127	4 520
Empréstimos obtidos	113	232	485	496	731
Responsabilidades com locações	394	430	530	607	670
Credores, acréscimos e diferimentos	4 771	5 799	6 705	6 800	7 590
Instrumentos financeiros derivados	1	9	13	4	4
Imposto sobre o rendimento a pagar	47	55	94	9	14
Total Passivos Correntes	5 325	6 525	7 827	7 917	9 009
Total Capital Próprio e passivo	10 368	11 845	14 297	15 297	17 058

Anexo III Ativo e Passivo utilizado para cálculo das necessidades de fundo maneoio

Rubrica	2021	2022	2023	2024	2025
Não Corrente					
Outros devedores	54	56	56	47	44
Custos diferidos	3	3	3	5	3
Total Não Corrente	57	59	59	52	47

Corrente					
Cientes comerciais	52	66	72	75	78
Outros devedores	160	152	189	209	238
Outros impostos a recuperar	9	9	11	12	35
Acréscimos de proveitos e custos diferidos	225	345	423	541	563
Aplicações que não qualificam como equiv. c	33	21	135	58	0
Total Corrente	479	593	830	895	914

Rubrica	2021	2022	2023	2024	2025
Não Corrente					
Credores Comerciais	0	3	3	2	2
Acréscimos de custos e proveitos diferidos	1	1	1	3	5
Total Não Corrente	1	4	4	5	7

Corrente					
Fornecedores			4822	4943	5433
Outros credores comerciais	3655	4579	402	407	508
Credores não comerciais	393	419	521	480	609
Outros impostos a pagar	135	122	166	212	221
Responsabilidades em contratos com cliente	11	15	16	29	36
Responsabilidades com reembolsos a cliente	1	1	2	2	3
Acréscimo de custos e proveitos diferidos	576	663	776	728	780
Total Corrente	4 771	5 799	6 705	6 801	7 590