

Análise Estratégica: Aceleração da Expansão Internacional do Retalho Alimentar da Sonae — Timing, Mercados e Condições de Entrada

Sumário Executivo

A Sonae enfrenta uma decisão de alocação de capital com consequências estruturais para o posicionamento do grupo na próxima década. O mercado doméstico de retalho alimentar encontra-se em fase de maturidade avançada, e a pergunta que se coloca ao Conselho não é se expandir internacionalmente, mas quando, como e para onde — num contexto em que os três blocos regionais analisados (Europa Central e Oriental, América Latina, Norte de África) apresentam perfis de risco-retorno radicalmente distintos e janelas de entrada com horizontes temporais incompatíveis entre si.

A análise converge em três achados centrais. Primeiro, o crescimento nominal nos mercados emergentes é sistematicamente inflacionado por inflação estrutural, mascarando contracção real em volume e erosão do poder de compra que comprimem retornos sobre capital investido. Segundo, o custo de entrada em qualquer dos mercados analisados — incluindo os regulatoriamente familiares — excede provavelmente a capacidade de autofinanciamento da Sonae MC sem desinvestimento prévio ou estruturação de parceria local, com o caso Mercadona em Portugal (900 M€, sete anos para break-even num mercado adjacente) a funcionar como âncora empírica incontornável. Terceiro, existe uma janela estratégica temporalmente limitada no Norte de África — especificamente em Marrocos — que se fecha no horizonte 2027–2030 à medida que incumbentes regionais consolidam posições.

A recomendação central é clara: a Sonae **não deve** lançar uma expansão orgânica de larga escala em simultâneo para múltiplos blocos regionais. Deve, em vez disso, concentrar esforços num único mercado prioritário — Marrocos — através de um modelo de entrada por aquisição ou parceria com operador local estabelecido, condicionado à resolução das lacunas de informação sobre capacidade financeira e cobertura cambial. A ECO deve ser monitorizada mas não é destino prioritário. A América Latina não justifica nova alocação de capital no ciclo actual.

Análise por Dimensão Estratégica

1. Mercado — Estrutura, Crescimento e Janelas de Entrada

Os três blocos regionais encontram-se em fases de desenvolvimento do comércio moderno incomparáveis, o que determina horizontes de retorno e intensidade competitiva radicalmente diferentes.

Europa Central e Oriental (ECO)

Indicador	Valor
Crescimento em volume previsto (2025–2030)	–0,3%/ano
Inflação (2024)	5,8% (Roménia)
Penetração do comércio moderno	Elevada — fase de maturidade
Incumbentes dominantes	Lidl, Kaufland, Aldi (Schwarz Group); Jeronimo Martins

A ECO apresenta o perfil menos atractivo dos três blocos. O crescimento nominal é suportado por inflação, não por expansão real de volume. A concentração oligopolística já ocorreu, e os incumbentes alemães dispõem de vantagens de escala transfronteiriça que tornam qualquer entrada orgânica estruturalmente desvantajosa para um novo operador. A aparente vantagem do enquadramento regulatório europeu é mitigada pela fragmentação a nível regional e local — as barreiras de estabelecimento mantiveram-se praticamente inalteradas desde 2006 e operam ao nível municipal, não comunitário.

América Latina

Indicador	Valor
CAGR nominal do sector (fontes divergentes)	3,0% – 6,5%
Erosão do poder de compra (desde 2020)	–25%
Exposição cambial (BRL/EUR)	Valorização de 13% do euro em 2025
Informalidade do comércio	Elevada — fricção operacional adicional

A América Latina apresenta uma contradição estrutural que invalida a narrativa de mercado emergente dinâmico: oito trimestres consecutivos de crescimento nominal de vendas coexistem com destruição real de poder de compra e exposição cambial desfavorável. A divergência

metodológica entre fontes (3% vs. 6,5% CAGR) não é resolvível sem acesso a dados primários, e reflecte precisamente a dificuldade de separar crescimento real de inflação estrutural. Para a Sonae, sem operação estabelecida na região e sem cobertura cambial confirmada, o retorno em euros seria sistematicamente inferior ao retorno em moeda local.

Norte de África (Marrocos e Egito)

Indicador	Marrocos	Egito
Penetração do comércio moderno	~27%	~21%
CAGR do sector	Moderado-alto	26% (nominal)
Lojas abertas em 2023	342	—
Estabilidade política relativa	Alta	Média-baixa
Risco cambial	Moderado	Muito alto (libra -60%, 2022-2024)
Proximidade a Portugal	Alta (geográfica)	Baixa

O Norte de África é o único bloco onde a janela de formação do comércio moderno ainda está aberta. A penetração abaixo de 30% em ambos os mercados e o ritmo de abertura de lojas em 2023 confirmam uma fase de crescimento acelerado que, historicamente, precede consolidação oligopolística num horizonte de 8-12 anos. Marrocos distingue-se do Egito em três dimensões críticas: maior estabilidade política, risco cambial gerenciável (face ao colapso da libra egípcia), e proximidade geográfica e logística a Portugal. O Egito, apesar de CAGR mais elevado, apresenta um perfil de risco incompatível com o horizonte de retorno de um investidor externo sem operação regional de suporte.

2. Competição — Incumbentes, Barreiras de Entrada e Vantagem

Competitiva da Sonae

A análise competitiva revela que a vantagem competitiva mais distintiva da Sonae — dados de clientes, programas de fidelização e marca própria (39,1% de penetração de marca própria nas suas lojas) — é geograficamente não transferível sem escala mínima de rede. Este facto tem implicações directas no modelo de entrada:

- **Entrada orgânica:** a Sonae competiria nos primeiros anos sem o seu "moat" principal activo, contra incumbentes que já dispõem desse ativo nos mercados-alvo.
- **Aquisição ou parceria:** permite transferir competências de gestão de categoria e marca própria para uma rede com escala operacional já estabelecida, acelerando o tempo até à vantagem competitiva.

A análise por mercado confirma a assimetria competitiva:

Mercado	Incumbentes	Posição competitiva para Sonae
ECO	Schwarz Group, Jeronimo Martins	Desvantajosa — escala transfronteiriça estabelecida
América Latina	Operadores locais + informalidade	Incerta — fricção regulatória e cambial elevada
Marrocos	Carrefour, BIM (turco)	Janela ainda aberta — consolidação em curso mas não concluída
Egito	Carrefour, operadores locais	Desvantajosa — risco cambial e instabilidade operacional

O caso Mercadona em Portugal (900 M€, sete anos, mercado culturalmente adjacente) é o benchmark mais relevante disponível. Qualquer modelo de projecção de custos de entrada deve usar este como piso, não como tecto, para mercados com maior distância operacional.

3. Operações — Transferibilidade do Modelo e Distância Operacional

A Sonae MC opera um modelo de retalho alimentar sofisticado no contexto ibérico, com forte componente de marca própria, gestão de dados de clientes e integração logística. A transferibilidade deste modelo varia significativamente por mercado:

Factores de adequação operacional por bloco:

Dimensão	ECO	América Latina	Marrocos	Egito
Distância regulatória	Baixa (UE)	Alta	Média	Alta
Distância cultural e de consumo	Média	Alta	Média-alta	Alta
Infraestrutura logística	Alta	Média	Média	Baixa-média
Formalização do comércio	Alta	Baixa-média	Média	Baixa
Disponibilidade de parceiros locais	Média	Média	Alta	Média

Marrocos apresenta o melhor equilíbrio entre atractividade de mercado e adequação operacional relativa — não porque seja fácil, mas porque a distância operacional é gerenciável com o modelo de parceria certo. A logística a partir de Portugal para Marrocos é competitiva, existe experiência do sector privado português na região, e o quadro regulatório, embora distinto do europeu, é mais estável do que o egípcio ou o latino-americano.

A tensão identificada entre atractividade do mercado e adequação do modelo operacional não está resolvida para nenhum dos blocos — mas é menos severa em Marrocos do que em qualquer alternativa.

4. Finanças — Capacidade de Investimento e Exposição ao Risco de Capital

Esta é a dimensão com maior lacuna de informação. Os dados disponíveis permitem estabelecer o seguinte quadro:

Benchmarks de custo de entrada (baseados em dados empíricos):

Referência	Custo	Horizonte até break-even
Mercadona em Portugal (mercado adjacente)	~900 M€	~7 anos
Entrada orgânica num mercado emergente (estimativa conservadora)	>900 M€	>7 anos
Entrada por aquisição/parceria (estimativa)	Variável — tipicamente 30–50% do custo orgânico a 5 anos	Acelerado

Riscos financeiros identificados:

- **Exposição cambial:** valorização de 13% do euro face ao real brasileiro (BRL/EUR) em 2025; colapso de 60% da libra egípcia (2022–2024); volatilidade estrutural do BRL. Sem confirmação de estratégia de hedging da Sonae, o retorno consolidado em euros pode ser destruidor de valor mesmo com rentabilidade em moeda local.
- **Custo de capital:** o contexto macroeconómico de 2025–2026 (guerra no Médio Oriente, tarifas EUA-UE, desaceleração europeia) eleva o custo de financiamento de projectos de expansão em mercados emergentes, especialmente para investidores externos.
- **Capacidade de autofinanciamento:** não quantificável com os dados disponíveis (ver Limitações). Este é o principal ponto cego da análise.

5. Risco — Mapa Consolidado e Assimetria de Impacto

Os riscos identificados têm impacto assimétrico: afectam desproporcionalmente investidores externos face a operadores locais com estrutura de custos em moeda local. Esta assimetria é estrutural e não eliminável — apenas gerenciável através de escolha de modelo de entrada e mercado.

Risco	Mercados Mais Expostos	Mitigação Possível
Volatilidade cambial	Egito, Brasil	Hedging; estruturação em moeda local via parceria
Poder dos incumbentes	ECO, Egito	Evitar entrada orgânica; modelo de parceria
Instabilidade macroeconómica	América Latina	Não entrada no ciclo actual
Escalada geopolítica	Norte de África (via prémio de risco)	Foco em Marrocos vs. Egito
Barreiras regulatórias fragmentadas	ECO, América Latina	Due diligence regulatória aprofundada
Janela de entrada temporalmente limitada	Marrocos	Decisão de entrada antes de 2027

Insights Estratégicos Cruzados

Insight	Impacto	Urgência
A janela de entrada em Marrocos fecha-se no horizonte 2027–2030; Carrefour e BIM estão em aceleração	Crítico	Alta — decisão necessária em 2026
O custo de entrada orgânica em qualquer mercado excede provavelmente a capacidade de autofinanciamento sem desinvestimento ou parceria	Crítico	Alta — condiciona modelo de entrada
O "moat" da Sonae (fidelização, marca própria) é irrelevante nos primeiros anos de entrada num mercado novo sem escala mínima	Alto	Média — determina modelo de entrada
A ECO apresenta crescimento em volume negativo e incumbentes com escala transfronteiriça; a vantagem regulatória europeia é ilusória na prática	Alto	Baixa — desinvestir da hipótese ECO
O crescimento nominal na América Latina mascara erosão real de poder de compra e risco cambial não coberto; retorno em euros é incerto	Alto	Baixa — não priorizar no ciclo actual
A exposição cambial não coberta pode transformar projectos rentáveis em moeda local em investimentos destruidores de valor em euros	Alto	Alta — quantificar antes de qualquer decisão

Insight	Impacto	Urgência
A escalada geopolítica no Médio Oriente acrescenta prémio de risco ao Norte de África, favorecendo Marrocos (menor exposição) face ao Egito	Médio-alto	Média — afecta estruturação financeira
A ausência de dados confirmados sobre capacidade financeira da Sonae MC é o principal ponto cego desta análise	Médio (analítico)	Muito alta — bloqueador de decisão

Recomendação Final

Decisão Recomendada

A Sonae deve avançar com uma expansão internacional do retalho alimentar, mas de forma selectiva, faseada e condicionada — não acelerada em múltiplos mercados simultaneamente.

A aceleração indiscriminada é a opção com maior probabilidade de destruição de valor. A inacção total implica perder a única janela de entrada com perfil favorável disponível no horizonte relevante.

Mercado Prioritário: Marrocos

Marrocos é o único mercado que reúne simultaneamente: janela de formação ainda aberta (penetração do comércio moderno ~27%), estabilidade política relativa, proximidade geográfica e logística a Portugal, risco cambial gerenciável, e disponibilidade de parceiros locais. É o mercado onde a relação entre atractividade e adequação operacional é mais favorável à Sonae.

Mercados a não priorizar no ciclo actual:

Mercado	Razão de Exclusão
Europa Central e Oriental	Crescimento em volume negativo; incumbentes com escala intransponível; vantagem regulatória europeia é operacionalmente ilusória
Egito	Colapso cambial (-60%, 2022-2024); instabilidade macroeconómica; distância operacional elevada
América Latina	Erosão real de poder de compra; risco cambial não coberto; crescimento nominal inflacionado por inflação estrutural

Modelo de Entrada Recomendado: Aquisição ou Joint-Venture com Operador Local

A entrada orgânica em Marrocos replica o erro estrutural da Mercadona em Portugal — custo elevado, horizonte longo, sem vantagem competitiva activa nos primeiros anos. O modelo recomendado é:

1. **Identificação e due diligence de operador local** com rede estabelecida (mínimo 20–30 lojas) e posicionamento compatível com o modelo Continente/Continente Bom Dia.
 2. **Estrutura de joint-venture ou aquisição maioritária**, preservando gestão local para navegar especificidades regulatórias e culturais.
 3. **Transferência gradual de competências** de marca própria e gestão de dados de clientes — estas são as alavancas de diferenciação da Sonae e devem ser o vector de criação de valor a médio prazo, não o formato de loja.
 4. **Estruturação financeira em dirhame marroquino** para mitigar exposição cambial, com cobertura parcial do investimento inicial em euros.
-

Condições e Pressupostos

A recomendação está condicionada à verificação de três pressupostos que a análise actual não consegue confirmar:

1. **Capacidade financeira da Sonae MC**: o grupo dispõe de capacidade para estruturar um investimento de 200–400 M€ em Marrocos (estimativa conservadora para entrada por aquisição) sem comprometer o programa de investimento doméstico ou o rating de crédito do grupo.
2. **Estratégia de hedging cambial**: existe ou pode ser estruturada uma política de cobertura cambial para o dirham marroquino que limita a exposição da consolidação em euros.
3. **Disponibilidade de alvo de aquisição adequado**: existe no mercado marroquino um operador com escala mínima, posicionamento compatível e disponibilidade para transacção nos próximos 18–24 meses.

Se qualquer destes pressupostos não se verificar, a recomendação passa para **monitorização activa com preparação de capacidade de entrada** — não inacção, mas construção das condições para decisão em 2026–2027.

Próximos Passos Concretos

Passo	Responsável Sugerido	Prazo
1. Auditoria interna da capacidade financeira da Sonae MC (endividamento, cash flow livre, capacidade de alocação de capital)	CFO Sonae MC	60 dias
2. Mapeamento de operadores-alvo em Marrocos (dimensão, posicionamento, estrutura accionista)	Equipa de M&A / Advisor externo	90 dias
3. Avaliação de opções de hedging cambial para o dirham marroquino junto de bancos de referência	Direcção Financeira Grupo	60 dias
4. Due diligence regulatória e fiscal em Marrocos (condições de investimento estrangeiro, repatriação de dividendos, zonamento comercial)	Assessoria jurídica externa	90 dias
5. Apresentação ao Conselho de Administração de proposta de estrutura de entrada com valorização indicativa	CEO / CFO Sonae MC	120 dias

Limitações da Análise

Esta análise tem limitações materiais que devem ser consideradas pelo Conselho antes de qualquer decisão final:

Dados não obtidos: - **Capacidade financeira actual da Sonae MC:** endividamento líquido, EBITDA, cash flow livre e margem de alocação de capital para investimento internacional não foram confirmados por dados públicos recentes. Este é o principal bloqueador analítico — sem estes dados, a viabilidade financeira da recomendação não pode ser confirmada. - **Estratégia de hedging cambial do grupo:** a ausência de informação pública sobre coberturas cambiais da Sonae impede a quantificação do risco de compressão de retornos em euros. - **Pipeline de M&A em Marrocos:** não foi possível mapear operadores locais disponíveis para transacção, o que é condição necessária para o modelo de entrada recomendado.

O que esta análise não cobre: - Análise detalhada do quadro fiscal marroquino para investimento estrangeiro directo e repatriação de dividendos. - Avaliação da cadeia de fornecimento e possibilidade de sinergias com a base de fornecedores portugueses e europeus da Sonae MC. - Impacto de uma expansão internacional no programa de investimento doméstico (modernização de lojas, transformação digital do Continente). - Análise de cenários alternativos de desinvestimento dentro do portfólio Sonae para libertar capital.

Análises adicionais recomendadas: 1. Estudo de viabilidade financeira detalhado para entrada em Marrocos, com três cenários (base, otimista, pessimista) e análise de sensibilidade cambial. 2. Benchmarking de outras insígnias europeias de média dimensão que expandiram para Marrocos (aprendizagens operacionais e financeiras). 3. Análise do impacto da expansão internacional nos rácios de endividamento do grupo e nos covenants de dívida existentes.

Fontes

- **Relatório 1** — Análise de mercados-alvo internacionais para expansão do retalho alimentar (blocos ECO, América Latina, Norte de África); inclui dados de penetração do comércio moderno e CAGR por região.
- **Relatório 2** — Análise de barreiras de entrada no retalho alimentar europeu; inclui benchmarks regulatórios, programas de fidelização e quota de marca própria (39,1%).
- **Relatório 3** — Caso Mercadona em Portugal; inclui dados de investimento (~900 M€) e horizonte de break-even (~7 anos).
- **Relatório 4 / 5** — Análise da capacidade financeira e escalabilidade operacional da Sonae MC (*não respondidas por erro técnico — lacuna crítica*).
- **Relatório 6** — Análise de riscos macroeconómicos e geopolíticos; inclui dados de volatilidade cambial (euro/dólar +13% em 2025; libra egípcia -60% em 2022-2024), inflação estrutural e impacto da guerra no Médio Oriente iniciada em outubro de 2023.
- **Grand View Research** — Projecção de CAGR para o retalho alimentar na América Latina (referenciada no Relatório 1 como fonte divergente).
- **6Wresearch** — Projecção de CAGR alternativa para a América Latina (referenciada no Relatório 1 como fonte divergente).