



UNIVERSIDAD COMPLUTENSE  
MADRID

Facultad de C.C. Económicas y

Empresariales

**Master Universitario en  
FINANZAS DE EMPRESA**

**Trabajo Fin de Máster**

**JERÓNIMO MARTINS, S.A.: Valoración de la empresa**

**Autor:** Tiago Filipe da Silva Marques

**Tutor:** Rafael Hernández Barros

V. b° del tutor:

**Año**

2016

# Índice

1	Introducción .....	1
2	La Empresa .....	3
2.1	Historia .....	3
2.2	Plan Estratégico .....	4
3	Metodología .....	6
3.1	Método de Descuento de Flujos de Caja (DFC) .....	6
3.1.1	Estimación del valor de la empresa .....	6
3.1.2	Estimación horizonte temporal .....	7
3.1.3	Valor flujos esperados tras el horizonte temporal .....	8
3.1.3.1	Estimación usando tasa crecimiento perpetuo (tasa g) .....	8
3.1.3.2	Usando Múltiplos de Comparación .....	8
3.2	Método de múltiplos comparativos .....	9
3.2.1	Múltiplos a utilizar .....	9
3.3	Método de descuento de dividendos .....	10
4	Método de Descuento de Flujos de Caja .....	11
4.1	Ingresos Futuros .....	11
4.2	Estimación de Resultado Operativo .....	15
4.2.1	Estimación de Impuestos futuros .....	16
4.3	Estimación y Ajustes Flujo de Caja Libre .....	17
4.3.1	Depreciaciones y Amortizaciones .....	17
4.3.2	Inversión en Capital .....	18
4.3.3	Fondo de Maniobra .....	19
4.3.4	Pasivos y Activos por Impuestos Diferidos .....	19
4.3.5	Flujo de Caja Libre .....	20
4.4	Margen EBITDA .....	21

4.5	Estimación de la tasa de descuento .....	22
4.5.1	Coeficiente de volatilidad - Cálculo $\beta$ histórica .....	22
4.5.2	Rentabilidad exigida por el accionista - Cálculo $k_e$ .....	23
4.5.3	Coste de financiación ajena - Cálculo $k_d$ (antes de impuestos) .....	23
4.5.4	Cálculo da tasa de descuento - Coste Medio Ponderado de Capital (WACC) .....	23
4.6	Estimación Valor Residual .....	24
4.6.1	Modelo de Crecimiento estable - tasa crecimiento perpetuo (tasa $g$ ) .....	24
4.6.2	Modelo de Múltiplos – Valor Empresa / EBITDA .....	25
4.7	Valor Empresa – Enterprise Value .....	26
4.8	Cálculo Valor Acción .....	27
5	Método de Comparación por pares .....	28
5.1	Valor Empresa / EBITDA y Valor Empresa / Ingresos .....	28
5.2	Beneficio por Acción (BPA) y Ratio PER (Price-to-earnings ratio) .....	30
6	Método Descuento de los Dividendos .....	32
7	Análisis de sensibilidad .....	33
7.1	Tasa de descuento y tasa de crecimiento perpetuo .....	33
7.2	Tasas implícitas de ambos modelos .....	34
7.3	Rentabilidad sin riesgo, prima de riesgo de mercado y beta .....	35
7.4	Rentabilidad Accionista y crecimiento dividendos .....	36
8	Conclusiones .....	37
8.1	WACC .....	37
8.2	EBITDA .....	38
8.3	Precio Objetivo Acción .....	39
8.4	Valoración – Estimación vs Mercado y Analistas .....	42
8.4.1	Prima de riesgo demasiado elevada: .....	42
8.4.2	Otras rentabilidades libres de riesgo y/o betas .....	43
8.4.3	Dividendo extraordinario y tasa crecimiento superior .....	43
8.4.4	Mayoría accionista y demanda renta variable .....	44
8.5	Comentario general .....	45
9	Bibliografía .....	46
10	Anexos .....	

## Índice de Figuras

<i>Figura 1 - Principales Datos</i> .....	4
<i>Figura 2 - Expectativas de flujos futuros</i> .....	12
<i>Figura 3 - Ventas y costes 2016-2021</i> .....	14
<i>Figura 4 - Ventas por geografía 2010-2021</i> .....	14
<i>Figura 5 - Resultado Operativo 2010-2021</i> .....	15
<i>Figura 6 - Evolución BAIDT 2016-2021</i> .....	16
<i>Figura 7 - Evolución Amortizaciones y depreciaciones 2010-2021</i> .....	17
<i>Figura 8 - Capex 2016-2021</i> .....	18
<i>Figura 9 - Ratio Capex / Depreciaciones y Amortizaciones</i> .....	18
<i>Figura 10 - Evolución Flujo de Caja Libre 2010-2021</i> .....	20
<i>Figura 11 - Evolución EBITDA 2010-2021</i> .....	21
<i>Figura 12 - Descripción gráfica de actualización de flujos futuros</i> .....	26
<i>Figura 13 – Enterprise Value/EBITDA</i> .....	28
<i>Figura 14 – Enterprise Value / Ingresos</i> .....	29
<i>Figura 15 - Beneficio por Acción</i> .....	30
<i>Figura 16 - Ratio PER</i> .....	31
<i>Figura 17 - Evolución WACC y Rentabilidades 2012-2016</i> .....	37
<i>Figura 18 - Valor Acción</i> .....	39
<i>Figura 19 - Histórico Rentabilidad Deuda 10 años</i> .....	42
<i>Figura 20 - Estructura accionista a 30-06-2016</i> .....	44
<i>Figura 21 - Previsiones PIB Real 2016-2018</i> .....	3 de anexos
<i>Figura 22 - Previsiones IPC 2016-2018</i> .....	3 de anexos
<i>Figura 23 - Previsiones Desempleo 2016-2018</i> .....	3 de anexos
<i>Figura 24 - Ingresos 1<sup>er</sup> Semestre 2010-2016</i> .....	4 de anexos

## Índice de Tablas

<i>Tabla 1 - Ingresos 2016-2021</i>	13
<i>Tabla 2 - Resultado Operativo 2016-2021</i>	15
<i>Tabla 3 - Impuestos 2016-2021</i>	16
<i>Tabla 4 - Fondo de Maniobra 2016-2021</i>	19
<i>Tabla 5 - Pasivo neto por Impuestos Diferidos 2016-2021</i>	19
<i>Tabla 6 - Ajuste de Flujo de Caja Libre 2016-2021</i>	20
<i>Tabla 7 - EBITDA 2016-2021</i>	21
<i>Tabla 8 - Múltiplos sector Distribución Europa - EV/EBITDA</i>	25
<i>Tabla 9 - Valoración principales analistas</i>	40
<i>Tabla 10 - Ajuste tasa descuento a Polonia y Colombia</i>	43
<i>Tabla 11 - Flujo de Caja Libre 2010-2015</i>	1 de anexos
<i>Tabla 12 - EBITDA 2010-2015</i>	2 de anexos
<i>Tabla 13 - Impuestos 2010-2015</i>	2 de anexos
<i>Tabla 14 - Probabilidad de Default 3M-5Años</i>	4 de anexos
<i>Tabla 15 - Fondo de Maniobra 2010-2015</i>	5 de anexos
<i>Tabla 16 - Activo y Pasivos por Impuestos Diferidos 2010-2015</i>	5 de anexos
<i>Tabla 17 - EBITDA 2010-2015</i>	5 de anexos
<i>Tabla 18 - Flujo de Caja Libre 2016-2021</i>	6 de anexos
<i>Tabla 19 - Otras Fuentes <math>\beta</math> histórica</i>	7 de anexos
<i>Tabla 20 - Prestamos y emisiones a 30-06-2016</i>	7 de anexos
<i>Tabla 21 - Capital Invertido a 30/06/2016</i>	7 de anexos
<i>Tabla 22 - Valor Actual Flujo de Caja Libre 2016-2021</i>	8 de anexos
<i>Tabla 23 - Tasa crecimiento g según Bloomberg</i>	8 de anexos
<i>Tabla 24 - Múltiplos Comparativos 30/06/2016</i>	9 de anexos
<i>Tabla 25 - Variación bursátil semanal 01/07/2014-30/06/2016</i>	10 de anexos

# 1 Introducción

El presente trabajo pretende estimar el valor de la empresa portuguesa Jerónimo Martins, S.A., que cotiza en la Bolsa de Lisboa perteneciendo al índice PSI20<sup>1</sup>, usando distintos métodos de valoración abordados a lo largo del Máster en Finanzas de Empresa.

Se debería poder calcular de modo sencillo y homogéneo el valor de cada una de las empresas, por lo que sus números contables deberían entonces determinar su valoración. Tal no sucede una vez que los “valores en libros” se encuentran subordinados a una serie de reglas y normas contables uniformizadas, no reflejando por lo tanto el verdadero valor de la empresa.

Desde un principio, cada activo tiene distinto valor según su comprador o vendedor e importancia para cada uno de ellos, no pudiendo ser confundido con el precio pactado en el negocio, como ya matizaba Adam Smith en el siglo XVIII<sup>2</sup>. Partiendo de este punto, el objetivo de la valoración será contrastar el precio actual de las acciones de la empresa y su real valor mediante distintos modelos de análisis.

Primeramente se usará el Método de descuento de flujos de caja o de flujos descontados (Discounted Cash Flow), donde a través de una determinada tasa de descuento se actualizarán los flujos futuros esperados para un determinado horizonte temporal en el momento de la valoración.

La tasa de descuento a aplicar será la más usada a nivel profesional, el Coste Medio Ponderado de Capital (WACC), que tiene en cuenta la estructura de capital de la empresa, y por consecuente sus posibilidades de endeudamiento, para su valoración.

Luego, como no se liquidará la empresa al final del periodo estipulado y suponiendo que seguirá su crecimiento en el tiempo, existe la necesidad de estimar su valor residual. Se calculará el valor que tendrá la empresa más allá del horizonte temporal de los flujos estimados usando:

- Una tasa de crecimiento perpetuo de los flujos
- La comparación con múltiplos de empresas del sector

---

<sup>1</sup> Para más información sobre el índice consultar <http://www.bolsadelisboa.com.pt/products/indices/PTING0200002-XLIS>

<sup>2</sup> (Smith, 2007, págs. 25-27)

Se deberá tener en cuenta, además de todos los datos de la empresa, los diversos factores extrínsecos como:

- la coyuntura económica de los países donde se ubica:
  - tasa de crecimiento;
  - nivel de empleo;
  - carga fiscal.
- competencia:
  - expansión;
  - resultados;
  - estrategias.

De seguida, se usaran otros métodos de valoración menos complejos, como Comparación por múltiplos o Descuento de dividendos. De este modo, se podrán comparar los resultados obtenidos, así como la evolución de las distintas variables.

En la elaboración de este trabajo se consultaran distintas fuentes de información:

- académicas – consulta de modelos y teorías financieras;
- profesionales – obtención de información actualizada, consulta de opiniones y contrastación de datos;
- medios de comunicación – información actualizada, visión general de la opinión pública y entrevistas con entidades relevantes;
- propia empresa - datos financieros, presentaciones y comunicados a CNMV.

## 2 La Empresa

Jerónimo Martins es un Grupo internacional con sede en Portugal, actuando en la rama alimentaria, en los sectores de distribución, industria y servicios.

Los últimos números de la empresa dan cuenta de un total de 13.728 millones de euros en ventas y 796 millones de euros de EBITDA repartidos por sus 3.605 tiendas gracias a sus 89.027 trabajadores.

### 2.1 Historia

Fundada en 1792 por un joven gallego, Jerónimo Martins, llegado a Lisboa en búsqueda de mejores días, abre su tienda en el centro de Lisboa donde se podría encontrar prácticamente de todo. Rápidamente pasa a ser el principal proveedor de la Casa Real y de la mayoría de las embajadas en Lisboa. Cincuenta años pasados, la tienda gana enorme prestigio gracias a la facilidad en encontrar productos importados y de alta calidad.

Después de enfrentar la quiebra por dos ocasiones, primero a finales del siglo XIX por una crisis familiar y luego debido a la I Guerra Mundial, Francisco Manuel dos Santos (bisabuelo del actual presidente del grupo) compra la empresa.

En 1920 surgen los *Estabelecimentos Jerónimo Martins & Filho*. De nuevo con toda la tensión vivida en el país, agravada por la II Guerra Mundial, Jerónimo Martins establece una colaboración con Unilever, entrando así el grupo en la actividad industrial.



Con los avances de democratización en Portugal, a principios de los años 80, se crea una red de distribución minorista y mayorista, Pingo Doce y Recheio respectivamente. En 1989 un importante marco con la salida de la empresa a Bolsa. Líder en Portugal desde 1993, decide en 1995 invertir en Polonia, donde crece exponencialmente abriendo en 2012 su tienda número 2000. En 2013 se expande a un tercer país, inaugurando varias tiendas en Colombia.

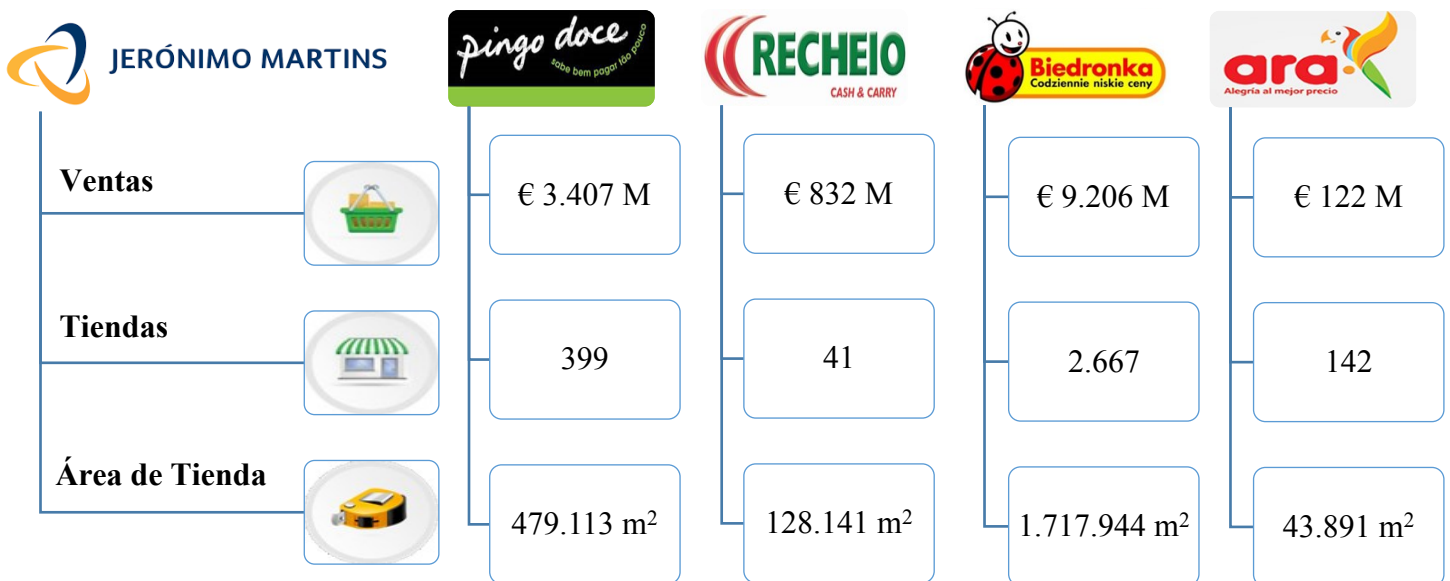
## 2.2 Plan Estratégico

A día de hoy la empresa es líder en distribución alimentaria en Portugal gracias a *Pingo Doce* y *Recheio*, y en Polonia por vía de su cadena de supermercados *Biedronka*, mientras que en Colombia se expande a través de las tiendas de barrio *Ara*.

Cuenta como principales ventajas en relación a sus competidores:

- Ser una empresa especializada en el sector alimenticio, desde el sector primario hasta la distribución de productos;
- Relación precio y eficiencia de costes de referencia mundial;
- Fuerte diferenciación en su oferta (marca propia y experiencia de compra).

Figura 1 - Principales Datos



Fuente: Jerónimo Martins, S.A. - Elaboración propia

Jerónimo Martins también es el mayor grupo industrial de bienes de grande consumo en Portugal con participaciones en *Unilever Jerónimo Martins* (producción de productos Unilever en Portugal) y *Gallo Worldwide* (3ª marca de aceite a nivel mundial). Por otro lado, la empresa participa también en otra variedad de servicios relacionados con el sector alimentario, como *Jeronymo* y *Olá* (quioscos cafeterías y heladerías), *Hussel* (cadena retail de chocolates y confitería), *Hebel* y *Apteka Na Zdrowie* (tiendas especializadas en droguería y medicinas, respectivamente, en Polonia) y además de asesorar marcas internacionales en Portugal.

A nivel operativo se puede afirmar que su margen sobre EBITDA es equivalente a la media del sector, mientras que sus niveles de crecimiento de ingresos se encuentran por encima de los competidores.

En el tema financiero, una vez que Jerónimo Martins en su plan estratégico, decide apartarse de los mercados<sup>1</sup>, no obteniendo nivel de rating de las agencias de calificación de riesgos, por lo que su principal fuente de financiación son sus recursos propios. Recurre entonces a la contracción de préstamos, así como a la diferencia entre periodo de pagos y cobros.

Con una capitalización bursátil que oscila entre los 8 y 9 mil millones de euros en los últimos 6 meses, busca alcanzar su precio máximo obtenido en 2013 de 18.47€/acción. Cierra su cotización el día 30 de junio de 2016 a un precio por acción de 14,16 euros, valor que se tomará por base para esta valoración.

---

<sup>1</sup>Apenas tiene una única emisión viva con vencimiento a 12/11/2017. Existe una opción de compra a la par en 20/09/2016 y el bono cotiza por encima de la par desde 09/06/2016.

## 3 Metodología

De modo a valorar correctamente esta entidad se utilizaran diferentes métodos de análisis:

- Método de Descuento de Flujos de Caja (punto 4, pág. 11)
- Método de Comparación por pares (punto 5, pág. 28)
- Método Descuento de los Dividendos (punto 6, pág. 32)

### 3.1 Método de Descuento de Flujos de Caja (DFC)

#### 3.1.1 Estimación del valor de la empresa

En primer lugar se usará el modelo de descuento de flujos de caja, siendo el más utilizado por profesionales y considerado el método de valoración el más fiable. Este modelo se basa en descontar a la tasa adecuada una serie de flujos previstos, a los cuales se añadirá el valor final actualizado de la estimación.

Se partirá de la expresión base para los distintos métodos de descuento de flujos de fondos<sup>1</sup>.

$$V = \frac{FCL_1}{1+r} + \frac{FCL_2}{(1+r)^2} + \frac{FCL_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{FCL_n + VR}{(1+r)^n}$$

Una vez estimados los flujos de caja anuales para el horizonte temporal fijado se procederá a su descuento según la tasa elegida y a lo que se suma el valor de la empresa más allá del horizonte temporal. Se usará un ajuste a la mitad del año (mid-year convention)<sup>2</sup>, una vez que el flujo anual no resulta solamente del momento de cierre del ejercicio sino de los flujos acumulados a lo largo del año.

$$V = \frac{FCL_1}{(1+r)^{0,5}} + \frac{FCL_2}{(1+r)^{1,5}} + \frac{FCL_3}{(1+r)^{2,5}} + \dots + \frac{FCL_n + VR}{(1+r)^{n-0,5}}$$

Se elegirá para este efecto la tasa WACC, coste medio ponderado de capital, que tiene en cuenta su riesgo y estructura de capital.

---

<sup>1</sup>Extraído de (Fernandéz, Metodos de Valoración de Empresas, 2008, pág. 14)

<sup>2</sup> Resumido según distintos autores en (Matytskiy, 2011)

### 3.1.2 Estimación horizonte temporal

Se extraen los datos contables y de mercado de Jerónimo Martins a partir del año de 2010, usando por lo tanto, los balances y cuentas oficiales de los cinco últimos cierres de ejercicio. Los más recientes datos financieros oficiales de la empresa son los divulgados, a 27 de julio de 2016, en la presentación de resultados del primer semestre de 2016.

Así siendo se valorará la empresa a fecha de 30 de junio de 2016, con estimación de flujos futuros hasta 30 de junio de 2021. Esto es particularmente importante para saber las proporciones de deuda y activo, así como cotización de los distintos instrumentos a utilizar en este momento concreto.

En el entorno actual, donde la elevada incertidumbre respecto al futuro es muy elevada, se hace ciertamente complicado determinar si una empresa es susceptible de crear valor futuro o no. Sin embargo, también en los entornos más favorables, la dificultad para saber lo que ocurrirá en un futuro es una tarea compleja.

Dado que la empresa tiene una cadena de valor clara y consistente, además de bien implementada en sus mercados, en un sector altamente competitivo, donde comercializa productos esenciales y cotidianos, se entiende ser posible expandir el horizonte temporal a largo plazo.

El horizonte temporal de 5 años aplicado al ejercicio se determina suficiente, siendo que la incertidumbre generada por el incremento de este, elevaría la exigencia del mismo sin mejorar la calidad de las estimaciones.

### 3.1.3 Valor flujos esperados tras el horizonte temporal

Después del periodo de planificación existe la necesidad de estimar también, los flujos no incluidos en el modelo. Para eso se deberá estimar el *valor residual*, también conocido como *valor terminal* o *valor continuado*. Se usaran los dos métodos de cálculo de valor residual más adecuados – crecimiento perpetuo del flujo de caja libre y múltiplos de EBITDA<sup>1</sup>.

#### 3.1.3.1 Estimación usando tasa crecimiento perpetuo (tasa g)

Utilizando una tasa de crecimiento perpetuo se espera hallar del mejor modo los flujos posteriores a los estimados en el ejercicio.

La tasa de crecimiento perpetuo se basa en el crecimiento esperado de los dividendos que paga la empresa. En la siguiente formula se espera calcular la rentabilidad que se consigue obtener al no repartir dividendos manteniendo el beneficio en la empresa, o sea, se asume que los beneficios destinados a pagar dividendos y la rentabilidad de los fondos propios se mantendrán constantes.

Se usará de modo simplificado una tasa de crecimiento constante de los flujos después de las previsiones.

#### 3.1.3.2 Usando Múltiplos de Comparación

Este método usa el valor de EBITDA en el momento final de las estimaciones y lo multiplica por el valor medio de la ratio entre Valor Empresa y EBITDA de sus competidores. Se espera conseguir así el valor terminal de la empresa con base en las demás empresas del mercado a lo cual añadiremos las estimaciones de flujos. (más adelante en 3.2 los criterios de selección de las empresas).

---

<sup>1</sup> Ver (Mascareñas, 2011, págs. 327-332)

Puesto que la empresa no se liquidará al final del horizonte temporal de la estimación y continuará su ejercicio a lo largo del tiempo se descarta el método de liquidación, por ejemplo.

## 3.2 Método de múltiplos comparativos

A través de los múltiplos comparables se puede estimar de un modo relativamente sencillo el valor de una empresa. Este método es bastante utilizado en la valoración de empresas no cotizadas a partir de la valoración de mercado de compañías cotizadas.

En el momento de seleccionar las empresas con que se comparará Jerónimo Martins habrá que tener en cuenta una serie de factores, de donde se destacan los principales<sup>1</sup>:

- Mismo sector de actividad y/o negocios o productos
- Cuota de mercado
- Geografía similar
- Tamaño similar
- Cotización en Bolsa
- Estructura financiera
- Diversificación de productos
- Expectativas de ventas
- Márgenes
- Rentabilidades

También se han usado estos criterios y seleccionado el mismo rango de empresas para cálculo del valor residual explicado en 3.1.3.2.

### 3.2.1 Múltiplos a utilizar

- Relación Valor Empresa / EBITDA
- Relación Valor Empresa / Ingresos
- Ratio BPA (Beneficio por Acción)
- Ratio PER (Price-to-Earnings Ratio)

<sup>1</sup> Extraído de (Labatut Serer, 2005)

### 3.3 Método de descuento de dividendos

Se usará el modelo de Gordon-Shapiro para el valor teórico de una acción en función del valor actual de sus dividendos futuros, y de la tasa de crecimiento anual y acumulativa de los mismos<sup>1</sup>.

$$\text{Valor Acción}_t = \frac{(\text{Dividendos}_{t+1}) * (1 + g)}{K_e - g}$$

Este método se encuentra limitado a empresas que estén creciendo a un ritmo estable, además de que la rentabilidad exigida por el accionista ( $k_e$ ) tendrá que ser siempre superior a la tasa de crecimiento de los dividendos ( $g$ )<sup>2</sup>.

La tasa de crecimiento esperado de dividendos vendrá de la relación entre la rentabilidad de las acciones (ROE) y la tasa de retención de de beneficios (1-Payout Ratio), o sea, lo remanente de los beneficios no repartidos como dividendos.

$$g = (1 - \text{Payout Ratio}) * ROE$$

---

<sup>1</sup> Citado de (Mascareñas, 2011, págs. 346-349)

<sup>2</sup> De acuerdo con (Damodaran, Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, 2012, págs. 450-457)

## 4 Método de Descuento de Flujos de Caja

### 4.1 Ingresos Futuros

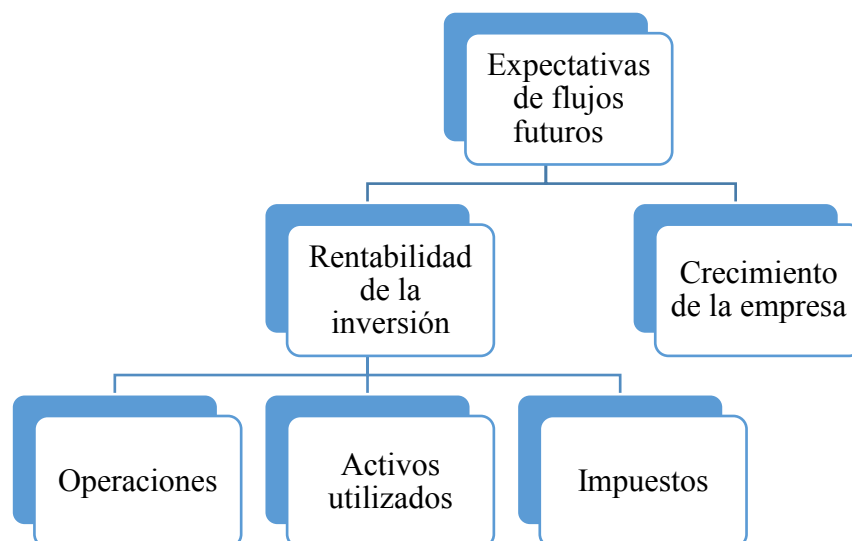
Para estimar los posibles ingresos futuros para el horizonte temporal establecido de 5 años se han tenido en cuenta los siguientes factores:

- Resultados de la empresa de los últimos años (ver Tabla 11 en pág.1 de anexos) con las debidas salvedades, una vez que la empresa aunque esté estabilizada, no se puede descuidar el factor incertidumbre en las inversiones anunciadas y en curso<sup>1</sup>.
- Previsión de crecimiento del PIB de los países donde la empresa se encuentra actualmente según distintas entidades oficiales y privadas. (ver Figuras Figura 21, Figura 22 y Figura 23 en pág.3 de anexos)
- Nivel de riesgo de la empresa, que aunque no posea un nivel de rating atribuido por ninguna Agencia Internacional, se usará el modelo Bloomberg Default Risk Model - DRSK <Go>. (ver Tabla 14 en pág. 4 de anexos)
- Tasa impositiva esperada en las distintas geografías (más adelante en apartado 4.2.1 Estimación de Impuestos futuros)

---

<sup>1</sup> De acuerdo con (Mascareñas, 2011, pág. 325)

Figura 2 - Expectativas de flujos futuros



Fuente: (Fernandéz, Metodos de Valoración de Empresas, 2008, pág. 26)

Se ha asistido a una ligera recuperación en el crecimiento de los ingresos de la empresa en el año de 2015, contrastando la constante bajada desde 2010 (ver Tabla 11 en pág.1 de anexos). Según los resultados de la primera mitad de 2016 las ventas de Jerónimo Martins, S.A. han frenado su crecimiento en comparación con los periodos anteriores o con los homólogos (ver Figura 24 en pág. 4 de anexos). Las previsiones macroeconómicas de los países donde la empresa desarrolla su actividad tampoco son demasiado favorables y sostenidas principalmente por el crecimiento de la economía Polaca hasta 2018<sup>1</sup>, pese la nueva tasa impositiva para el sector distribuidor. En Polonia, se espera un largo periodo de deflación, que acompañado por la depreciación de su moneda (zloty), enfríe el crecimiento polaco de la empresa<sup>2</sup>. Teniendo como base los retornos de la grande inversión realizada en Colombia, y el crecimiento gradual de esta geografía, conjuntamente con una ligera recuperación de la economía portuguesa<sup>3</sup>, donde se asistió en el último trimestre a una bajada de impuestos (IVA) para sector de restauración y hostelería. Esto implica directamente un aumento de las ventas en las tiendas Recheio (mayorista)<sup>4</sup>, a la vez que Pingo Doce pueda seguir su incremento en el nivel de ventas de modo constante.

<sup>1</sup> De acuerdo con (Bogusz, 2016, pág. 13)

<sup>2</sup> Reporte de (Harper, 2016)

<sup>3</sup> Análisis de Santander (Attenborough, 2016, pág. 2)

<sup>4</sup> Véase (Agência Lusa, 2016)

En Colombia la empresa sigue obteniendo pérdidas pero se espera que gracias a las inversiones en su estructura logística pueda mejorar la eficiencia a nivel de economías de escala<sup>1</sup>. Según este mercado vaya tomando peso en el resultado global de la empresa, se espera que los costes de las ventas, se incrementen también, aunque ligeramente a lo largo de la estimación, para una consecuente estabilización. Ciertamente que esta geografía tomará cada vez más relieve en los resultados de la empresa, se espera que aumente más que proporcionalmente el beneficio bruto. Para Portugal y Polonia<sup>2</sup>, no se espera ninguna modificación de sus márgenes brutos, a menos que ocurra alguna catástrofe natural o cambio político relevante.

Tabla 1 - Ingresos 2016-2021

Millones de EUR	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E	2021 E
<b>Ventas</b>	<b>14.367,8</b>	<b>15.392,8</b>	<b>16.367,9</b>	<b>17.699,5</b>	<b>18.855,0</b>	<b>20.021,7</b>
Polonia	9.740,2 <sup>3</sup>	10.260,3	10.670,7	10.937,5	11.156,2	11.379,4
Portugal	4.347,0	4.529,2	4.581,1	4.641,4	4.751,2	4.810,5
Colombia <sup>4</sup>	280,6	603,3	1.116,1	2.120,6	2.947,6	3.831,9
Δ Anual	4,7%	7,1%	6,3%	8,1%	6,5%	6,2%
<b>Coste de Ventas</b>	<b>-11.087,2</b>	<b>-11.924,3</b>	<b>-12.806,2</b>	<b>-13.894,1</b>	<b>-14.801,2</b>	<b>-15.717,1</b>
% Ventas	77,2%	77,5%	78,2%	78,5%	78,5%	78,5%
<b>Beneficio Bruto</b>	<b>3.280,6</b>	<b>3.468,5</b>	<b>3.561,7</b>	<b>3.805,4</b>	<b>4.053,8</b>	<b>4.304,7</b>

Fuente: Jerónimo Martins, S.A.; Elaboración propia

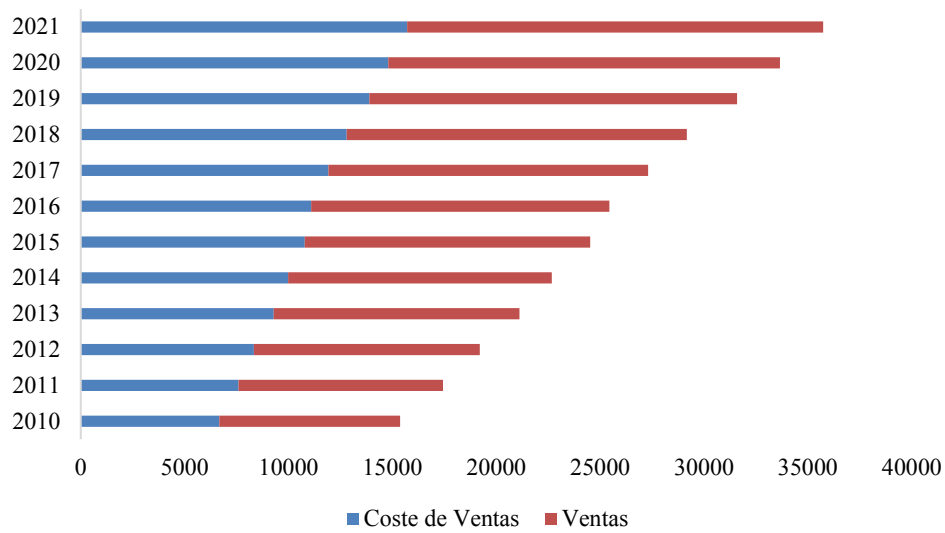
<sup>1</sup> Previsiones de (Jerónimo Martins, 2016, pág. 10)

<sup>2</sup> De acuerdo con (Bogusz, 2016, pág. 13)

<sup>3</sup> Alta depreciación del zloty conlleva a desaceleración del crecimiento en Polonia. Véase (Attenborough, 2016, págs. 3-5)

<sup>4</sup> Véase (Machado, 2016)

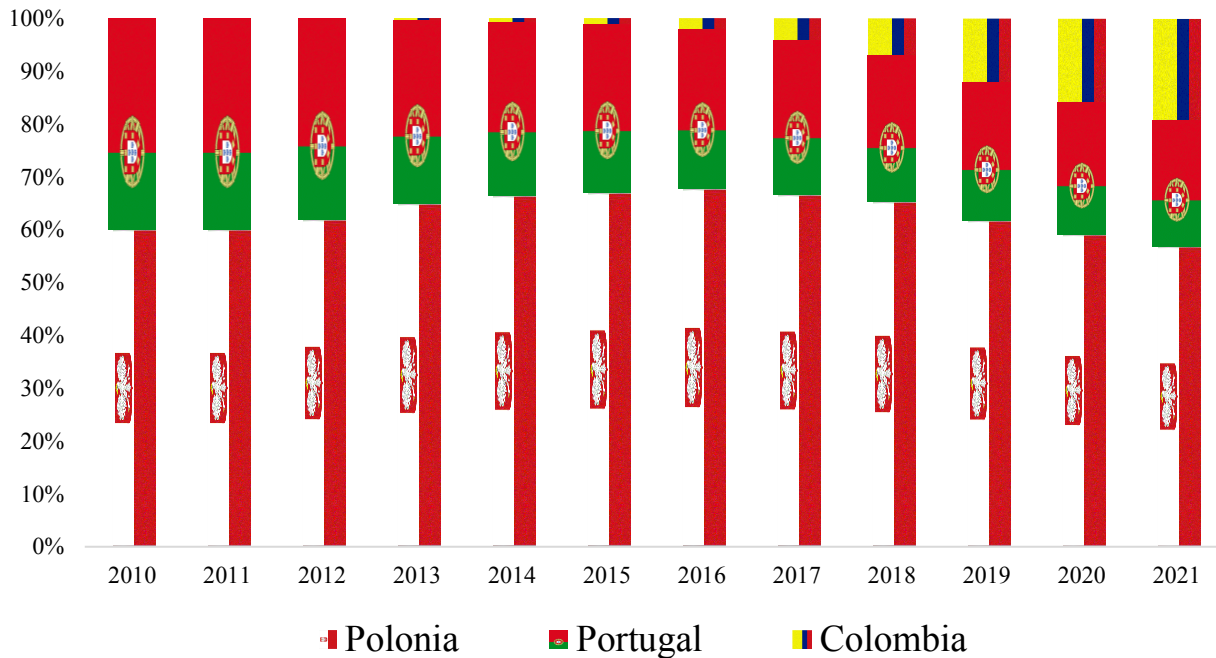
Figura 3 - Ventas y costes 2016-2021



Fuente: Elaboración propia

En el siguiente gráfico se puede verificar, de modo más claro, el creciente peso en las ventas por parte de la geografía de América Latina.

Figura 4 - Ventas por geografía 2010-2021



Fuente: Elaboración propia

## 4.2 Estimación de Resultado Operativo

Se espera que los costes operativos disminuyan a partir de 2018 con la creación de nuevos centros de distribución en Colombia, integrados en la estrategia de crecimiento anunciada. Uno de los objetivos en el plan estratégico para esa geografía se basa en incrementar el número de tiendas para un millar hasta 2020<sup>1</sup>.

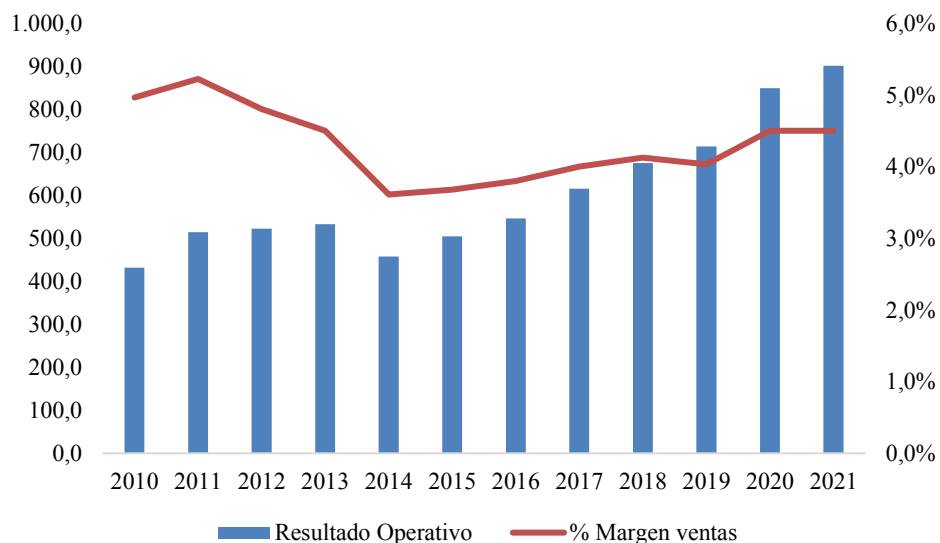
Tabla 2 - Resultado Operativo 2016-2021

Millones de EUR	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E	2021 E
<b>Beneficio Bruto</b>	<b>3.280,6</b>	<b>3.468,5</b>	<b>3.561,7</b>	<b>3.805,4</b>	<b>4.053,8</b>	<b>4.304,7</b>
% Ventas	22,8%	22,5%	21,8%	21,5%	21,5%	21,5%
<b>Costes Operativos</b>	<b>-2.734,7</b>	<b>-2.853,2</b>	<b>-2.886,7</b>	<b>-3.091,9</b>	<b>-3.205,4</b>	<b>-3.403,7</b>
% Ventas	19,0%	18,5%	17,6%	17,5%	17,0%	17,0%
<b>Resultado Operativo</b>	<b>545,9</b>	<b>615,2</b>	<b>675,0</b>	<b>713,5</b>	<b>848,5</b>	<b>901,0</b>

Fuente: Elaboración propia

Se puede comprobar que a nivel operativo, los resultados estimados están en línea con los valores históricos, tanto a nivel de Resultado como en su ratio sobre ventas.

Figura 5 - Resultado Operativo 2010-2021



Fuente: Elaboración propia

<sup>1</sup> Reporte de la propia empresa (Jerónimo Martins, 2016)

#### 4.2.1 Estimación de Impuestos futuros

Las perspectivas a nivel de impuestos no son demasiado estables una vez que existen bastantes contrastes entre previsiones de impuestos colectivos e individuales, así como las distintas geografías. Se tendrá por base la media de los tipos efectivos de años anteriores presentados por la empresa (ver Tabla 13 en pág. 2 de anexos) y se procederán a los debidos ajustes.

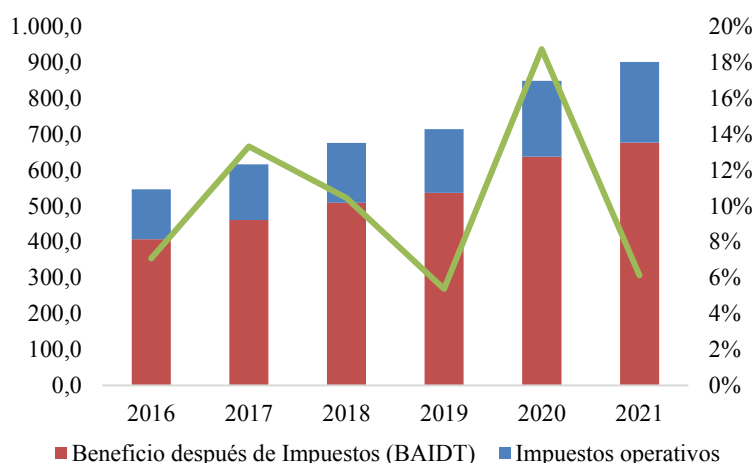
Tabla 3 - Impuestos 2016-2021

Millones de EUR	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E	2021 E
<b>Resultado Operativo</b>	<b>545,9</b>	<b>615,2</b>	<b>675,0</b>	<b>713,5</b>	<b>848,5</b>	<b>901,0</b>
% Margen	3,8%	4,0%	4,1%	4,0%	4,5%	4,5%
<b>Impuestos operativos</b>	<b>-139,2</b>	<b>-154,4</b>	<b>-166,1</b>	<b>-177,2</b>	<b>-211,7</b>	<b>-225,2</b>
Tipo Impuestos	25,5%	25,1%	24,6%	24,8%	25,0%	25,0%
<b>BAIDT</b>	<b>406,7</b>	<b>460,8</b>	<b>508,9</b>	<b>536,3</b>	<b>636,7</b>	<b>675,8</b>

Fuente: Elaboración propia

- En Portugal se sabe que los impuestos individuales irán bajar en los próximos años con la posibilidad de compensar estos ingresos por vía de impuesto de sociedades.
- Polonia, apenas una tasa standard que probablemente permanecerá inalterada pero, por otro lado, el gobierno acaba de implantar una sobretasa sobre las empresas de comercio al por menor<sup>1</sup>.
- Se espera poder compensar estos gastos en Polonia con la ventaja impositiva que ofrece Colombia, donde la tasa seguridad social por cuenta de la empresa es de 12%<sup>2</sup>. A través de la ubicación estratégica de sus tiendas, se espera poder negociar con las entidades locales y así acceder a tasas efectivas de 0% para sociedades<sup>3</sup>.

Figura 6 - Evolución BAIDT 2016-2021



Fuente: Elaboración propia

Siendo así, el tipo efectivo pagado a nivel global deberá decrecer de modo a que Colombia vaya tomando peso en el balance consolidado de la empresa hasta 2019. A partir de ese momento no están previstos nuevos cambios fiscales.

<sup>1</sup> Véase (Attenborough, 2016, pág. 5)

<sup>2</sup> En (Social Security Programs Throughout the World: The Americas, 2015, 2015)

<sup>3</sup> Fuente (Procolombia, 2016)

### 4.3 Estimación y Ajustes Flujo de Caja Libre

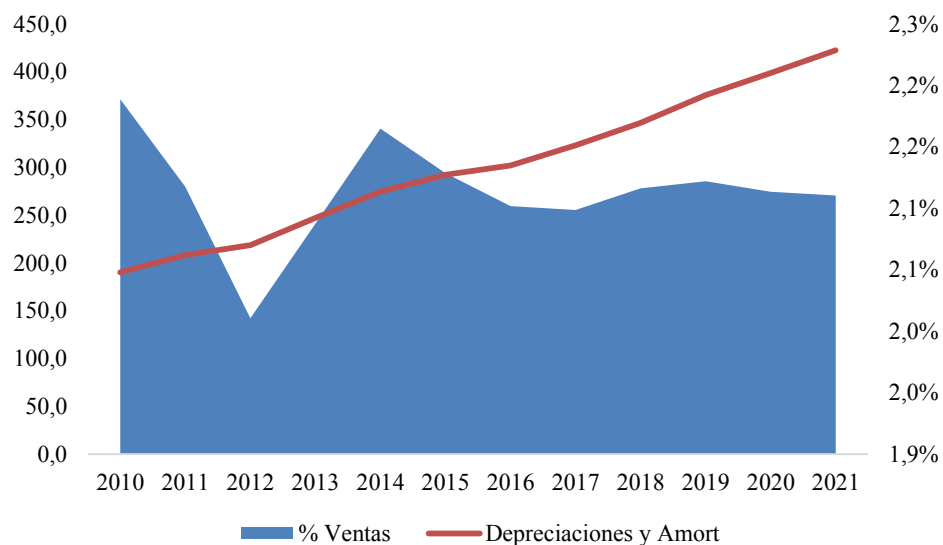
En este apartado ajustaremos el Beneficio después de impuestos estimado al:

- nivel de amortizaciones/depreciaciones
- inversión en capital del ejercicio
- variación del fondo de maniobra necesario
- variación de largo plazo a nivel de impuestos diferidos.

#### 4.3.1 Depreciaciones y Amortizaciones

En lo que llevamos de año se verifica que la empresa se encuentra invirtiendo bastante fuerte en Colombia de acuerdo con lo previsto para 2016 y 2017<sup>1</sup>. Esta inversión tenderá a reducirse en el tiempo aunque a una velocidad controlada y apenas debido a la necesidad de la compañía en asentar su plan estratégico, consolidando así su posición en las geografías. En primer lugar, para estimar las amortizaciones y depreciaciones, dado que la empresa no publica el periodo de vida medio de sus activos, se ha usado la media aritmética para los 6 años anteriores, de la proporción de amortizaciones y depreciaciones en función de los ingresos<sup>2</sup>.

Figura 7 - Evolución Amortizaciones y depreciaciones 2010-2021



Fuente: Elaboración propia

<sup>1</sup> Véase (Aveiro, 2016)

<sup>2</sup> Véase (Karabekir, 2016, pág. 3)

### 4.3.2 Inversión en Capital

De nuevo Colombia es el foco de la gran inversión de la entidad, donde dividiendo el país en 7 mercados distintos se crea una estrategia distinta para cada uno de ellos. La entidad anuncia inversiones en el orden de los 600 millones de euros hasta 2020<sup>1</sup>.

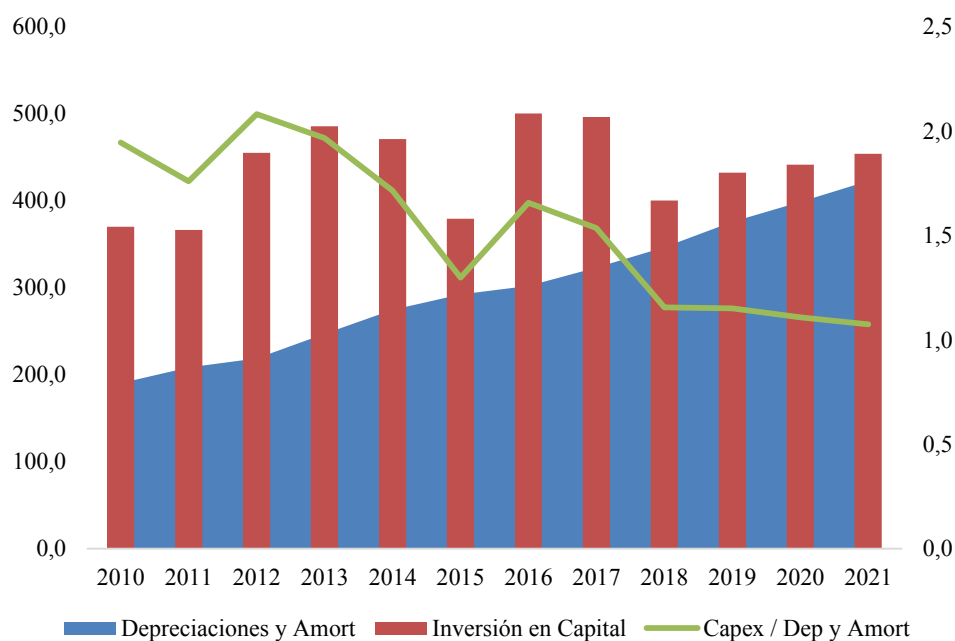
Figura 8 - Capex 2016-2021

Millones de EUR	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E	2021 E
<b>Inversión en Capital</b>	<b>500,0</b>	<b>496,1</b>	<b>400,0</b>	<b>432,0</b>	<b>441,4</b>	<b>453,9</b>
Polonia	225,0	198,4	160,0	172,8	176,57	181,6
Portugal	150,0	148,8	100,0	108,0	110,4	113,5
Colombia	125,0	148,8	140,0	151,2	154,5	158,9

Fuente: Elaboración propia

La ratio Capex / depreciaciones y amortizaciones sigue siendo superior a 1,25 para 2016 y 2017 lo que parece ser incoherente pero fácilmente explicado por la desinversión a partir de estas fechas (ver apartado 2.2 Plan Estratégico). De notar que tanto las amortizaciones como las depreciaciones son un reflejo de inversiones en años anteriores, pudiendo oscilar bastante en caso de una “ola de inversión” como ejecutada en Colombia.

Figura 9 - Ratio Capex / Depreciaciones y Amortizaciones



Fuente: Elaboración propia

<sup>1</sup> Anunciado por (Jerónimo Martins, 2016)

### 4.3.3 Fondo de Maniobra

Las necesidades de Fondo de maniobra se estiman que permanezcan constantes, según la media de los años anteriores. Visto tratarse de una empresa del sector de distribución, sus Necesidades Operativas de Financiación son negativas una vez que los pagos a sus proveedores se realizan de forma aplazada, cobrando de sus clientes al contado (excepto algunos de sus clientes mayoristas)<sup>1</sup>. Para Jerónimo Martins, las NOF representan una importante fuente de financiación de la empresa, una vez que presenta niveles muy bajos de endeudamiento a largo plazo.

Tabla 4 - Fondo de Maniobra<sup>2</sup> 2016-2021

Millones de EUR	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E	2021 E
Cuentas a cobrar	42,2	37,3	32,2	26,9	21,4	15,6
Inventario	717,1	791,0	867,5	946,8	1.028,9	1.113,9
Otros activos corrientes	288,5	315,5	343,5	372,5	402,5	433,5
Cuentas por pagar (-)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros pasivos corrientes (-)	3.167,6	3.410,5	3.665,3	3.946,2	4.264,6	4.574,8
<b>Fondo de Maniobra (non cash)</b>	<b>-2.119,9</b>	<b>-2.266,8</b>	<b>-2.422,2</b>	<b>-2.600,1</b>	<b>-2.811,9</b>	<b>-3.011,8</b>
<b>Δ Anual</b>	<b>-138,0</b>	<b>-146,9</b>	<b>-155,4</b>	<b>-177,9</b>	<b>-211,8</b>	<b>-199,9</b>

Fuente: Elaboración propia

### 4.3.4 Pasivos y Activos por Impuestos Diferidos

- Los activos y pasivos por impuestos diferidos se estimaran con base en la media de los 5 años anteriores (ver Tabla 16 en pág.5 de anexos)

Tabla 5 - Pasivo neto por Impuestos Diferidos 2016-2021

Millones de EUR	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E	2021 E
<b>Δ Impuestos diferidos LP</b>	<b>-6,9</b>	<b>-14,3</b>	<b>-12,9</b>	<b>-9,1</b>	<b>-12,8</b>	<b>-13,6</b>
% Ventas	-0,05%	-0,09%	-0,08%	-0,05%	-0,07%	-0,07%

Fuente: Elaboración propia

<sup>1</sup> Explicación en (Damodaran, 2005)

<sup>2</sup> Usado modelo según (Damodaran, 2006, págs. 108-111)

### 4.3.5 Flujo de Caja Libre

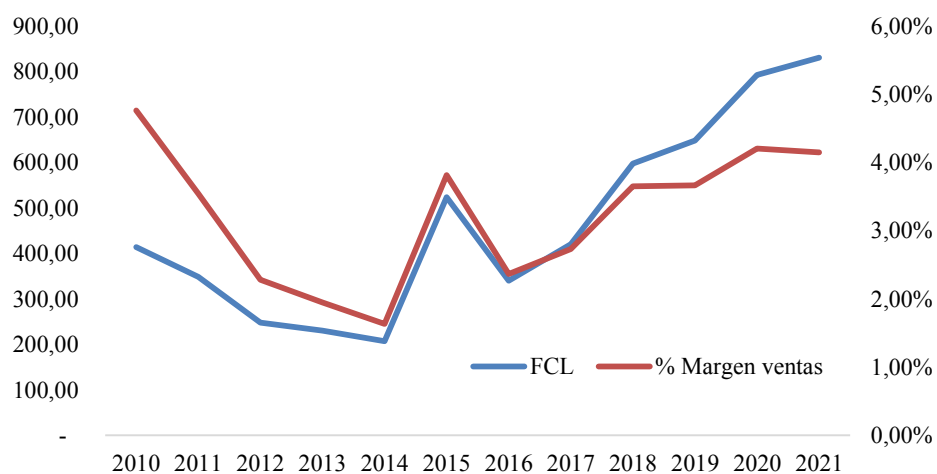
Tabla 6 - Ajuste de Flujo de Caja Libre 2016-2021

Millones de EUR	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E	2021 E	2T 2021E
<b>Beneficio después de Impuestos (BAIDT)</b>	<b>406,7</b>	<b>460,8</b>	<b>508,9</b>	<b>536,3</b>	<b>636,7</b>	<b>675,8</b>	
% Ventas	2,83%	2,99%	3,11%	3,03%	3,38%	3,38%	
<b>Depreciaciones y Amort</b>	<b>302,0</b>	<b>323,0</b>	<b>346,4</b>	<b>375,6</b>	<b>398,5</b>	<b>422,5</b>	
% Ventas	2,10%	2,10%	2,12%	2,12%	2,11%	2,11%	
<b>Inversión en Capital</b>	<b>-500,0</b>	<b>-496,1</b>	<b>-400,0</b>	<b>-432,0</b>	<b>-441,4</b>	<b>-453,9</b>	
% Ventas	3,48%	3,22%	2,44%	2,44%	2,34%	2,27%	
<b>Δ Fondo de Maniobra</b>	<b>-138,0</b>	<b>-146,9</b>	<b>-155,4</b>	<b>-177,9</b>	<b>-211,8</b>	<b>-199,9</b>	
% Ventas	-0,96%	-0,95%	-0,95%	-1,01%	-1,12%	-1,00%	
<b>Δ Impuestos diferidos LP</b>	<b>-6,9</b>	<b>-14,3</b>	<b>-12,9</b>	<b>-9,1</b>	<b>-12,8</b>	<b>-13,6</b>	
% Ventas	-0,05%	-0,09%	-0,08%	-0,05%	-0,07%	-0,07%	
<b>FCL</b>	<b>339,8</b>	<b>420,3</b>	<b>597,8</b>	<b>648,7</b>	<b>792,8</b>	<b>830,7</b>	<b>811,8</b>
% Ventas	2,37%	2,73%	3,65%	3,66%	4,20%	4,15%	3,46%
Δ Anual	-35%	24%	42%	9%	22%	5%	

Fuente: Elaboración propia

El margen del Flujo de Caja Libre se incrementará en el largo plazo, más que proporcionalmente en comparación con los resultados operativos, en gran medida explicado por la desaceleración de la inversión en capital a partir de 2018. El año de 2015 presupuso un cambio de tendencia en este sentido, por lo que el margen estimado para 2016, en línea con los resultados del primer semestre del año, seguirá la misma progresión verificada en años anteriores.

Figura 10 - Evolución Flujo de Caja Libre 2010-2021



Fuente: Elaboración propia

#### 4.4 Margen EBITDA

Al Resultado Operativo estimado (más atrás en 4.2) se pueden añadir las provisiones de depreciaciones y amortizaciones introducidas en el modelo para calcular el valor del Beneficio antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones (EBITDA)<sup>1</sup>.

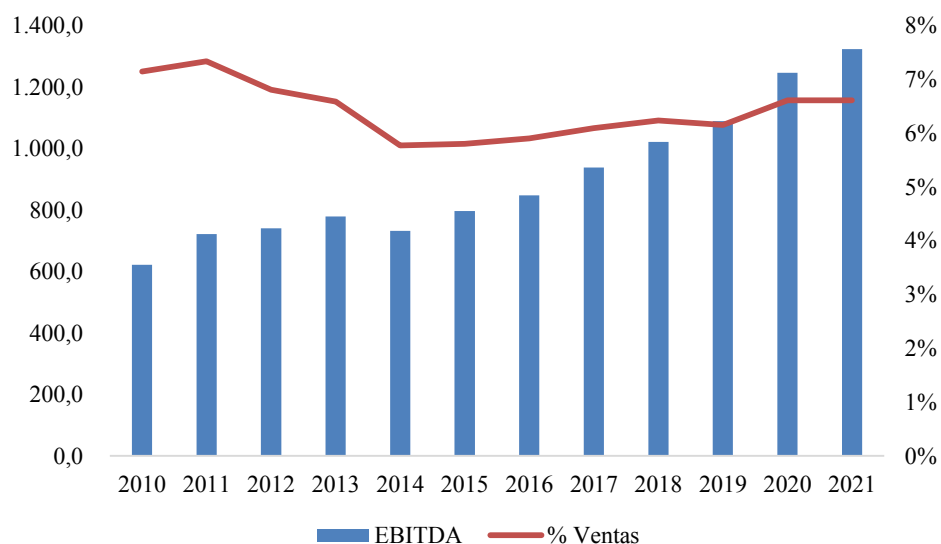
Tabla 7 - EBITDA 2016-2021

Millones de EUR	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E	2021 E	2T 2021E
<b>Resultado Operativo</b>	<b>545,9</b>	<b>615,2</b>	<b>675,0</b>	<b>713,5</b>	<b>848,5</b>	<b>900,9</b>	
<b>Depreciaciones y Amortizaciones</b>	<b>302,0</b>	<b>323,0</b>	<b>346,1</b>	<b>375,6</b>	<b>398,5</b>	<b>422,5</b>	
<b>EBITDA</b>	<b>847,9</b>	<b>938,3</b>	<b>1.021,1</b>	<b>1.089,1</b>	<b>1.247,0</b>	<b>1.323,4</b>	<b>1.285,2<sup>2</sup></b>
% Ventas	6%	6%	6%	6%	7%	7%	
Δ Anual	6%	11%	9%	7%	14%	6%	

Fuente: Elaboración propia

Como resultado se obtiene un EBITDA con un crecimiento constante a lo largo de las previsiones y con un margen de ventas dentro del umbral esperado (6%-7%).

Figura 11 - Evolución EBITDA 2010-2021



Fuente: Elaboración propia

<sup>1</sup> Más información en (Faria, 2015)

<sup>2</sup> Se pondera el año de 2021 al 50%. Valor estimado del EBITDA a 30/06/2021.

## 4.5 Estimación de la tasa de descuento

Se partirá del Modelo de Valoración de Activos Financieros, o también conocido vulgarmente por CAPM (Capital Asset Pricing Model), para cálculo de la rentabilidad exigida por los inversores<sup>1</sup>. En este modelo, además de valorar el retorno de las inversiones, ten en cuenta también eventuales costes de oportunidad para los accionistas<sup>2</sup>. A nivel de coste de financiación ajena, se ajustaran los niveles indicados por la empresa con un modelo de riesgo propio.

### 4.5.1 Coeficiente de volatilidad - Cálculo $\beta$ histórica

$\beta_{jmt}$ : Para medir la sensibilidad de la rentabilidad de Jerónimo Martins, S.A. ante variaciones del índice PSI20.

$$\beta = \frac{Cov(r_{jmt} : r_{psi20})}{Var(r_{psi20})}$$

Se ha obtenido los datos semanales (práctica aceptada por la generalidad de analistas<sup>3</sup>) tanto para título como índice, de los dos últimos años y calculadas sus rentabilidades. Valores extraídos entre 01/07/2014 y 30/06/2016.

- $\beta_{jmt} = 0,908$  – Activo menos volátil que el mercado, en línea con otras fuentes de información<sup>4</sup>.

Se ajustará la beta estimada según la formula sugerida por Damodaran y usada por Bloomberg<sup>5</sup>.

- Una vez que obviamente la sensibilidad de mercado será equivalente a su rentabilidad.

$$\beta_{psi20} = 1$$

$$\beta_{ajustada} = \frac{2}{3} * 0,908 + \frac{1}{3} * 1 = 0,939$$

---

<sup>1</sup> Modelo sintetizado en (Fernández, Valuation Methods and Shareholder Value Creation, 2002, págs. 6-10) o

<sup>2</sup> Ver (Fama & French, 2004)

<sup>3</sup> De modo a mitigar las variaciones “non-trading” de los precios diarios, se usa por convención valores semanales y así limitar los movimientos. En el caso concreto de nuestra empresa resultaría una beta inferior caso usáramos valores diarios. Véase (Tofallis, 2008) y (Bank of America Merrill Lynch, 2015, págs. 4-6)

<sup>4</sup> Ver otras fuentes de información en Tabla 17 en pág. 5 de anexos)

<sup>5</sup> (Damodaran, Estimating Risk Parameters, 2002, pág. 11)

#### 4.5.2 Rentabilidad exigida por el accionista - Cálculo $k_e$

➤  $r_f = 3,01\%$

Rentabilidad libre de riesgo. Se usará el precio de cierre a 30/06/2016, del bono del Estado portugués a 10 años considerándose como el activo de menor riesgo.<sup>1</sup>

➤  $r_{psi20} = 13,072\%$

Rentabilidad del mercado, en este caso índice PSI20 Lisboa. Se obtiene este valor a través de las tasas de crecimiento, beneficios, dividendos y pay-out ratio de los distintos miembros del índice ponderando por su peso en la constitución del índice.<sup>2</sup>

$$k_e = 3,01\% + 0,939 (13,072\% - 3,01\%)$$

$$k_e = 12,46\%$$

#### 4.5.3 Coste de financiación ajena - Cálculo $k_d$ (antes de impuestos)

➤ Deuda Total = 468M<sup>3</sup>

- Deuda Corto Plazo - 30% (EUR 139M) – coste medio a 0,52%
  - Deuda Largo Plazo - 70% (EUR 329M) – coste medio a 2,99%
- } 2,97%

Como la empresa no tiene un nivel de rating atribuido se usará una tasa de ajuste a este coste de deuda. Según nuestro modelo de riesgo (ver Tabla 14 en pág. 4 de anexos) la empresa se sitúa cerca del escalón BBB+/Baa1 por lo que usaremos la tasa de 1,32.

$$k_d = \frac{2,97\%}{1,32} = 2,25\%$$

#### 4.5.4 Cálculo da tasa de descuento - Coste Medio Ponderado de Capital (WACC)<sup>4</sup>

➤  $k_e = 12,46\%$                       ➤  $k_d = 2,97\%$                       ➤  $t = 23,95\%^5$

$$WACC = 12,46\% * \frac{8.910,8M}{9.378,8M} + 2,25\% * (1 - 23,95\%) * \frac{468M}{9.378,8M}$$

$$WACC=11,95\%$$

<sup>1</sup> Véase (EY, 2015) y (Bank of America Merrill Lynch, 2015, pág. 3)

<sup>2</sup> Fuente Bloomberg

<sup>3</sup> Para mayor desglose, ver datos providenciados por la empresa en Tabla 18 en pág. 5de anexos

<sup>4</sup> Según (Damodaran, Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, 2012, págs. 16-22)

<sup>5</sup> La tasa efectiva publicada por la empresa para la primera mitad del año. (Jerónimo Martins, 2016)

## 4.6 Estimación Valor Residual

### 4.6.1 Modelo de Crecimiento estable - tasa crecimiento perpetuo (tasa $g$ )<sup>1</sup>

Este modelo se basa en que la empresa pueda seguir con un crecimiento estable además de poder reinvertir sus flujos de caja. Siendo así, se entiende que el valor residual como el el valor infinito de los flujos futuros, suponiendo que estos crecen a una tasa anual y acumulativa constante.

Para hallar esta tasa de crecimiento se tendrá en cuenta:

- Primero, la rentabilidad del capital invertido (ROIC)<sup>2</sup>, como la ratio entre el Beneficio operativo antes de intereses pero después de impuestos (BAIDT) del periodo (2016) y el valor contable del capital invertido (30/06/2016)<sup>3</sup>.
- Por otro lado, la tasa de inversión neta (TIN) que mide la inversión en nuevas oportunidades de crecimiento con relación a los flujos de caja generados por la empresa, también se puede entender como la tasa de reparto del BAIDT.

$$g = ROIC * TIN = \frac{BAIDT}{Capital\ invertido^4} * \left(1 - \frac{FCL}{BAIDT}\right)$$

$$g = \frac{406,7}{2.061,1} * \left(1 - \frac{339,8}{406,7}\right)$$

$$g = 3,2\%^5$$

- Con esta tasa de crecimiento perpetuo:

$$VR = FCL_{2T2021} * (1 + g) / (WACC - g)$$

$$VR_{actualizado} = \frac{FCL_{2T2021} * (1 + g) / (WACC - g)}{(1 + WACC)^5}$$

- $FCL_{2T2021} = 811,8 M$
- $WACC = 11,95\%$
- $g = 3,2\%$

$$VR_{actualizado} = 5.445M$$

<sup>1</sup> Según (Mascareñas, 2011, págs. 325-330)

<sup>2</sup> (Koller, Goedhart, & Wessels, 2015, págs. 57-59)

<sup>3</sup> Una vez que se puede calcular el capital invertido como la media entre la cifra al inicio y final del periodo, se usaran los valores presentados por la empresa en la mitad del ejercicio.

<sup>4</sup> Ver Tabla 19 en pág. 7 de anexos

<sup>5</sup> Este valor se encuentra dentro de los valores indicados por Bloomberg según WACC y tasa de crecimiento del flujo de caja para el último año de previsión. Ver Tabla 21 en pág 8 de anexos.

#### 4.6.2 Modelo de Múltiplos – Valor Empresa / EBITDA

En este método el valor residual se calcula partiendo como base el valor de EBITDA para el último año de la estimación, actualizándolo de acuerdo con otras empresas comparables<sup>1</sup>. Se usará la ratio Enterprise Value / EBITDA. Valor Empresa con base en la cotización de cierre para el mismo día la valoración (30/06/2016) y EBITDA indicado en la última presentación de resultados de cada una de las empresas.

Tabla 8 - Múltiplos sector Distribución Europa - EV/EBITDA<sup>2</sup>

Ticker		País	EV/EBITDA
<b>FNTS FP</b>	Finatis SA	Francia	16,7x
<b>AXFO SS</b>	Axfood AB	Suecia	12,75x
<b>SON PL</b>	Sonae SGPS	Portugal	9,12x
<b>DIA SM</b>	Distribuidora Internacional de Alimentación SA	España	8,88x
<b>TSCO LN</b>	Tesco PLC	Reino Unido	8,53x
<b>RAL FP</b>	Rallye SA	Francia	8,21x
<b>CA FP</b>	Carrefour SA	Francia	7,13x
<b>AD NA</b>	Koninklijke Ahold Delhaize N.V.	Países Bajos	6,88x
<b>ICA SS</b>	ICA Gruppen AB	Suecia	5,39x
<b>SBRY LN</b>	J Sainsbury plc	Reino Unido	4,75x
<b>DIXY RM</b>	Dixy Group PJSC	Rusia	3,52x
		<b>Media</b>	<b>8,35</b>

Fuente: Últimos resultados de cada empresa a 30/06/2016- Elaboración propia

Las empresas seleccionadas para este cálculo tienen, en media, un Valor Empresa 8,35 veces superior a su EBITDA.

$$VR_{actualizado} = \frac{EBITDA_{2T2021} * \bar{X} \frac{EV}{EBITDA} \text{ multiplos}}{(1 + WACC)^5}$$

$$\begin{aligned} \text{➤ } EBITDA_{2T2021} &= 1.285,2 \text{ M} & \text{➤ } \bar{X} \frac{EV}{EBITDA} \text{ multiplos} &= 8,35x & \text{➤ } WACC &= 11,95\% \end{aligned}$$

$$VR_{actualizado}^B = 6.103,1M$$

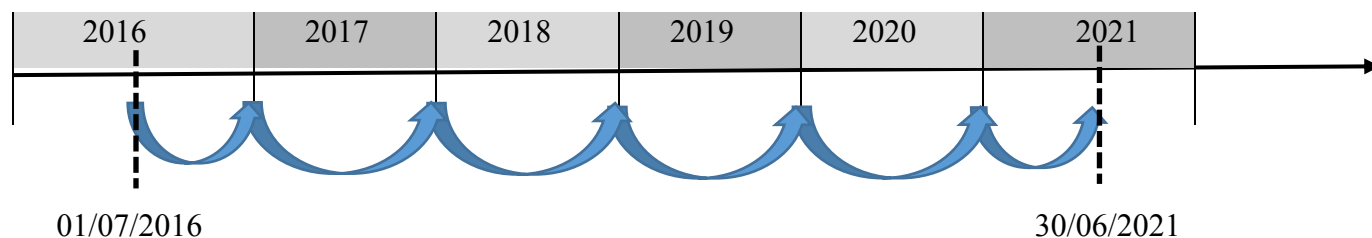
<sup>1</sup> Véase (Damodaran, Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, 2012, pág. 427)

<sup>2</sup> Más información en Tabla 23 en pág. 9 de anexos.

## 4.7 Valor Empresa – Enterprise Value

Una vez que las previsiones son a 5 años y se consideran como momento inicial y final para la valoración el inicio del 3<sup>er</sup> trimestre de 2016 y el término del 2<sup>o</sup> trimestre de 2021, respectivamente, se ponderan los flujos para ambos años al 50%<sup>1</sup>.

Figura 12 - Descripción gráfica de actualización de flujos futuros



Fuente: Elaboración propia

$$V = 50\% * \frac{FCL_{2016}}{(1 + wacc)^{0,25}} + \frac{FCL_{2017}}{(1 + wacc)} + \frac{FCL_{2018}}{(1 + wacc)^2} + \frac{FCL_{2019}}{(1 + wacc)^3} +$$

$$+ \frac{FCL_{2020}}{(1 + wacc)^4} + 50\% * \frac{FCL_{2021}}{(1 + wacc)^{4,75}} + VR_{actualizado}$$

➤  $FCL_{2016} = 339,8 \text{ M}$

➤  $FCL_{2017} = 420,3 \text{ M}$

➤  $FCL_{2018} = 597,4 \text{ M}$

➤  $FCL_{2019} = 648,7 \text{ M}$

➤  $FCL_{2020} = 792,8 \text{ M}$

➤  $FCL_{2021} = 830,6 \text{ M}$

### Método Tasa Crecimiento Perpetuo

$$VR_{actualizadoA} = 5.445 \text{ M}$$

$$\text{Valor Empresa}_A = 7.672,7 \text{ M}$$

### Método Múltiplos EV/EBITDA

$$VR_{actualizadoB} = 6.103,1 \text{ M}$$

$$\text{Valor Empresa}_B = 8.330,8 \text{ M}$$

<sup>1</sup> (Hitchner R., 2006, págs. 115-127)

## 4.8 Cálculo Valor Acción

Una vez estimado el Valor Empresa por los distintos métodos se deberá calcular el Valor del Patrimonio Neto y consecuente Valor de cada una de las acciones de la empresa<sup>1</sup>.

$$\text{Valor Acción} = \frac{\text{Valor empresa} - \text{Deuda Financiera Neta} - \text{Participaciones Minoritarias}}{\text{Número de acciones ordinarias}}$$

$$\text{Deuda Financiera Neta} = \text{Deuda Total} - \text{Caja y Valores Negociables}$$

- *Deuda Financiera Neta*<sup>2</sup> = 273M
- *Número de acciones ordinarias* = 629,29M
- *Participaciones Minoritarias*<sup>3</sup> = 248M

### Método Tasa Crecimiento Perpetuo

$$\text{Valor Empresa} = 7.672,7 \text{ M}$$

$$\text{Valor Acción} = 11,36 \text{ euros}$$

### Método Múltiplos EV/EBITDA

$$\text{Valor Empresa} = 8.330,8 \text{ M}$$

$$\text{Valor Acción} = 12,41 \text{ euros}$$

<sup>1</sup> Según (Koller, Goedhart, & Wessels, 2015, págs. 267-285)

<sup>2</sup> Deuda Financiera Neta=Deuda Total - Caja y Valores Negociables (ver Tabla 19 en pág. 5 de anexos)

<sup>3</sup> Es necesario deducir las participaciones en empresas donde no se detiene el control de estas.

## 5 Método de Comparación por pares

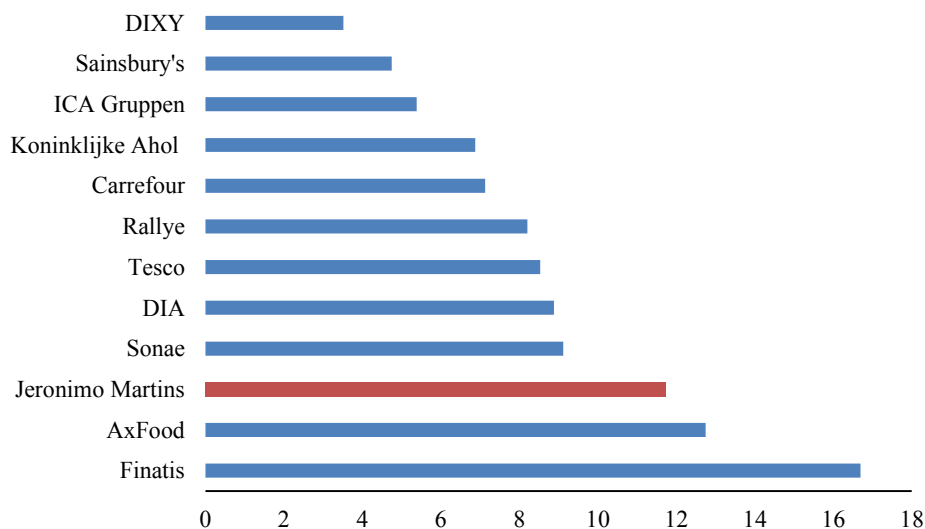
Este método resulta ser bastante sencillo e útil en el momento de contrastar resultados con otros métodos más complejos. Se elige una muestra de empresas comparables, de modo a que se pueda evaluar si Jerónimo Martins se comporta de modo igual a las demás.

### 5.1 Valor Empresa / EBITDA y Valor Empresa / Ingresos

El objetivo principal de este múltiplo es medir el retorno sobre la inversión (ROI) a través de la normalización de diferencias entre compañías. Con el múltiplo EV/EBITDA se acotan las dispersiones a nivel de estructura de capital, impuestos y contabilidad de los activos no circulantes.

Por otro lado, en empresas de distribución, la relación Valor Empresa y su nivel de ingresos suele ser también relevante<sup>1</sup>. En el caso de estos múltiplos, a valores superiores corresponde una sobrevaloración de la empresa, una vez que esta se encuentra generando resultados por debajo de sus comparativas. La empresa resultará más atractiva cuanto menores sean su múltiplos, una vez que presenta expectativas posteriores de revalorización.

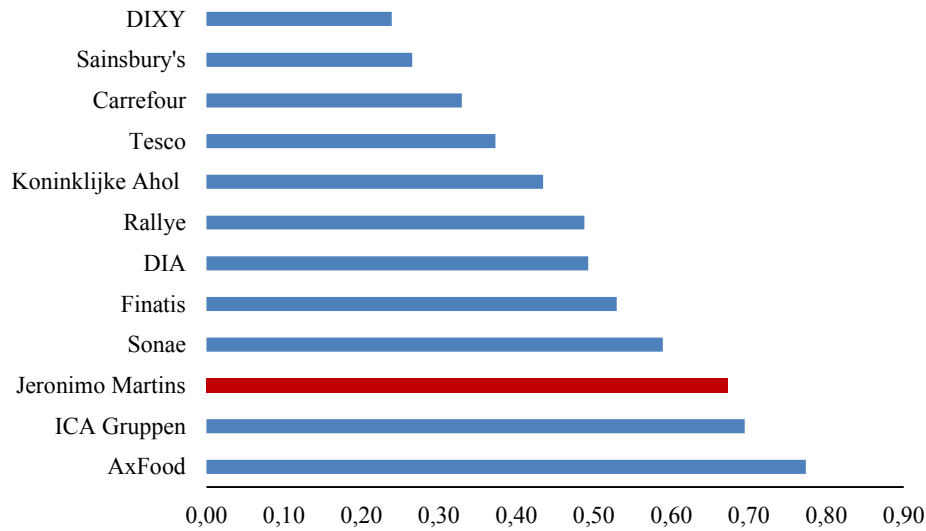
Figura 13 – Enterprise Value/EBITDA



Fuente: Elaboración propia

<sup>1</sup> Según (Koller, Goedhart, & Wessels, 2015, págs. 305-318)

Figura 14 – Enterprise Value / Ingresos



Fuente: Elaboración propia

En ambas figuras<sup>1</sup> se puede contrastar que los múltiplos hallados de Jerónimos Martins se encuentran por encima de la media (11,74 y 8,35 para EBITDA y 0,67 vs 0,47 para Ingresos), así como mediana de los valores de sus comparables. Esta información apunta a que el mercado esté valorando la empresa por encima de su precio real.

$$\text{Valor acción} = \frac{\text{EBITDA} * \bar{X} \frac{EV}{\text{EBITDA}} \text{multiplos} - \text{Deuda Fin Neta} - \text{Part. Minoritarias}}{\text{Número Acciones Ordinarias}}$$

$$\text{Valor acción} = 9,86 \text{ €}$$

$$\text{Valor acción} = \frac{\text{Ingresos} * \bar{X} \frac{EV}{\text{Ingresos}} \text{multiplos} - \text{Deuda Fin Neta} - \text{Part. Minoritarias}}{\text{Número Acciones Ordinarias}}$$

$$\text{Valor acción} = 9,74 \text{ €}$$

<sup>1</sup> Ver Tabla 21 en pág. 8 de anexos para más información.

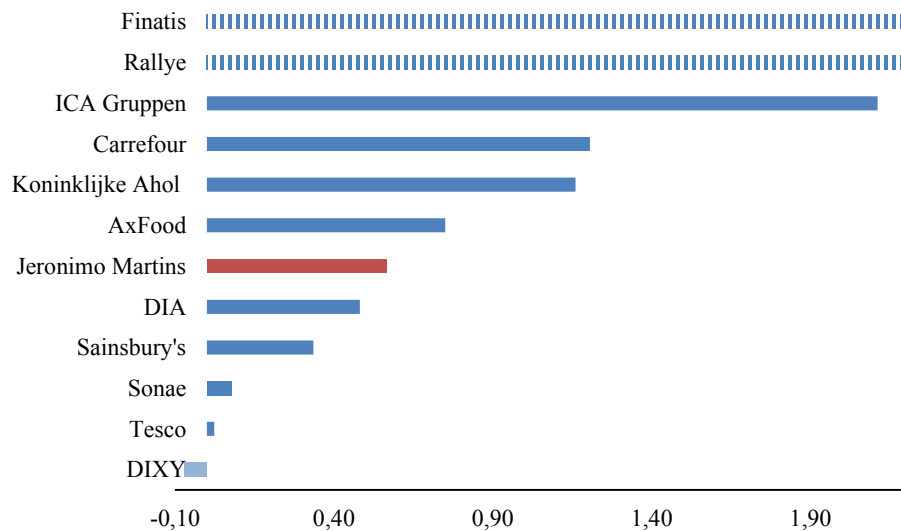
## 5.2 Beneficio por Acción (BPA) y Ratio PER (Price-to-earnings ratio)

La ratio Precio-Beneficio (PER) expresa la valoración que realiza la bolsa de la capacidad de generar beneficios de la empresa, o sea, lo que paga el mercado por cada unidad monetaria de beneficio.

$$BPA = \frac{\text{Beneficio Neto}_{30/06/2016}}{\text{Numero Acciones}_{30/06/2016}}$$

$$PER = \frac{\text{Precio cotización}_{30/06/2016} * \text{Numero Acciones}_{30/06/2016}}{\text{Beneficio Neto}_{30/06/2016}}$$

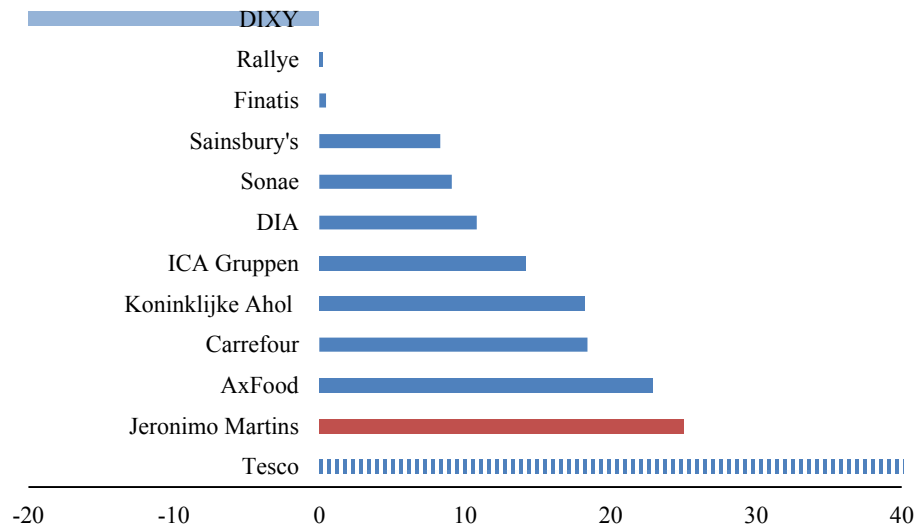
Figura 15 - Beneficio por Acción



Fuente: Elaboración propia

El Beneficio por acción generado por Jerónimo Martins se encuentra dentro del rango de los demás múltiplos (0,57€/acción vs 0,02-2,11€/acción), con excepción de DIXY que ha presentado pérdidas en su ejercicio, así como Finatis S.A. y Rallye S.A. que debido a su alto nivel de deuda en la estructura de capital (+95%). Puesto que un alto BPA induce a comprar la acción, mientras un bajo BPA su venta, se puede entender (pero no afirmar) por este indicador que la cotización de Jerónimo Martins se encuentra ligeramente sobrevalorada.

Figura 16 - Ratio PER



Fuente: Elaboración propia

Al observar que Jerónimo Martins presenta una ratio PER relativamente alta comparativamente con sus múltiplos (25,04 vs 11,41<sup>1</sup>), se entiende que el mercado apunta a elevadas expectativas de crecimiento por parte de la empresa. Un nivel alto de PER indica que la cotización de las acciones es elevada con respecto a sus beneficios obtenidos, por lo tanto, es razonable poder considerar de que se tratan de acciones sobrevaloradas<sup>2</sup>.

$$\text{Valor acción} = \bar{X} \text{ PER multiplos} * BPA$$

$$\text{Valor acción} = 6,45 \text{ €}$$

<sup>1</sup> Se excluyen los valores de PER obtenidos para DIXY y Tesco

<sup>2</sup> Véase (CaixaBank, 2015)

## 6 Método Descuento de los Dividendos

Este método, pese a que sea un cálculo rápido, ayuda en el contraste de los resultados anteriores, siendo que refleja cuanto se debería pagar teniendo en cuenta el retorno de capital deseado, estimando a groso modo el promedio de crecimiento de los dividendos futuros.

Como la valoración tiene por fecha la mitad del periodo acumulado de dividendos (30/06/2016) y una vez que solamente se puede acceder al importe de dividendos anuales, se estimará el dividendo a 30/06/2017, en lugar de a final del ejercicio de 2016.

$$\text{Valor Acción}_{30/06/2016} = \frac{(\text{Dividendos}_{2015}) * (1 + g)^{1,5}}{K_e^1 - g}$$

$$\text{Payout Ratio} = \frac{\text{Dividendo por acción}^2}{\text{Beneficio por acción}^3} = \frac{0,33\text{€}^4}{0,57\text{€}} = 58,89\%$$

$$\text{ROE} = \frac{\text{Beneficio Neto}^5}{\text{Patrimonio Neto}^5} = \frac{355,87}{1593,22} = 22,34\%$$

$$g = 9,40\%$$

$$\text{Valor Acción}_{30/06/2016} = \frac{0,33\text{€} * (1 + 9,40\%)^{1,5}}{12,46\% - 9,40\%} = 12,36 \text{ €}$$

$$\text{Valor Acción}_{30/06/2016} = 12,36 \text{ €}$$

---

<sup>1</sup> Ver 4.5.2 en pág. 22

<sup>2</sup> La empresa ha presentado un dividendo de 0,265€/acción pero procedió al pago anticipado de dividendo en 2015 para ahorro fiscal.

<sup>3</sup> Ver Tabla 21 en pág. 9 de anexos o apartado 6.2 en pág. 33

<sup>4</sup> La empresa ha presentado un dividendo de 0,265€/acción pero procedió al pago anticipado de dividendo en 2015 para ahorro fiscal.

<sup>5</sup> Ver Tabla 19 en pág. 7 de anexos.

## 7 Análisis de sensibilidad

### 7.1 Tasa de descuento y tasa de crecimiento perpetuo

Modelo Crecimiento Perpetuo	
Precio Acción (30/06/2016)	14,16
Valor Acción Estimado	11,36

		Tasa Crecimiento (g)				
		2,0%	2,6%	3,2%	3,8%	4,4%
Tasa de Descuento (WACC)	10,0%	13,19	14,09	15,16	16,44	17,99
	11,0%	11,54	12,23	13,02	13,94	15,03
	12,0%	10,23	10,76	<b>11,36</b>	12,06	12,86
	13,0%	9,17	9,59	10,06	10,59	11,20
	14,0%	8,28	8,62	9,00	9,42	9,89
		2,0%	2,6%	3,2%	3,8%	4,4%
Tasa de Descuento (WACC)	10,0%	-7%	0%	7%	16%	27%
	11,0%	-18%	-14%	-8%	-2%	6%
	12,0%	-28%	-24%	<b>-20%</b>	-15%	-9%
	13,0%	-35%	-32%	-29%	-25%	-21%
	14,0%	-42%	-39%	-36%	-33%	-30%

Fuente: Elaboración propia

A nivel de sensibilidad, como sería de esperar la tasa de crecimiento perpetuo (g) influencia de modo positivo el valor estimado de las acciones. Se consigue saber que 1 punto básico en la variación de la tasa de crecimiento perpetuo vale 1,1 céntimos de euro en el valor de la acción (6,7M € Valor Empresa). Por otro lado, la tasa de descuento tiene una correlación negativa con el valor de la acción, además de que este precio teórico se revela menos sensible antes variaciones de WACC comparativamente con la tasa g.

Modelo Multiplos EBITDA	
Precio Acción (30/06/2016)	14,16
Valor Acción Estimado	12,41

		Múltiplos comparables (x EBITDA)				
		7,0x	8,0x	8,35x	9,0x	10,0x
Tasa de Descuento (WACC)	10,0%	11,78	13,06	13,50	14,33	15,60
	11,0%	11,30	12,52	12,94	13,73	14,95
	12,0%	10,84	12,00	<b>12,41</b>	13,17	14,33
	13,0%	10,41	11,52	11,91	12,63	13,74
	14,0%	9,99	11,05	11,43	12,12	13,18
		7,0x	8,0x	8,35x	9,0x	10,0x
Tasa de Descuento (WACC)	10,0%	-17%	-8%	-5%	1%	10%
	11,0%	-20%	-12%	-9%	-3%	6%
	12,0%	-23%	-15%	<b>-12%</b>	-7%	1%
	13,0%	-27%	-19%	-16%	-11%	-3%
	14,0%	-29%	-22%	-19%	-14%	-7%

Fuente: Elaboración propia

Del mismo modo que la tasa g, un aumento en múltiplo de EBITDA usado para calcular el valor residual influencia también positivamente el valor de las acciones. En este caso, 0.01 veces el valor del múltiplo elegido “vale” 1,2 céntimos de euro en cada una de las acciones (7,3M € en términos de Enterprise Value).

## 7.2 Tasas implícitas de ambos modelos

Las siguientes figuras pretenden reflejar la relación implícita entre ambos métodos de cálculo de valor residual.

Modelo Crecimiento Perpetuo	
Precio Acción (30/06/2016)	14,16
<b>Valor Acción Estimado</b>	<b>11,36</b>

		Tasa Crecimiento (g)					
		2,0%	2,6%	3,2%	3,8%	4,4%	
Tasa de Descuento (WACC)	10,0%	13,19	14,09	15,16	16,44	17,99	
	11,0%	11,54	12,23	13,02	13,94	15,03	
	12,0%	10,23	10,76	<b>11,36</b>	12,06	12,86	
	13,0%	9,17	9,59	10,06	10,59	11,20	
	14,0%	8,28	8,62	9,00	9,42	9,89	
			2,0%	2,6%	3,2%	3,8%	4,4%
	10,0%	8,1x	8,8x	9,7x	10,7x	11,9x	
	11,0%	7,2x	7,8x	8,4x	9,2x	10,1x	
	12,0%	6,5x	6,9x	7,4x	8,0x	8,7x	
	13,0%	5,9x	6,3x	6,7x	7,2x	7,7x	
14,0%	5,4x	5,7x	6,1x	6,5x	6,9x		

Fuente: Elaboración propia

Esta información indica que para la tasa g de 3,2% usada en el primer método de cálculo, su valor equivalente sería de 7,4 veces EV/EBITDA como multiplicador. Mientras, de modo inverso, el segundo sistema de cálculo usando por base los múltiplos comparables, implica una tasa de crecimiento perpetuo de 4,08%.

Modelo Múltiplos EBITDA	
Precio Acción (30/06/2016)	14,16
<b>Valor Acción Estimado</b>	<b>12,41</b>

		Múltiplos comparables (x EBITDA)					
		7,0x	8,0x	8,4x	9,0x	10,0x	
Tasa de Descuento (WACC)	10,0%	11,78	13,06	13,50	14,33	15,60	
	11,0%	11,30	12,52	12,94	13,73	14,95	
	12,0%	10,84	12,00	<b>12,41</b>	13,17	14,33	
	13,0%	10,41	11,52	11,91	12,63	13,74	
	14,0%	9,99	11,05	11,43	12,12	13,18	
			7,0x	8,0x	8,35x	9,0x	10,0x
	10,0%	0,85%	1,90%	2,22%	2,74%	3,42%	
	11,0%	1,77%	2,83%	3,15%	3,67%	4,36%	
	12,0%	2,68%	3,76%	<b>4,08%</b>	4,61%	5,30%	
	13,0%	3,60%	4,68%	5,01%	5,54%	6,24%	
14,0%	4,52%	5,61%	5,94%	6,48%	7,18%		

Fuente: Elaboración propia

Resulta particularmente interesante comprender la relación entre ambas metodologías, donde se concluye que las perspectivas de crecimiento futuras de las empresas comparables aparentan ser superiores a las de Jerónimo Martins.

### 7.3 Rentabilidad sin riesgo, prima de riesgo de mercado y beta

Se pretende ahora analizar la sensibilidad del precio de la acción ante variaciones en la rentabilidad del activo sin riesgo, prima de riesgo y beta.

#### Modelo Crecimiento Perpetuo

Precio Acción (30/06/2016)	14,16
Valor Acción Estimado	11,36

		Prima Riesgo Mercado (beta fijo)				
		12,00%	11,00%	10,06%	9,00%	8,00%
Rentabilidad Activo Sin Riesgo	2,60%	9,68	10,75	11,97	13,53	15,35
	2,80%	9,47	10,50	11,67	13,16	13,52
	3,01%	9,27	10,26	<b>11,36</b>	12,79	14,42
	3,20%	9,09	10,04	11,11	12,47	14,03
	3,40%	8,91	9,82	10,85	12,15	13,64
			Beta (prima de riesgo fija)			
		1,200	1,000	0,908	0,800	0,600
2,60%	9,54	11,09	11,97	13,03	15,67	
2,80%	9,34	10,83	11,67	12,68	15,19	
3,01%	9,14	10,57	<b>11,36</b>	12,34	14,71	
3,20%	8,96	10,34	11,11	12,04	14,30	
3,40%	8,78	10,11	10,85	11,85	13,89	

Fuente: Elaboración propia

Visto que la tasa de descuento depende de la rentabilidad del activo sin riesgo, sería de esperar que incrementos en esta rentabilidad o consecuentes decrecimientos en la prima de riesgo, aumentara el valor teórico.

#### Modelo Multiplos EBITDA

Precio Acción (30/06/2016)	14,16
Valor Acción Estimado	12,41

		Prima Riesgo Mercado (beta fijo)				
		12,00%	11,00%	10,06%	9,00%	8,00%
Rentabilidad Activo Sin Riesgo	2,60%	11,74	12,18	12,62	13,13	13,63
	2,80%	11,65	12,09	12,52	13,02	14,49
	3,01%	11,56	11,99	<b>12,41</b>	12,91	13,41
	3,20%	11,47	11,90	12,32	12,82	13,31
	3,40%	11,38	11,81	12,22	12,72	13,20
			Beta (prima de riesgo fija)			
		1,200	1,000	0,908	0,800	0,600
2,60%	11,68	12,31	12,62	12,99	13,71	
2,80%	11,59	12,22	12,52	12,88	13,60	
3,01%	11,49	12,11	<b>12,41</b>	12,78	13,48	
3,20%	11,41	12,02	12,32	12,68	13,38	
3,40%	11,32	11,93	12,22	12,58	13,27	

Fuente: Elaboración propia

Por otro lado, se observa también que cuanto más correlacionado se encuentra la rentabilidad de las acciones de la empresa y la rentabilidad de mercado, menor será el precio estimado de sus acciones.

## 7.4 Rentabilidad Accionista y crecimiento dividendos

### Modelo Descuento Dividendos

Precio Acción (30/06/2016)	14,16
<b>Valor Acción Estimado</b>	<b>12,36</b>

		Rentabilidad Accionista (Ke)				
		13,50%	13,00%	12,46%	12,00%	11,50%
Tasa crecimiento Dividendos (g)	10,00%	10,88	12,69	15,48	19,04	25,38
	9,75%	10,12	11,67	14,00	16,86	21,68
	9,40%	9,22	10,50	<b>12,36</b>	14,55	18,02
	9,25%	8,87	10,05	11,74	13,70	16,75
	9,00%	8,35	9,39	10,85	12,52	15,02

Fuente: Elaboración propia

A través de la tabla se verifica que el modelo es extremadamente sensible a las variables de entrada. Pequeñas variaciones en el crecimiento del dividendo hace que la valoración de la compañía se altere enormemente.

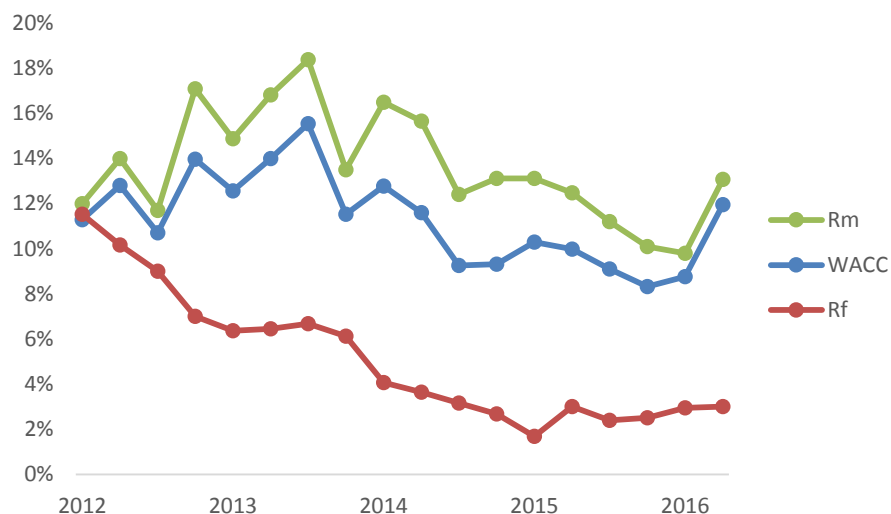
Cuanto menor sea la rentabilidad exigida por el accionista, mayor será el valor de la acción, mientras que la tasa de crecimiento de dividendos influye de modo positivo en su precio objetivo.

## 8 Conclusiones

### 8.1 WACC

La tasa de descuento obtenida se encuentra en línea con los WACC trimestrales obtenidos anteriormente siguiendo la misma metodología. Por lo tanto, visto que no hubo ningún cambio significativo en la estructura de la empresa se puede entender que la tasa de descuento es válida.

Figura 17 - Evolución WACC y Rentabilidades 2012-2016



Fuente: Elaboración propia

A través de la consulta de la relación histórica entre el WACC de Jerónimo Martins y las rentabilidades de mercado, se concluye que la tasa de descuento usada respeta la relación existente entre ambas variables. Sabiendo de antemano la elevada sensibilidad del título de la empresa a la cotización del índice, sería de esperar que la tasa de descuento encontrada se siguiera comportando del mismo modo que la rentabilidad del mercado.

## 8.2 EBITDA

Se constata que según las estimaciones del Método DFC que los valores de crecimiento de EBITDA y sus ratios se encuentran en línea con los niveles históricos de la empresa (Ver más atrás en Figura 11 en pág. 21). Sin embargo, a través del método de Múltiplos comparativos, se concluye que el EBITDA de Jerónimo Martins se encuentra por debajo de los valores medios de la industria. (Ver más atrás Tabla 8 en pág. 25 y Figura 13 en pág. 28).

De cualquier modo, el EBITDA aunque comúnmente utilizado como sustituto de los estados financieros (balance, cuenta de pérdidas y ganancias o memoria), no refleja una imagen fiel de la situación económica de la empresa.

El EBITDA es útil para valorar la capacidad de la empresa para hacer frente a sus deudas a corto plazo pero, a nivel individual, su análisis no puede garantizar conclusiones concretas.

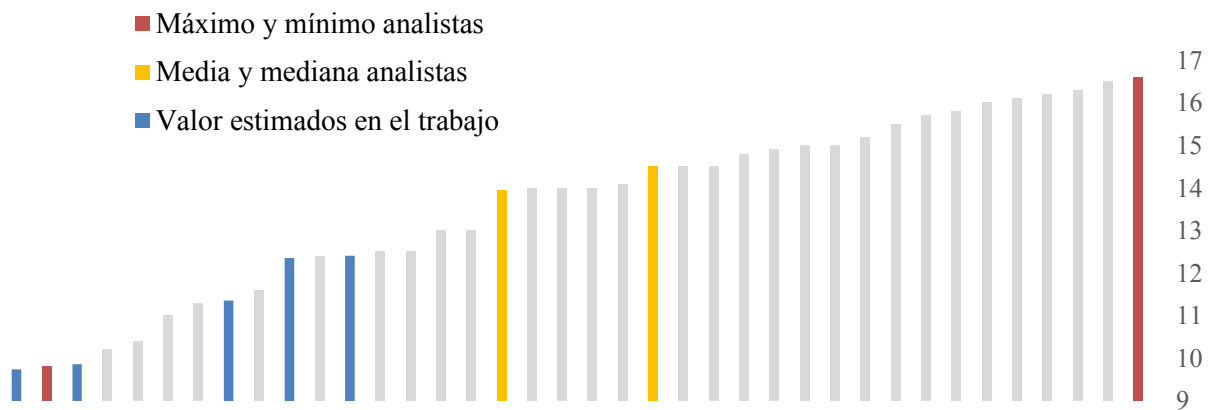
Siendo así, aunque todo este indicador esté en línea con el desempeño de la empresa y presente un margen sobre este, en comparativa con las demás empresas, hay que enfocar los resultados obtenidos anteriormente. (punto 5 de la pág. 28)

### 8.3 Precio Objetivo Acción

A la fecha de 30 de junio de 2016 los fondos propios de Jerónimo Martins S.A. eran constituidos por 629,29 millones de acciones ordinarias. No existiendo acciones de otro cualquier tipo, ha sido entonces este el número usado para cálculo del precio teórico de la acción a lo largo de todo el trabajo.

Finalizado el estudio, se han encontrado distintos valores para el precio de la acción de la empresa., así como diferentes posiciones del precio de mercado en relación a sus competidores, pero todos ellos han apuntado en una misma dirección.

Figura 18 - Valor Acción



Fuente: Elaboración propia

Tabla 9 - Valoración principales analistas

Entidad	Analista	Precio Objetivo	Fecha
BPI	Jose Rito	16,60	06/09/2016
J.P. Morgan	Estelle Weingrod	16,50	21/07/2016
Jefferies	James Grzanic	16,30	08/08/2016
PKO BP Securities	Wlodzimierz Giller	16,20	21/07/2016
Ipopema Securities	Krzysztof Kuper	16,10	08/02/2016
UBS	Michal Potyra	16,00	19/05/2016
Berenberg	Batuhan Karabekir	15,80	29/07/2016
Haitong	Filipe Rosa	15,70	30/06/2016
Exane BNP Paribas	Andrew Gwynn	15,50	28/07/2016
Caixa Banco de Investimento(ESN)	Andre Rodrigues	15,20	28/07/2016
Morgan Stanley	Edouard Aubin	15,00	08/08/2016
Wood & Company	Lukasz Wachelko	15,00	02/08/2016
Dom Maklerski mBanku SA	Piotr Bogusz	14,90	18/04/2016
Grupo Santander	Tim Attenborough	14,80	01/08/2016
HSBC	Jerome Samuel	14,50	20/07/2016
Natixis	Pierre-Edouard Boudot	14,50	13/01/2016
<b>Mediana Analistas</b>		<b>14,50</b>	
Banco de Investimento Global SA	Joao Lampreia	14,09	08/03/2016
Goldman Sachs	Robert Joyce	14,00	31/08/2016
Kepler Cheuvreux	Inigo Egusquiza Castellanos	14,00	29/07/2016
Fidentiis Equities	Patricia Cifuentes	14,00	13/07/2016
<b>Media Analistas</b>		<b>13,95</b>	
Macquarie	Sreedhar Mahamkali	13,00	19/08/2016
Erste Group	Marek Czachor	13,00	17/06/2016
Tradition Securities & Futures	Christian Guyot	12,50	22/07/2016
Millennium Dom Maklerski	Marcin Palenik	12,50	22/02/2016
<b>Método DFC – modelo múltiplos EBITDA</b>		<b>12,41</b>	
BBVA	Juan Ros Padilla	12,40	07/09/2016
<b>Método Descuento de los Dividendos</b>		<b>12,36</b>	
Bryan Garnier & Cie	Antoine Parison	11,60	28/07/2016
<b>Método DFC – valor crecimiento perpetuo</b>		<b>11,36</b>	
Raymond James	Cedric Lecasble	11,30	28/07/2016
Barclays	Nicolas Champ	11,00	28/07/2016
AlphaValue	Ranya Gnaba	10,40	25/08/2016
EVA Dimensions	Neil Fonseca	10,20	15/08/2016
<b>Método Múltiplos EV/EBITDA</b>		<b>9,86</b>	
VTB Capital	Maria Kolbina	9,80	22/08/2016
<b>Método Múltiplos EV/Ingresos</b>		<b>9,74</b>	

Fuente: Elaboración propia

Comparando los resultados con lo de los principales analistas de distintas entidades se puede concluir que se encuentra dentro del umbral de precios objetivo apuntados, lo que soporta, una vez más, la efectividad de este trabajo.

De cualquier modo, hay que resaltar el proteccionismo del estudio una vez que se encuentra por debajo, tanto de la media como mediana, de los valores indicados por los analistas financieros.

No es posible conocer los métodos de valoración utilizados por las demás entidades, así como la posible existencia de información privilegiada en sus previsiones, por lo podrá representar desventaja en el momento de realizar las estimaciones.

Siendo así, se puede afirmar entonces, que de acuerdo con las metodologías usadas, los resultados obtenidos y los valores comparables, que la empresa se encuentra cotizando por encima de su precio teórico real, estando por lo tanto **sobrevalorada**.

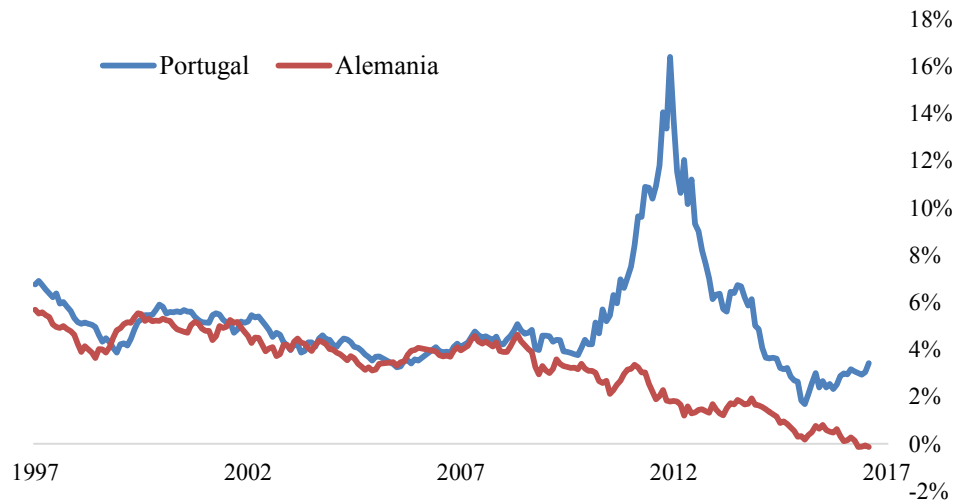


## 8.4 Valoración – Estimación vs Mercado y Analistas

### 8.4.1 Prima de riesgo demasiado elevada:

La reciente realidad de tipos de interés negativos y cada vez más bajas rentabilidades de los bonos gubernamentales pueden, de cierto modo, aumentar la tasa de descuento utilizada. En el punto 7.3 (pág. 35), se ha observado que una baja rentabilidad del activo sin riesgo influencia de modo positivo la prima de riesgo usada y consecuentemente conlleva a una menor valoración. Los bonos del Estado portugués podrían estar “pagando” demasiado en relación a lo que sería de esperar para el nivel de riesgo.

Figura 19 - Histórico Rentabilidad Deuda 10 años



Fuente: Elaboración propia

Tomando la rentabilidad histórica del bund a 10 años como “benchmark” y dejando de lado la comparación entre niveles de riesgo de ambos países, es notoria la especulación en la deuda portuguesa. No es del todo comprensible, dentro del panorama político europeo actual, un spread por riesgo de impago tan enmarcado.

Puede darse el caso de que algunos analistas tengan este factor de descuento contemplado en sus modelos de valoración.

#### 8.4.2 Otras rentabilidades libres de riesgo y/o betas

Se sabe que la correlación entre la cotización de Jeronimo Martins y el índice PSI20 es bastante elevada (0,908), a la vez que, la relación con los índices de Polonia (WIG20) y Colombia (COLCAP) son 0,575 y 0,616<sup>1</sup>, respectivamente. Por otro lado, a 30 de junio de 2016, la rentabilidad de los bonos a 10 años polacos era de 2,95%, mientras que la de Colombia de 7,594%.

Manteniendo el mismo coste de financiación ajena, así como rentabilidad de mercado y usando los índices y rentabilidades de Polonia y Colombia, se obtiene los siguientes valores indicativos:

Tabla 10 - Ajuste tasa descuento a Polonia y Colombia

	$\beta$	$\beta$ ajust	Rf	Rm-Rf	Ke	WACC	Precio
<b>PSI20</b>	0,908	0,938667	3,01%	10,06%	12,46%	11,95%	11,36
<b>WIG20</b>	0,575	0,716667	2,95%	10,12%	11,67%	11,20%	12,43
<b>COLCAP</b>	0,616	0,744	7,59%	5,48%	10,20%	9,81%	15,12

Fuente: Bloomberg – Elaboración propia

En esta valoración se ha usado una tasa de descuento aceptada a nivel académico con rendimiento libre de riesgo y sensibilidad al mercado portugueses. Hay la posibilidad de que los analistas profesionales usen otros métodos de cálculo, de acuerdo con la geografía donde la empresa tiene ubicado gran parte de su negocio (Polonia) y/o sus principales perspectivas de futuro (Colombia).

En la Tabla 10 se puede ver la diferencia de valoración por acción según la tasa de descuento estimada. Tomando valores de Polonia y Colombia, el precio objetivo sería ligeramente superior a los alcanzados en este estudio.

#### 8.4.3 Dividendo extraordinario y tasa crecimiento superior

Como practica ocurrida en años anteriores la empresa parece ponderar el pago de un dividendo extraordinario para el año de 2016<sup>2</sup>. Algunos analistas deciden también apuntar una repartición de dividendo elevada con base en una tasa de crecimiento de dividendo bastante superior a la calculada en el apartado 6. De recordar que el valor de la acción es altamente sensible al valor del dividendo (ver punto 7.4).

<sup>1</sup> Realizado el mismo método de cálculo de la Tabla 24 en pág.11 de anexos

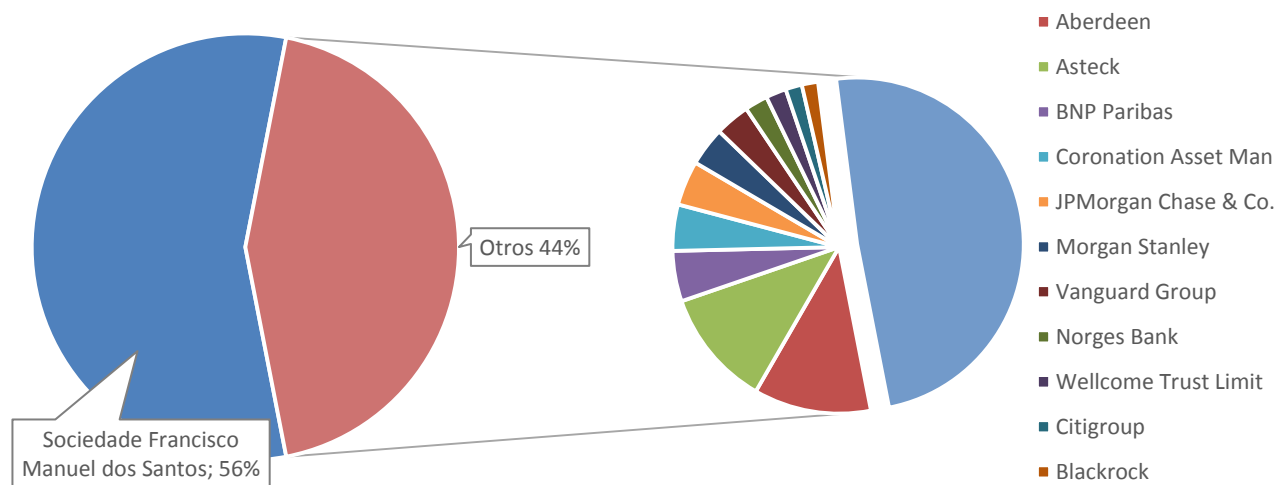
<sup>2</sup> (Carregueiro, 2016)

#### 8.4.4 Mayoría accionista y demanda renta variable

Con los actuales tipos de interés en el mercado interbancario en continuo decrecimiento y la rentabilidad de los productos de renta fija en el mismo sentido, se presencia una creciente demanda en los instrumentos de renta variable por parte de los inversores, principalmente de las empresas con niveles de deuda mínimos. En este caso entre Jerónimo Martins se presenta como una empresa con resultados consolidados, bajo apalancamiento y principalmente con una estructura accionista sólida, lo que inspira confianza en la gran mayoría de inversores<sup>1</sup>.

Será importante resaltar que “el control vale dinero”<sup>2</sup>, por lo que las acciones en manos del accionista mayoritario podrán valer más que el precio de mercado. Además de lo anterior, se sabe que cuanto menor sea el “free-float” de un título, mayor deberá ser su precio de mercado.

Figura 20 - Estructura accionista a 30-06-2016



Fuente: Bloomberg – Elaboración propia.

<sup>1</sup> (C.Y.Wong, 2013)

<sup>2</sup> Citado de (Mascareñas, 2011, págs. 30-31)

## 8.5 Comentario general

Queda claro que el correcto uso del modelo y su carencia de errores técnicos, pese a que sea la base la valoración, la parte más importante son las hipótesis o supuestos utilizados. Cuanto más exhaustivo y concreto sea el estudio de todas las variables de la empresa y su entorno, más fácilmente se podrá atingir una correcta valoración.

Dado que el valor de la empresa depende largamente de su capacidad de generar flujos, se cree entonces que el método de descuento de flujos será el más adecuado. No obstante, los demás métodos utilizados han ayudado a fundamentar sus resultados.

En suma, toda esta información es relevante en el momento de tomar una decisión, pero dado que la valoración de empresas no es una ciencia exacta, no hay valores irrefutables.

No se puede ignorar que algo solamente vale aquello que se está dispuesto a pagar por ello, citando a Adam Smith<sup>1</sup>, o que el valor de un activo puede ser influenciado por el valor de otro activo, según la Teoría del equilibrio general de Walras<sup>2</sup>. Por lo que si, además, se suma la “teoría del mono ciego” de Malkiel<sup>3</sup>, se obtiene la famosa frase de Warren Buffet:

*“Si los mercados fueran eficientes, yo estaría pidiendo caridad en la calle”*

---

<sup>1</sup> Citado anteriormente en la Introducción

<sup>2</sup> (Walras, 2010)

<sup>3</sup> (Malkiel, 1973)

## 9 Bibliografía

- Agência Lusa. (16 de Junio de 2016). Reposição do IVA na restauração vai trazer um “misto” de benefícios. *Observador*.
- Attenborough, T. (22 de Julio de 2016). Jeronimo Martins: Polish LfL Momentum Continues in 2Q. *Santander - European Equity Research*.
- Aveiro, I. (15 de Marzo de 2016). Jerónimo Martins espera ter mil lojas na Colômbia em 2020. *Jornal de Negocios*. Obtenido de [http://www.jornaldenegocios.pt/empresas/detalhe/jeronimo\\_martins\\_espera\\_ter\\_mil\\_lojas\\_na\\_colombia\\_em\\_2020.html](http://www.jornaldenegocios.pt/empresas/detalhe/jeronimo_martins_espera_ter_mil_lojas_na_colombia_em_2020.html)
- Bank of America Merrill Lynch. (15 de Abril de 2015). The WACC Hurdle: Assessing Cost of Capital and Performance. Obtenido de [http://www.bofaml.com/content/dam/boamlimages/documents/articles/D3\\_014/bro-04-15-1256\\_f\\_singlepages.pdf](http://www.bofaml.com/content/dam/boamlimages/documents/articles/D3_014/bro-04-15-1256_f_singlepages.pdf)
- Bogusz, P. (2016 de Julio de 2016). mBank Dom Maklerski. *Quarterly Earnings Forecast: Q2 2016*.
- C.Y.Wong, S. (2013). Rethinking “One Share, One Vote”. *Harvard Business Review*.
- CaixaBank. (2015). El PER ("Price Earning Ratio"). *El Aula del Accionista*.
- Carregueiro, N. (3 de Octubre de 2016). Jerónimo Martins pode pagar dividendo extraordinário este ano. Obtenido de [http://www.jornaldenegocios.pt/mercados/bolsa/dividendos/detalhe/jeronimo\\_martins\\_pode\\_pagar\\_dividendo\\_extraordinario\\_este\\_ano.html](http://www.jornaldenegocios.pt/mercados/bolsa/dividendos/detalhe/jeronimo_martins_pode_pagar_dividendo_extraordinario_este_ano.html)
- Damodaran, A. (2002). Estimating Risk Parameters. *Stern School of Business*. Obtenido de <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/beta.pdf>
- Damodaran, A. (2006). *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. John Wiley & Sons.
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. John Wiley & Sons, Inc.

- Damodoran, A. (2005). *Working capital in valuation*. Obtenido de [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/valquestions/noncashwc.htm](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/valquestions/noncashwc.htm)
- EY. (2015). Estimating risk-free rates for valuations. Obtenido de [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-estimating-risk-free-rates-for-valuations/\\$FILE/EY-estimating-risk-free-rates-for-valuations.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-estimating-risk-free-rates-for-valuations/$FILE/EY-estimating-risk-free-rates-for-valuations.pdf)
- Fama, E. F., & French, K. R. (2004). The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence. *Journal of Economic Perspectives*, 25-46.
- Faria, L. (21 de Octubre de 2015). *Saasmetrics blog*. Obtenido de <http://blog.saasmetrics.co/ebitda-vs-gross-margin-vs-net-profit/>
- Fernández, P. (2002). *Valuation Methods and Shareholder Value Creation*. Academic Press.
- Fernández, P. (Noviembre de 2008). *Metodos de Valoración de Empresas*. Obtenido de <http://www.iese.edu/research/pdfs/di-0771.pdf>
- Harper, J. (04 de Julio de 2016). Poland: Retail tax to launch on Sep 1 at latest, bank tax could be adjusted. *Central European Financial Observer*. Obtenido de <http://www.financialobserver.eu/recent-news/finmin-retail-tax-to-launch-on-sep-1-at-latest-bank-tax-could-be-adjusted/>
- Hitchner R., J. (2006). *Financial Valuation: Applications and Models*. John Wiley & Sons, Inc.
- Jerónimo Martins. (15 de Marzo de 2016). Colômbia - Um plano sólido para aproveitar uma excelente oportunidade de mercado. Obtenido de <http://web3.cmvm.pt/sdi/emitentes/docs/FR59087.pdf>
- Jerónimo Martins. (27 de Julio de 2016). Resultados do Primeiro Semestre de 2016. Obtenido de <http://www.jeronimomartins.pt/media/674435/resultadosh12016.pdf>
- Karabekir, B. (29 de Julio de 2016). Jeronimo Martins - Solid volume growth in Poland. *Berenberg Capital Markets LLC*.
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2015). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies, 6th edition*. John Wiley & Sons.

- Labatut Serer, G. (2005). El valor de las empresas: Métodos de valoración tradicionales y comparativo (múltiplos). *Técnica Contable*, 15.
- Machado, A. (15 de Marzo de 2016). Jerónimo Martins avisa que Colômbia não terá rentabilidade positiva antes de 2018. *Jornal de Negócios*. Obtenido de [http://www.jornaldenegocios.pt/empresas/comercio/detalhe/jeronimo\\_martins\\_avisa\\_que\\_rentabilidade\\_positiva\\_na\\_colombia\\_nao\\_antes\\_de\\_2018.html](http://www.jornaldenegocios.pt/empresas/comercio/detalhe/jeronimo_martins_avisa_que_rentabilidade_positiva_na_colombia_nao_antes_de_2018.html)
- Malkiel, B. G. (1973). *A Random Walk Down Wall Street*. W. W. Norton & Company, Inc.
- Mascareñas, J. (2011). *Fusiones, Adquisiciones y Valoración de Empresas*. Ecobook - Editorial del Economista.
- Matytskiy, V. (2011). Mid-Year and End-of-Year Conventions in achieving convergence among Discounted Cash Flow Models. Obtenido de <http://ssrn.com/abstract=1908278>
- Procolombia. (2016). *Otros Incentivos para Invertir en Colombia*. Obtenido de <http://www.inviertaencolombia.com.co/zonas-francas-y-otros-incentivos/otros-incentivos>
- Smith, A. (2007). *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*. (S. M. Soares, Ed.) MetaLibri Digital Library.
- Social Security Programs Throughout the World: The Americas, 2015. (2015). Obtenido de <https://www.ssa.gov/policy/docs/progdesc/ssptw/2014-2015/americas/colombia.html>
- Tofallis, C. (2008). Investment Volatility: A Critique of Standard Beta Estimation and a Simple Way Forward. *European Journal of Operational Research*.
- Walras, L. (2010). *Éléments D'économie Politique Pure: Ou Théorie de la Richesse Sociale (1874)*. Kessinger Publishing.

## 10 Anexos

Tabla 11 – Flujo de Caja Libre 2010-2015<sup>1</sup>

Millones de EUR	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Ventas</b>	<b>8.691,0</b>	<b>9.838,0</b>	<b>10.876,0</b>	<b>11.829,0</b>	<b>12.680,0</b>	<b>13.728,0</b>
Δ Anual		13,2%	10,6%	8,8%	7,2%	8,3%
<b>Coste de Ventas</b>	<b>-6.677,3</b>	<b>-7.594,2</b>	<b>-8.337,5</b>	<b>-9.288,7</b>	<b>-9.988,5</b>	<b>-10.790,5</b>
% Ventas	76,8%	77,2%	76,7%	78,5%	78,8%	78,6%
<b>Beneficio Bruto</b>	<b>2.013,8</b>	<b>2.244,1</b>	<b>2.345,7</b>	<b>2.540,6</b>	<b>2.691,7</b>	<b>2.937,5</b>
% Ventas	23,2%	22,8%	21,6%	21,5%	21,2%	21,4%
<b>Costes Operativos</b>	<b>-1.582,6</b>	<b>-1.730,4</b>	<b>-1.823,6</b>	<b>-2.008,3</b>	<b>-2.234,0</b>	<b>-2.432,8</b>
% Ventas	18,2%	17,6%	16,8%	17,0%	17,6%	17,7%
<b>Resultado Operativo</b>	<b>431,2</b>	<b>513,7</b>	<b>522,1</b>	<b>532,3</b>	<b>457,7</b>	<b>504,7</b>
% Ventas	5,0%	5,2%	4,8%	4,5%	3,6%	3,7%
<b>Impuestos operativos</b>	<b>-90,8</b>	<b>-122,3</b>	<b>-126,4</b>	<b>-117,6</b>	<b>-110,9</b>	<b>-124,9</b>
Tipo Impuestos	21,1%	23,8%	24,2%	22,1%	24,2%	24,7%
<b>Beneficio después de Impuestos (BAIDT)</b>	<b>340,4</b>	<b>391,3</b>	<b>395,7</b>	<b>414,7</b>	<b>346,8</b>	<b>379,8</b>
% Ventas	3,92%	3,98%	3,64%	3,51%	2,73%	2,77%
<b>Depreciaciones y Amortizaciones</b>	<b>190,2</b>	<b>208,3</b>	<b>218,7</b>	<b>246,9</b>	<b>274,5</b>	<b>292,2</b>
% Ventas	2,19%	2,12%	2,01%	2,09%	2,16%	2,13%
<b>Inversión en Capital</b>	<b>-369,8</b>	<b>-366,3</b>	<b>-455,0</b>	<b>-485,3</b>	<b>-470,6</b>	<b>-379,1</b>
% Ventas	4,26%	3,72%	4,18%	4,10%	3,71%	2,76%
<b>Δ Fondo de Maniobra</b>	<b>-243,5</b>	<b>-97,6</b>	<b>-106,5</b>	<b>-79,3</b>	<b>-52,5</b>	<b>-239,9</b>
% Ventas	-2,80%	-0,99%	-0,98%	-0,67%	-0,41%	-1,75%
<b>Δ Impuestos diferidos LP</b>	<b>9,7</b>	<b>17,6</b>	<b>-18,0</b>	<b>-25,4</b>	<b>3,7</b>	<b>-9,3</b>
% Ventas	0,11%	0,18%	-0,17%	-0,21%	0,03%	-0,07%
<b>FCL</b>	<b>414,0</b>	<b>348,6</b>	<b>247,9</b>	<b>230,2</b>	<b>206,9</b>	<b>523,6</b>
% Ventas	4,76%	3,54%	2,28%	1,95%	1,63%	3,81%
Δ Anual		-16%	-29%	-7%	-10%	153%

Fuente: Jerónimo Martins, S.A.

<sup>1</sup> Fuente: website Jerónimo Martins, S.A.

Tabla 12 - EBITDA 2010-2015

Millones de EUR	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Resultado Operativo</b>	<b>431,2</b>	<b>513,7</b>	<b>522,1</b>	<b>532,3</b>	<b>457,7</b>	<b>504,7</b>
<b>Depreciaciones y Amortizaciones</b>	<b>190,2</b>	<b>208,3</b>	<b>218,7</b>	<b>246,9</b>	<b>274,5</b>	<b>292,2</b>
<b>EBITDA</b>	<b>621,4</b>	<b>722,0</b>	<b>740,8</b>	<b>779,2</b>	<b>732,2</b>	<b>796,9</b>
% Ventas	7%	7%	7%	7%	6%	6%
Δ Anual		16%	3%	5%	-6%	9%

Fuente: Jerónimo Martins, S.A.

Tabla 13 - Impuestos 2010-2015

Millones de EUR	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Resultado Operativo</b>	<b>431,2</b>	<b>513,7</b>	<b>522,1</b>	<b>532,3</b>	<b>457,7</b>	<b>504,7</b>
% Ventas	5,0%	5,2%	4,8%	4,5%	3,6%	3,7%
<b>Impuestos operativos</b>	<b>-90,8</b>	<b>-122,3</b>	<b>-126,4</b>	<b>-117,6</b>	<b>-110,9</b>	<b>-124,9</b>
Tipo Impuestos	21,1%	23,8%	24,2%	22,1%	24,2%	24,7%
<b>Beneficio después de Impuestos (BAIDT)</b>	<b>340,4</b>	<b>391,3</b>	<b>395,7</b>	<b>414,7</b>	<b>346,8</b>	<b>379,8</b>

Fuente: Jerónimo Martins, S.A

Figura 21 - Previsiones PIB Real 2016-2018

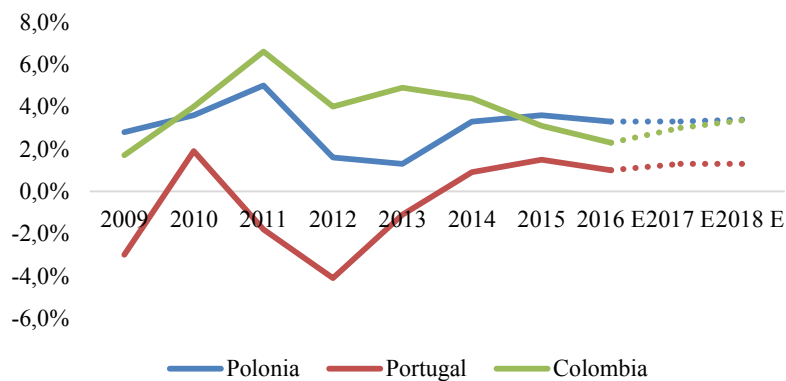


Figura 22 - Previsiones IPC 2016-2018

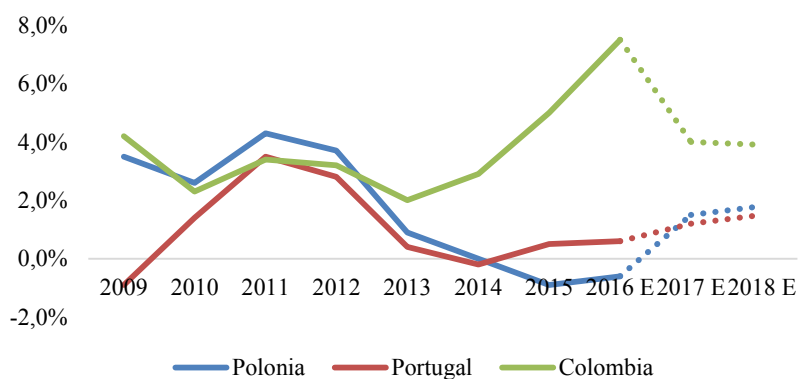
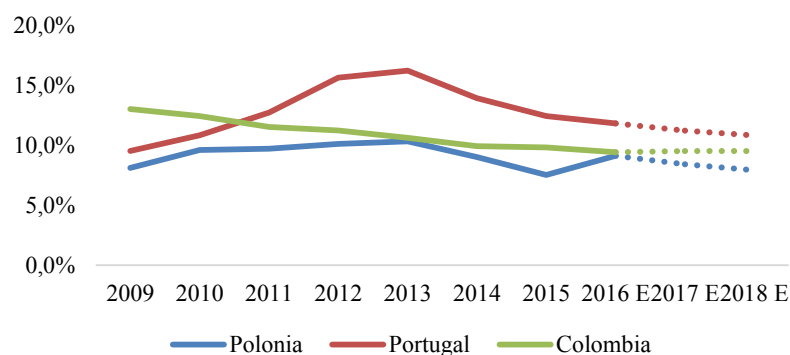


Figura 23 - Previsiones Desempleo 2016-2018



Fuente: Elaboración propia<sup>1</sup>

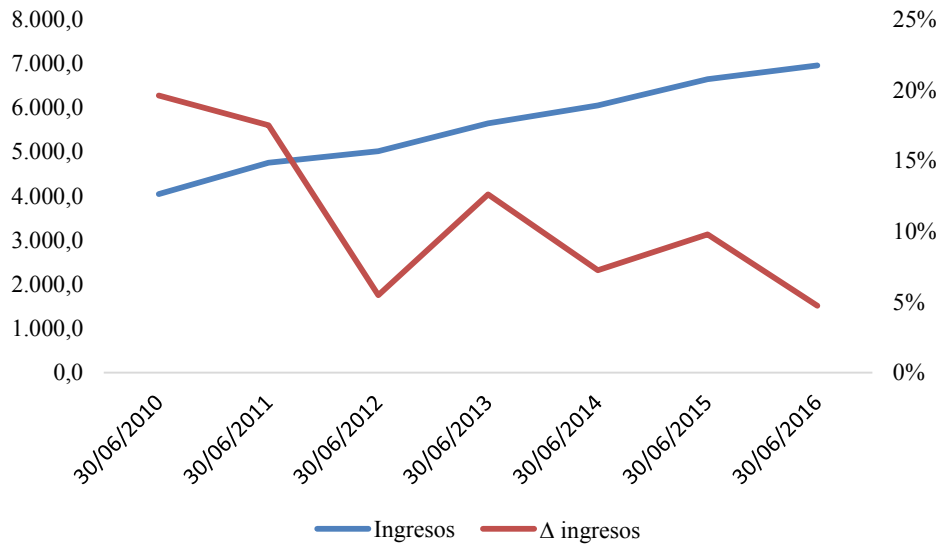
<sup>1</sup> Los datos presentados son la media de los valores de las previsiones de distintas entidades como OCDE, FMI, Comisión Europea, Banco Mundial, respectivos Bancos centrales y una variedad de entidades financieras.

Tabla 14 - Probabilidad de Default 3M-5Años

Plazo	3M	6M	9M	1A	2A	3A	4A	5A
<b>Probabilidad de quiebra<sup>1</sup></b>	0,3 pb	2 pb	4 pb	8 pb <sup>2</sup>	33 pb	63 pb	94 pb	124 pb

- Precio Acción: 14,16 EUR (Capitalización Bursátil de 8.910,79 M EUR)
- Volatilidad últimos 260 días laborales: 28,71%
- Deuda total: 4.989,84 M EUR (CP 139 M + LP 329 M + Leasing Operacional 4.521,84 M)
- Gasto con intereses en los últimos 12 meses: 53,38 M EUR
- Ajuste de Cash-flow operacional de los últimos 12 meses<sup>3</sup>: 1.370 M EUR

Figura 24 - Ingresos 1<sup>er</sup> Semestre 2010-2016



Fuente: Jerónimo Martins, S.A.

<sup>1</sup> Cálculo según Bloomberg Default Risk Model - DRSK <Go>

(<http://www.bloomberg.com/enterprise/content/uploads/sites/2/2014/07/APPROVED-57712374-ES-Credit-Devault-SFCT-1.pdf>)

<sup>2</sup> Valor a usar para calcular el rating según este modelo. Investment Grade 7 (IG7) para 5,29-9,6pb, lo que equivale a BBB en las escalas de Estándar & Poors, Fitch o Baa en la de Moody's.

<sup>3</sup> Incluye gastos con intereses por operaciones, leasing operacional, depreciación de leasing operacional e impuestos

Tabla 15 - Fondo de Maniobra 2010-2015

Millones de EUR	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Cuentas a cobrar	74,3	80,3	52,4	52,1	50,9	53,5
Inventario	368,7	388,3	474,1	575,0	572,0	638,7
Otros activos corrientes	156,5	148,7	227,9	242,6	267,4	225,3
Cuentas por pagar (-)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros pasivos corrientes (-)	2.005,6	2.121,0	2.364,5	2.559,1	2.632,2	2.899,4
<b>Fondo de Maniobra (non cash)</b>	<b>-1.406,0</b>	<b>-1.503,7</b>	<b>-1.610,2</b>	<b>-1.689,4</b>	<b>-1.741,9</b>	<b>-1.981,8</b>
<b>Δ Anual</b>	<b>-243,5</b>	<b>-97,6</b>	<b>-106,5</b>	<b>-79,3</b>	<b>-52,5</b>	<b>-239,9</b>

Fuente: Jerónimo Martins, S.A.

Tabla 16 - Activo y Pasivos por Impuestos Diferidos 2010-2015

Millones de EUR	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Pasivo por Impuestos diferidos	96,93	105,16	81,38	54,86	58,89	54,53
activo por Impuestos diferidos	67,36	57,96	52,13	51,01	51,35	56,25
<b>Neto</b>	<b>29,57</b>	<b>47,20</b>	<b>29,24</b>	<b>3,84</b>	<b>7,54</b>	<b>-1,72</b>
<b>Δ Anual</b>	<b>9,70</b>	<b>17,63</b>	<b>-17,96</b>	<b>-25,40</b>	<b>3,70</b>	<b>-9,26</b>

Fuente: Jerónimo Martins, S.A.

Tabla 17 - EBITDA 2010-2015

Millones de EUR	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Resultado Operativo</b>	<b>431,2</b>	<b>513,7</b>	<b>522,1</b>	<b>532,3</b>	<b>457,7</b>	<b>504,7</b>
<b>Depreciaciones y Amortizaciones</b>	<b>190,2</b>	<b>208,3</b>	<b>218,7</b>	<b>246,9</b>	<b>274,5</b>	<b>292,2</b>
<b>EBITDA</b>	<b>621,4</b>	<b>722,0</b>	<b>740,8</b>	<b>779,2</b>	<b>732,2</b>	<b>796,9</b>
% Ventas	7%	7%	7%	7%	6%	6%
<b>Δ Anual</b>		16%	3%	5%	-6%	9%

Fuente: Jerónimo Martins, S.A.

Tabla 18 - Flujo de Caja Libre 2016-2021

Millones de EUR	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E	2021 E	2T 2021E
<b>Ventas</b>	<b>14.367,8</b>	<b>15.392,8</b>	<b>16.367,9</b>	<b>17.699,5</b>	<b>18.855,0</b>	<b>20.021,7</b>	
Δ Anual	4,7%	7,1%	6,3%	8,1%	6,5%	6,2%	
<b>Coste de Ventas</b>	<b>-11.087,2</b>	<b>11.924,3</b>	<b>12.806,2</b>	<b>13.894,1</b>	<b>14.801,2</b>	<b>15.717,1</b>	
% Ventas	77,2%	77,5%	78,2%	78,5%	78,5%	78,5%	
<b>Beneficio Bruto</b>	<b>3.280,6</b>	<b>3.468,5</b>	<b>3.561,7</b>	<b>3.805,4</b>	<b>4.053,8</b>	<b>4.304,7</b>	
% Ventas	22,8%	22,5%	21,8%	21,5%	21,5%	21,5%	
<b>Costes Operativos</b>	<b>-2.734,7</b>	<b>-2.853,2</b>	<b>-2.886,7</b>	<b>-3.091,9</b>	<b>-3.205,4</b>	<b>-3.403,7</b>	
% Ventas	19,0%	18,5%	17,6%	17,5%	17,0%	17,0%	
<b>Resultado Operativo</b>	<b>545,9</b>	<b>615,2</b>	<b>675,0</b>	<b>713,5</b>	<b>848,5</b>	<b>901,0</b>	
% Ventas	3,8%	4,0%	4,1%	4,0%	4,5%	4,5%	
<b>Impuestos operativos</b>	<b>-139,2</b>	<b>-154,4</b>	<b>-166,1</b>	<b>-177,2</b>	<b>-211,7</b>	<b>-225,2</b>	
Tipo Impuestos	25,5%	25,1%	24,6%	24,8%	25,0%	25,0%	
<b>Beneficio después de Impuestos (BAIDT)</b>	<b>406,7</b>	<b>460,8</b>	<b>508,9</b>	<b>536,3</b>	<b>636,7</b>	<b>675,8</b>	
% Ventas	2,83%	2,99%	3,11%	3,03%	3,38%	3,38%	
<b>Depreciaciones y Amortizaciones</b>	<b>302,0</b>	<b>323,0</b>	<b>346,4</b>	<b>375,6</b>	<b>398,5</b>	<b>422,5</b>	
% Ventas	2,10%	2,10%	2,12%	2,12%	2,11%	2,11%	
<b>Inversión en Capital</b>	<b>-500,0</b>	<b>-496,1</b>	<b>-400,0</b>	<b>-432,0</b>	<b>-441,4</b>	<b>-453,9</b>	
% Ventas	3,48%	3,22%	2,44%	2,44%	2,34%	2,27%	
<b>Δ Fondo de Maniobra</b>	<b>-138,0</b>	<b>-146,9</b>	<b>-155,4</b>	<b>-177,9</b>	<b>-211,8</b>	<b>-199,9</b>	
% Ventas	-0,96%	-0,95%	-0,95%	-1,01%	-1,12%	-1,00%	
<b>Δ Impuestos diferidos LP</b>	<b>-6,9</b>	<b>-14,3</b>	<b>-12,9</b>	<b>-9,1</b>	<b>-12,8</b>	<b>-13,6</b>	
% Ventas	-0,05%	-0,09%	-0,08%	-0,05%	-0,07%	-0,07%	
<b>FCL</b>	<b>339,8</b>	<b>420,3</b>	<b>597,8</b>	<b>648,7</b>	<b>792,8</b>	<b>830,7</b>	<b>811,8</b>
% Ventas	2,37%	2,73%	3,65%	3,66%	4,20%	4,15%	3,46%
Δ Anual	-35%	24%	42%	9%	22%	5%	

Fuente: Elaboración propia

Tabla 19 - Otras Fuentes  $\beta$  histórica

Proveedores	$\beta$ histórica
Bloomberg	0,97
Infinancials	0,80
Investing	0,86
Jornal de Negócios	1,00
MorningStar	1,14
Reuters	0,86
	<b>0,938</b>

Fuente: páginas web de los proveedores

Tabla 20 - Prestamos y emisiones a 30-06-2016

Millones de EUR	30/06/2016
<b>Préstamos y Emisiones No Corrientes</b>	
Préstamos Bancarios	179,0
Emisión de bonos	150,0
<b>Préstamos y Emisiones Corrientes</b>	
Descubiertos bancarios	6,9
Préstamos bancarios	132,1
	<b>468,0</b>

Fuente: Resultados Jerónimo Martins, S.A. 30/06/2016

Tabla 21 - Capital Invertido a 30/06/2016

Millones de EUR	30/06/2016
<b>Patrimonio Neto</b>	
Acciones preferentes	0,00
Resultados	658,67
Acciones ordinarias	651,75
Impuestos diferidos	-8,41
Participaciones minoritarias	248,00
<b>Pasivo</b>	
Deuda largo plazo	329,00
Fondo pensiones	43,12
Dividendos a pagar	0,00
Intereses a pagar	0,00
Impuestos a pagar	0,00
Deuda corto plazo	139,00
	<b>2.061,13</b>

Fuente: Resultados Jerónimo Martins, S.A. 30/06/2016

Tabla 22 - Valor Actual Flujo de Caja Libre 2016-2021

Millones de EUR	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E	2021 E	2T 2021E
<b>FCL</b>	<b>339,8</b>	<b>420,3</b>	<b>597,8</b>	<b>648,7</b>	<b>792,8</b>	<b>830,7</b>	<b>811,8</b>
% FCL a descuento	50%	100%	100%	100%	100%	50%	
Periodo a descontar	0,25	1,00	2,00	3,00	4,00	4,75	
Factor descuento	0,97	0,89	0,80	0,71	0,64	0,59	
<b>Valor Actual FC</b>	<b>165,2</b>	<b>375,4</b>	<b>477,0</b>	<b>462,3</b>	<b>504,8</b>	<b>243,0</b>	

Fuente: Jerónimo Martins S.A.

Tabla 23 - Tasa crecimiento g según Bloomberg

		Tasa de descuento (WACC)							
		12%	11%	10%	9%	8%	7%	6%	5%
Crecimiento esperado FCL año 5	15%	6,2%	5,9%	5,6%	5,3%	5,0%	4,7%	4,4%	4,1%
	14%	5,9%	5,6%	5,4%	5,1%	4,8%	4,5%	4,2%	4,0%
	13%	5,6%	5,4%	5,1%	4,9%	4,6%	4,3%	4,1%	3,8%
	12%	5,4%	5,1%	4,9%	4,6%	4,4%	4,2%	3,9%	3,7%
	11%	5,1%	4,9%	4,6%	4,4%	4,2%	4,0%	3,8%	3,5%
	10%	4,8%	4,6%	4,4%	4,2%	4,0%	3,8%	3,6%	3,4%
	9%	4,5%	4,3%	4,1%	3,9%	3,8%	3,6%	3,4%	3,2%
	8%	4,2%	4,0%	3,8%	3,7%	3,5%	3,4%	3,2%	3,1%
	7%	3,8%	3,7%	3,6%	3,4%	3,3%	3,2%	3,0%	2,9%
	6%	3,5%	3,4%	3,3%	3,2%	3,1%	3,0%	2,9%	2,8%
	5%	<b>3,2%</b>	3,1%	3,0%	2,9%	2,8%	2,8%	2,7%	2,6%
	4%	2,8%	2,7%	2,7%	2,6%	2,6%	2,5%	2,5%	2,4%
	3%	2,4%	2,4%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,2%	2,2%
2%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	

Fuente: Bloomberg

	Sonae	Portugal								
	Tesco	Reino Unido								
	ICA Gruppen	Suecia								
	Rallye	Francia								
	Finatis	Francia								
	Sainsbury's	Reino Unido								
	Koninklijke Ahol	Paises Bajos								
	DIXY	Rusia								
	Carrefour	Francia								
	AxFood	Suecia								
	DIA	España								
	Jeronimo Martins	Portugal								
(millones de euros)										
<b>Ventas<sup>1</sup></b>										
<b>EBITDA<sup>1</sup></b>										
<b>Beneficio Neto<sup>1</sup></b>										
<b>Valor Empresa<sup>2</sup></b>										
<b>Precio Acción<sup>2</sup></b>										
<b>Nº Acciones<sup>2</sup></b>										

Valores acumulados del último año (2 semestres o 4 trimestres (01/07/2015-30/06/2016)

A la fecha de 30/06/2016 – Divisas convertidas a euros según tipo fijado a la fecha

<b>EV/Ingresos</b>	0,67	0,49	0,77	0,33	0,24	0,43	0,27	0,53	0,49	0,69	0,37	0,59
<b>EV/EBITDA</b>	11,74	8,88	12,75	7,13	3,52	6,88	4,75	16,70	8,21	5,39	8,53	9,12
<b>BPA</b>	0,57	0,48	0,75	1,21	-0,07	1,16	0,37	105,18	47,93	2,11	0,02	0,08
<b>Ratio PER</b>	25,01	10,81	22,88	18,41	-59,24	18,22	8,22	0,45	0,32	14,20	89,93	9,09

Fuente: Elaboración propia

Tabla 25 - Variación bursátil semanal 01/07/2014-30/06/2016

Fecha	Jerónimo Martins		PSI20		Fecha	Jerónimo Martins		PSI20	
6/24/16	13,5	-0,7353	4362,11	-3,48	26/06/15	12,305	2,7987	5834,91	3,79
6/17/16	13,6	-1,2346	4519,19	-3,91	19/06/15	11,97	-3,0769	5621,63	-2,42
6/10/16	13,77	-3,8408	4703,17	-1,51	12/06/15	12,35	0,2842	5761,12	-0,75
6/3/16	14,32	-0,5556	4775,2	-3,75	05/06/15	12,315	-1,5981	5804,53	-0,6
5/27/16	14,4	1,5873	4961,16	1,85	29/05/15	12,515	-4,5021	5839,5	-4,29
5/20/16	14,175	4,0367	4870,95	-0,4	22/05/15	13,105	0,7302	6101,47	-0,31
5/13/16	13,625	-3,0249	4890,44	-2	15/05/15	13,01	0,4633	6120,58	0,17
5/6/16	14,05	-1,6795	4990,44	-1,23	08/05/15	12,95	-0,5758	6109,89	0,25
4/29/16	14,29	-0,6259	5052,52	-0,88	01/05/15	13,025	8,1362	6094,68	0,93
4/22/16	14,38	-2,5415	5097,48	1,56	24/04/15	12,045	2,0763	6038,61	0,61
4/15/16	14,755	1,2697	5019,36	3,31	17/04/15	11,8	-6,5347	6001,87	-4,86
4/8/16	14,57	1,1103	4858,42	-2,63	10/04/15	12,625	4,5116	6308,18	4,52
4/1/16	14,41	2,8918	4989,78	-2,13	03/04/15	12,08	2,8523	6035,36	0,39
3/25/16	14,005	1,5223	5098,14	-1,44	27/03/15	11,745	-2,4907	6011,82	0,42
3/18/16	13,795	0,62	5172,8	3,39	20/03/15	12,045	8,0269	5986,51	4,27
3/11/16	13,71	-2,5586	5003,42	1,05	13/03/15	11,15	2,7176	5741,51	0,97
3/4/16	14,07	8,2308	4951,48	5,12	06/03/15	10,855	2,7449	5686,16	-0,06
2/26/16	13	0,5025	4710,39	0,09	27/02/15	10,565	4,9156	5689,7	4,02
2/19/16	12,935	6,4171	4706,24	3,78	20/02/15	10,07	2,6818	5469,88	2,53
2/12/16	12,155	-4,1404	4534,63	-7,63	13/02/15	9,807	-4,0411	5334,81	1,33
2/5/16	12,68	-1,2461	4908,96	-3,09	06/02/15	10,22	6,9261	5264,63	2,33
1/29/16	12,84	13,2775	5065,67	4,8	30/01/15	9,558	-4,3818	5144,55	-2,94
1/22/16	11,335	1,9335	4833,7	0,02	23/01/15	9,996	9,4852	5300,59	5,62
1/15/16	11,12	-7,947	4832,93	-5,71	16/01/15	9,13	14,3251	5018,72	7,09
1/8/16	12,08	0,7086	5125,59	-3,53	09/01/15	7,986	-3,0825	4686,3	-3,48
1/1/16	11,995	0,2507	5313,17	-0,68	02/01/15	8,24	-0,5552	4855,04	-1,35
12/25/15	11,965	2,6598	5349,5	0,73	26/12/14	8,286	0,7539	4921,26	0,84
12/18/15	11,655	-1,145	5310,66	4,41	19/12/14	8,224	5,9248	4880,18	1,13
12/11/15	11,79	-7,0922	5086,23	-3,22	12/12/14	7,764	-8,6588	4825,55	-8,28
12/4/15	12,69	-1,5516	5255,47	-1,96	05/12/14	8,5	4,0392	5261,33	1,65
11/27/15	12,89	-0,808	5360,51	0,99	28/11/14	8,17	-4,8894	5176,14	-2,76
11/20/15	12,995	2,7273	5308,1	2,73	21/11/14	8,59	0,3387	5322,98	3,21
11/13/15	12,65	-4,7081	5167,29	-5,98	14/11/14	8,561	9,7986	5157,58	0,3
11/6/15	13,275	3,8326	5495,88	0,5	07/11/14	7,797	11,7209	5142,25	-1,53
10/30/15	12,785	-0,5058	5468,69	0,84	31/10/14	6,979	-13,8395	5222,13	0,96
10/23/15	12,85	2,1463	5423,06	0,64	24/10/14	8,1	-3,3413	5172,46	2,5
10/16/15	12,58	0,64	5388,41	-2,36	17/10/14	8,38	6,3452	5046,1	-3,36
10/9/15	12,5	3,0928	5518,53	5,78	10/10/14	7,88	-3,5496	5221,56	-5,95
10/2/15	12,125	1,1259	5216,81	3,11	03/10/14	8,17	-6,9476	5551,68	-2,9
9/25/15	11,99	-0,745	5059,51	-0,31	26/09/14	8,78	-5,895	5717,68	-3,28
9/18/15	12,08	-2,0673	5075,14	1,06	19/09/14	9,33	-3,0649	5911,8	0,26
9/11/15	12,335	3,6555	5021,95	-0,7	12/09/14	9,625	-5,7758	5896,45	-2,62
9/4/15	11,9	-4,9521	5057,37	-4,33	05/09/14	10,215	-0,9214	6054,86	1,89
8/28/15	12,52	0,8864	5286,23	-0,04	29/08/14	10,31	-1,2925	5942,78	4,38
8/21/15	12,41	-8,75	5288,12	-4,9	22/08/14	10,445	2,9571	5693,65	3,08
8/14/15	13,6	1,7203	5560,84	-0,52	15/08/14	10,145	0,8449	5523,34	2,1
8/7/15	13,37	-1,1826	5589,77	-2,2	08/08/14	10,06	0,8218	5409,55	-6,69
7/31/15	13,53	8,5875	5715,61	-1,29	01/08/14	9,978	-14,2046	5797,67	-10,11
7/24/15	12,46	4,7059	5790,52	-1,27	25/07/14	11,63	0,7362	6449,68	4,03
7/17/15	11,9	2,8522	5865,23	2,9	18/07/14	11,545	3,2648	6199,85	0,93
7/10/15	11,57	2,4801	5700,13	2,16	11/07/14	11,18	-5,0934	6142,87	-10,08
7/3/15	11,29	-8,2487	5579,38	-4,38	04/07/14	11,78		6831,57	

Covarianza	10,434916
Varianza	11,490551
Beta	0,9081301
R	0,38
R2	0,616
Desviación típica	3,973

Fuente: Bolsa de Lisboa