



## RATING ACTION COMMENTARY

# Fitch Eleva Ratings da Pague Menos Para 'A(bra)'; Perspectiva Positiva

Fri 11 Sep, 2020 - 5:05 PM ET

Fitch Ratings - São Paulo - 11 Sep 2020: A Fitch Ratings elevou para 'A(bra)', de 'BBB+(bra)' (BBB mais(bra)), o Rating Nacional de Longo Prazo da Empreendimentos Pague Menos S.A. (Pague Menos) e de sua quarta emissão de debêntures quirografárias, no montante de BRL200 milhões e com vencimento final em fevereiro de 2024. A Perspectiva do rating corporativo foi revisada para Positiva, de Negativa.

A elevação reflete o fortalecimento da estrutura de capital e da liquidez da Pague Menos após a capitalização de BRL722 milhões proveniente de sua Oferta Pública Inicial de Ações (IPO), ocorrida no final de agosto, que reduziu significativamente os riscos de refinanciamento. Estes recursos colocaram a companhia em posição mais confortável para executar sua estratégia de crescimento, sem pressionar demasiadamente seus principais indicadores de crédito e mantendo uma liquidez mais robusta e em linha com a classificação. A ação de rating incorpora, ainda, a expectativa de que a Pague Menos terá um desempenho operacional acima das expectativas iniciais da Fitch antes da pandemia, com aumento das vendas pelo conceito 'mesmas lojas' (Same Sale Stores - SSS) e melhora das margens. A empresa tem o desafio de consolidar os resultados positivos apresentados desde o final de 2019, ao mesmo tempo em que inicia um novo ciclo de expansão a partir de 2021, diante de um cenário macroeconômico que ainda deverá estar em recuperação.

Os ratings da Pague Menos refletem seu adequado posicionamento de mercado na indústria de varejo farmacêutico do Brasil, que se apoia em sua relevante escala de negócios e em sua liderança nas regiões Nordeste e Norte. A análise da Fitch também considerou as características razoavelmente defensivas desta indústria e as perspectivas positivas de longo prazo para o setor, ainda que o curto prazo imponha fortes desafios de competição.

A Perspectiva Positiva incorpora a expectativa de que a Pague Menos ampliará sua escala na indústria e continuará recuperando gradualmente a rentabilidade e a geração de caixa de seus negócios. Estas premissas têm como base a maturação das lojas existentes, o melhor desempenho das SSS e o crescimento gradual da rede. A expectativa da Fitch é de que a companhia manterá moderada alavancagem líquida ajustada, abaixo de 3,5 vezes, e adequada liquidez ao longo do período de expansão.

## **PRINCIPAIS FUNDAMENTOS DO RATING**

**Fortalecimento da Geração de Caixa:** A Fitch projeta uma recuperação gradual na geração de caixa operacional da Pague Menos, com aumento nas margens de EBITDAR. Em 2020 e 2021, a companhia deve gerar EBITDAR de BRL585 milhões e BRL621 milhões, com margens de 8,7%, frente aos BRL495 milhões e 7,7% registrados em 2019. Este resultado se apoia na adequação de sua base de lojas a partir de 2018, que resultou no fechamento de 141 unidades não rentáveis de 2018 a junho de 2020, bem como na maturação da base de lojas existente e nas medidas de ganhos de produtividade implementadas nos últimos dois anos. O fluxo de caixa das operações (CFFO) deve ser positivo em BRL40 milhões em 2020 e em BRL103 milhões em 2021, apesar da necessidade de capital de giro para suportar a expansão da rede. Os investimentos totalizarão apenas BRL31 milhões em 2020 e o fluxo de caixa livre (FCF) será neutro a ligeiramente positivo, e negativo nos anos seguintes, devido a investimentos em torno de BRL690 milhões de 2021 a 2023. A Fitch não projeta pagamentos de dividendos até 2024, dada a necessidade da companhia de recompor a reserva de incentivos fiscais.

**Melhora da Estrutura de Capital:** O cenário-base da Fitch considera uma relação dívida líquida ajustada/EBITDAR de 3,0 vezes a 3,3 vezes nos próximos três anos, frente a 4,9 vezes em 2019. O fortalecimento deste indicador se apoia na gradual recomposição do EBITDAR e na redução da dívida da companhia por meio dos recursos provenientes do IPO, uma vez que parte do montante será utilizada para o pré-pagamento de dívidas existentes. A Pague Menos deverá reduzir suas dívidas financeiras em aproximadamente BRL200 milhões no segundo semestre deste ano, de um total de BRL976 milhões ao final de junho.

Sobre este montante, a Fitch adiciona BRL216 milhões em antecipações de recebíveis e BRL1,4 bilhão em obrigações de aluguel, conforme a metodologia da agência, o que resulta em uma dívida total ajustada de BRL2,6 bilhões.

**Crescimento Impõe Desafios:** A Pague Menos possui um plano de crescimento agressivo, com expectativa de abertura de 388 lojas de 2021 a 2023, frente a uma base de 1.112 unidades ao final de junho de 2020. Este crescimento, como já observado em ciclos anteriores, impõe diversos desafios à companhia, entre os quais o gerenciamento do capital de giro e da cadeia de suprimentos, bem como a potencial canibalização de lojas, uma vez que grande parte da expansão ocorrerá nas regiões Norte e Nordeste, onde a Pague Menos possui posição fortalecida, com 70% de suas lojas. A assertividade da companhia e da nova gestão em expandir as operações ainda precisará ser testada, sobretudo diante do ambiente de negócios e macroeconômico mais desafiador. O histórico recente da companhia foi marcado por erros estratégicos, que resultaram em elevado crescimento sem o retorno correspondente na geração de caixa.

**Fundamentos Positivos da Indústria:** A Fitch acredita que o varejo farmacêutico brasileiro apresenta fortes fundamentos de longo prazo. Estes se apoiam no crescimento da população de idosos, na crescente penetração de medicamentos genéricos e na necessidade de remédios associados a doenças crônicas. No entanto, a curto prazo, o acirramento no ambiente competitivo, com as principais empresas do setor buscando expandir suas atividades, os reduzidos repasses de preço oriundos da baixa inflação e a postergação dos reajustes dos preços em 2020 devem trazer pressões de curto prazo, com potenciais efeitos nas margens, nas vendas mesmas lojas e na geração da caixa das empresas.

## **SENSIBILIDADE DOS RATINGS**

Fatores Que Podem, Individual ou Coletivamente, Levar a Uma Ação de Rating Positiva/Elevação:

- Margem de EBITDAR em torno de 9,0%;
- Fortalecimento significativo do CFFO;
- Manutenção da alavancagem líquida ajustada limitada a 3,5 vezes;
- Liquidez adequada.

## Fatores Que Podem, Individual ou Coletivamente, Levar a Uma Ação de Rating Negativa/Rebaixamento:

- Alavancagem líquida ajustada acima de 4,5 vezes;
- Piora na liquidez, com aumento dos riscos de refinanciamento;
- Deterioração da geração de caixa operacional, sem expectativa de recuperação a curto prazo;
- Margem de EBITDAR consistentemente abaixo de 7,0%.

## PRINCIPAIS PREMISSAS

As principais premissas da Fitch no cenário de rating da Pague Menos incluem:

- SSS de 5,9% em 2020, de 4,4% em 2021 e de 4,1% em 2022, tendo como base 50% do Produto Interno Bruto (PIB) para o crescimento do volume e 80% da inflação (com base no Índice Nacional de Preços ao Consumidor – Amplo (IPCA)) para o reajuste dos preços;
- Abertura de duas lojas e fechamento de 22 em 2020;
- Abertura de 106 lojas e fechamento de 20 em 2021;
- Abertura de 148 lojas e fechamento de 25 em 2022;
- Investimentos de BRL31 milhões em 2020, de BRL200 milhões em 2021 e de BRL243 milhões em 2022;
- Ausência de pagamentos de dividendos até 2024, devido à necessidade de recompor a reserva de incentivos fiscais;
- Aumento de cinco dias no ciclo de caixa em 2020 e de dois em 2021, para 63 e 65 dias, respectivamente, conforme a metodologia da Fitch.

## RESUMO DA ANÁLISE

O Rating Nacional de Longo Prazo da Pague Menos está cinco graus abaixo do Rating Nacional de Longo Prazo 'AAA(bra)' da Raia Drogasil S.A. (RD). A RD é a maior empresa da indústria e se beneficia de elevada escala, diversificação geográfica e de marcas. Ao final de junho de 2020, a RD possuía 2.162 lojas e 13% participação de mercado no Brasil, frente a 1.112 unidades da Pague Menos e 5,7% de participação. Após o IPO da Pague Menos, a alavancagem líquida de ambas as empresas está próxima a 3,0 vezes, e as necessidades de refinanciamento se mostram gerenciáveis. O histórico de volátil geração de caixa operacional da Pague Menos em relação à robusta e sólida geração de caixa da RD, bem como seu maior desafio de crescimento, também diferenciam os ratings.

A classificação da Pague Menos está no mesmo patamar da do Mateus Supermercados S.A. (Mateus, Rating Nacional de Longo Prazo 'A(bra)'), que também atua em um segmento do varejo caracterizado por demanda mais estável e com forte atuação na região Nordeste. Ainda que a alavancagem, a liquidez e os riscos de refinanciamento do Mateus sejam reduzidos, a companhia está fortemente exposta a uma única região – o Estado do Maranhão – e possui questões de governança que precisam ser gerenciadas, o que resulta na redução de um grau em sua classificação.

## **RESUMO DOS AJUSTES DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS**

- A Fitch reverteu os efeitos do IFRS 16 e aplicou um múltiplo de 5,0 vezes sobre as despesas de aluguel da Pague Menos, adicionando o resultado à dívida;
- As operações de risco sacado e de antecipação de recebíveis foram consideradas dívida, com os ajustes correspondentes realizados nos fluxos de caixa operacional e financeiro;
- O saldo líquido das operações com derivativos foi adicionado à dívida da companhia.
- Efeitos não-recorrentes foram retirados do resultado operacional da companhia.

## **LIQUIDEZ E ESTRUTURA DA DÍVIDA**

Liquidez Adequada: Os recursos provenientes do IPO fortaleceram, por um momento, a historicamente fraca liquidez da Pague Menos. A Fitch projeta caixa e equivalentes de BRL330 milhões ao final de 2020, que já contemplam a redução de cerca de BRL200 milhões em dívidas. Nos próximos anos, a empresa deverá manter caixa próximo a BRL200

milhões, uma vez que parte dos recursos será utilizada para o crescimento da rede. O FCF negativo esperado nos próximos anos será financiado por um mix de caixa, geração operacional de caixa e novas dívidas. Após as rolagens de dívidas realizadas em 2020, o cronograma de vencimentos indica necessidade de rolagens a partir do final de 2021, o que a Fitch considera provável. A Pague Menos possui vencimentos de BRL30 milhões até o final de 2020; de BRL348 milhões em 2021; e de BRL293 milhões em 2022. Destes vencimentos, cerca de BRL150 milhões serão pré-pagos. Como aspecto positivo, a empresa contava, ao final de junho, com recebíveis de cartão de crédito livres de garantia de BRL150 milhões, que devem aumentar para BRL400 milhões após o IPO, uma vez que a companhia deverá reduzir significativamente as antecipações de recebíveis.

### **INFORMAÇÕES REGULATÓRIAS:**

A presente publicação é um relatório de classificação de risco de crédito, para fins de atendimento ao artigo 16 da Instrução CVM nº 521/12.

As informações utilizadas nesta análise são provenientes da Pague Menos.

A Fitch adota todas as medidas necessárias para que as informações utilizadas na classificação de risco de crédito sejam suficientes e provenientes de fontes confiáveis, incluindo, quando apropriado, fontes de terceiros. No entanto, a Fitch não realiza serviços de auditoria e não pode realizar, em todos os casos, verificação ou confirmação independente das informações recebidas.

#### **Histórico dos Ratings:**

Data na qual a classificação em escala nacional foi emitida pela primeira vez: 29 de agosto de 2012.

Data na qual a classificação em escala nacional foi atualizada pela última vez: 3 de abril de 2020.

A classificação de risco foi comunicada à entidade avaliada ou a partes a ela relacionadas, e o rating atribuído não foi alterado em virtude desta comunicação.

Os ratings atribuídos pela Fitch são revisados, pelo menos, anualmente.

A Fitch publica a lista de conflitos de interesse reais e potenciais no Anexo X do Formulário de Referência, disponível em [www.fitchratings.com/brasil](http://www.fitchratings.com/brasil)

Para informações sobre possíveis alterações na classificação de risco de crédito veja o item: Sensibilidade dos Ratings.

Informações adicionais estão disponíveis em '[www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com)' e em '[www.fitchratings.com/site/brasil](http://www.fitchratings.com/site/brasil)'.

A Fitch Ratings foi paga para determinar cada rating de crédito listado neste relatório de classificação de risco de crédito pelo devedor ou emissor classificado, por uma parte relacionada que não seja o devedor ou o emissor classificado, pelo patrocinador ("sponsor"), subscritor ("underwriter"), ou o depositante do instrumento, título ou valor mobiliário que está sendo avaliado.

Metodologia Aplicada e Pesquisa Relacionada:

-- Metodologia de Ratings Corporativos (1º de maio de 2020);

-- Metodologia de Ratings em Escala Nacional (8 de junho de 2020).

## RATING ACTIONS

ENTITY/DEBT	RATING			PRIOR
Empreendimentos Pague Menos S.A.	Natl LT	A(bra) Rating Outlook Positive	Upgrade	BBB+ (bra) Rating Outlook Negative
● senior unsecured	Natl LT	A(bra)	Upgrade	BBB+(bra)

[VIEW ADDITIONAL RATING DETAILS](#)

## FITCH RATINGS ANALYSTS

**Renato Donatti**

Director

Analista primário

+55 11 4504 2215

Fitch Ratings Brasil Ltda.

Alameda Santos, nº 700 – 7º andar Edifício Trianon Corporate - Cerqueira César São Paulo

SP Cep 01.418-100

**Gisele Paolino**

Director

Analista secundário

+55 21 4503 2624

**Ricardo De Carvalho**

Managing Director

Presidente do Comitê

+55 21 4503 2627

**MEDIA CONTACTS****Jaqueline Carvalho**

Rio de Janeiro

+55 21 4503 2623

jaqueline.carvalho@thefitchgroup.com

Informações adicionais estão disponíveis em [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com)**APPLICABLE CRITERIA**[Corporate Rating Criteria \(pub. 01 May 2020\) \(including rating assumption sensitivity\)](#)[Metodologia de Ratings Corporativos \(pub. 08 May 2020\)](#)[National Scale Rating Criteria \(pub. 08 Jun 2020\)](#)[Metodologia de Ratings em Escala Nacional \(pub. 08 Jun 2020\)](#)**ADDITIONAL DISCLOSURES**[Solicitation Status](#)[Endorsement Policy](#)

## ENDORSEMENT STATUS

Empreendimentos Pague Menos S.A. -

## DISCLAIMER

TODOS OS RATINGS DE CRÉDITO DA FITCH ESTÃO SUJEITOS A ALGUMAS LIMITAÇÕES E TERMOS DE ISENÇÃO DE RESPONSABILIDADE. POR FAVOR, VEJA NO LINK A SEGUIR ESSAS LIMITAÇÕES E TERMOS DE ISENÇÃO DE RESPONSABILIDADE: [HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://fitchratings.com/understandingcreditratings). ALÉM DISSO, AS DEFINIÇÕES E OS TERMOS DE USO DOS RATINGS ESTÃO DISPONÍVEIS NO SITE PÚBLICO DA AGÊNCIA, EM [WWW.FITCHRATINGS.COM](http://www.fitchratings.com). OS RATINGS PÚBLICOS, CRITÉRIOS E METODOLOGIAS PUBLICADOS ESTÃO PERMANENTEMENTE DISPONÍVEIS NESTE SITE. O CÓDIGO DE CONDUTA DA FITCH E AS POLÍTICAS DE CONFIDENCIALIDADE, CONFLITOS DE INTERESSE; SEGURANÇA DE INFORMAÇÃO (FIREWALL) DE AFILIADAS, COMPLIANCE E OUTRAS POLÍTICAS E PROCEDIMENTOS RELEVANTES TAMBÉM ESTÃO DISPONÍVEIS NESTE SITE, NA SEÇÃO 'CÓDIGO DE CONDUTA'. A FITCH PODE TER FORNECIDO OUTRO SERVIÇO AUTORIZADO À ENTIDADE CLASSIFICADA OU A PARTES RELACIONADAS. DETALHES SOBRE ESSE SERVIÇO PARA RATINGS PARA O QUAL O ANALISTA PRINCIPAL ESTÁ BASEADO EM UMA ENTIDADE DA UNIÃO EUROPEIA PODEM SER ENCONTRADOS NA PÁGINA DO SUMÁRIO DA ENTIDADE NO SITE DA FITCH.

[READ LESS](#)

## COPYRIGHT

Copyright © 2020 da Fitch, Inc., Fitch Ratings Ltd. e suas subsidiárias. 33 Whitehall St, NY, NY 10004. Telefone: 1-800-753-4824 (para chamadas efetuadas nos Estados Unidos), ou (001212) 908-0500 (chamadas fora dos Estados Unidos). Fax: (212) 480-4435. Proibida a reprodução ou retransmissão, integral ou parcial, exceto quando autorizada. Todos os direitos reservados. Ao atribuir e manter ratings e ao fazer outros relatórios (incluindo informações sobre projeções), a Fitch conta com informações factuais que recebe de emissores e underwriters e de outras fontes que a agência considera confiáveis. A Fitch realiza uma apuração adequada das informações factuais de que dispõe, de acordo com suas metodologias de rating, e obtém razoável verificação destas informações de fontes independentes, à medida que estas fontes estejam disponíveis com determinado patamar de segurança, ou em determinada jurisdição. A forma como é conduzida a investigação factual da Fitch e o escopo da verificação de terceiros que a agência obtém poderão variar, dependendo da natureza do título analisado e do seu emissor, das exigências e práticas na jurisdição em que o título analisado é oferecido e vendido e/ou em que o emissor esteja

localizado, da disponibilidade e natureza da informação pública envolvida, do acesso à administração do emissor e seus consultores, da disponibilidade de verificações pré-existentes de terceiros, como relatórios de auditoria, cartas de procedimentos acordadas, avaliações, relatórios atuariais, relatórios de engenharia, pareceres legais e outros relatórios fornecidos por terceiros, disponibilidade de fontes independentes e competentes de verificação, com respeito ao título em particular, ou na jurisdição do emissor, em especial, e a diversos outros fatores. Os usuários dos ratings e relatórios da Fitch devem estar cientes de que nem uma investigação factual aprofundada, nem qualquer verificação de terceiros poderá assegurar que todas as informações de que a Fitch dispõe com respeito a um rating ou relatório serão precisas e completas. Em última instância, o emissor e seus consultores são responsáveis pela precisão das informações fornecidas à Fitch e ao mercado ao disponibilizar documentos e outros relatórios. Ao emitir ratings e relatórios, a Fitch é obrigada a confiar no trabalho de especialistas, incluindo auditores independentes, com respeito às demonstrações financeiras, e advogados, com referência a assuntos legais e tributários. Além disso, os ratings e as projeções financeiras e outras informações são naturalmente prospectivos e incorporam hipóteses e premissas sobre eventos futuros que, por sua natureza, não podem ser confirmados como fatos. Como resultado, apesar de qualquer verificação sobre fatos atuais, os ratings e as projeções podem ser afetados por condições ou eventos futuros não previstos na ocasião em que um rating foi emitido ou afirmado.

As informações neste relatório são fornecidas 'tais como se apresentam', sem que ofereçam qualquer tipo de garantia. Um rating da Fitch constitui opinião sobre o perfil de crédito de um título. Esta opinião e os relatórios se apoiam em critérios e metodologias existentes, que são constantemente avaliados e atualizados pela Fitch. Os ratings e relatórios são, portanto, resultado de um trabalho de equipe na Fitch, e nenhum indivíduo, ou grupo de indivíduos, é responsável isoladamente por um rating ou relatório. O rating não cobre o risco de perdas em função de outros riscos que não sejam o de crédito, a menos que tal risco esteja especificamente mencionado. A Fitch não participa da oferta ou venda de qualquer título. Todos os relatórios da Fitch são de autoria compartilhada. Os profissionais identificados em um relatório da Fitch participaram de sua elaboração, mas não são isoladamente responsáveis pelas opiniões expressas no texto. Os nomes são divulgados apenas para fins de contato. Um relatório que contenha um rating atribuído pela Fitch não constitui um prospecto, nem substitui as informações reunidas, verificadas e apresentadas aos investidores pelo emissor e seus agentes com respeito à venda dos títulos. Os ratings podem ser alterados ou retirados a qualquer tempo, por qualquer razão, a critério exclusivo da Fitch. A agência não oferece aconselhamento de investimentos de qualquer espécie. Os ratings não constituem recomendação de compra, venda ou retenção de qualquer título. Os ratings não comentam a correção dos preços de mercado, a adequação de qualquer título a determinado investidor ou a natureza de isenção de impostos ou taxaço sobre

pagamentos efetuados com respeito a qualquer título. A Fitch recebe pagamentos de emissores, seguradores, garantidores, outros coobrigados e underwriters para avaliar os títulos. Estes preços geralmente variam entre USD1.000 e USD750.000 (ou o equivalente em moeda local aplicável) por emissão. Em certos casos, a Fitch analisará todas ou determinado número de emissões efetuadas por um emissor em particular ou seguradas ou garantidas por determinada seguradora ou garantidor, mediante um único pagamento anual. Tais valores podem variar de USD10.000 a USD1.500.000 (ou o equivalente em moeda local aplicável). A atribuição, publicação ou disseminação de um rating pela Fitch não implicará consentimento da Fitch para a utilização de seu nome como especialista, com respeito a qualquer declaração de registro submetida mediante a legislação referente a títulos em vigor nos Estados Unidos da América, a Lei de Serviços Financeiros e Mercados, de 2000, da Grã-Bretanha ou a legislação referente a títulos de qualquer outra jurisdição, em particular. Devido à relativa eficiência da publicação e distribuição por meios eletrônicos, o relatório da Fitch poderá ser disponibilizada para os assinantes eletrônicos até três dias antes do acesso para os assinantes dos impressos.

Para a Austrália, Nova Zelândia, Taiwan e Coreia do Sul apenas: A Fitch Austrália Pty Ltd detém uma licença australiana de serviços financeiros (licença AFS nº337123.), a qual autoriza o fornecimento de ratings de crédito apenas a clientes de atacado. As informações sobre ratings de crédito publicadas pela Fitch não se destinam a ser utilizadas por pessoas que sejam clientes de varejo, nos termos da Lei de Sociedades (Corporations Act 2001).

[READ LESS](#)

## SOLICITATION STATUS

The ratings above were solicited and assigned or maintained at the request of the rated entity/issuer or a related third party. Any exceptions follow below.

## ENDORSEMENT POLICY

Fitch's approach to ratings endorsement so that ratings produced outside the EU may be used by regulated entities within the EU for regulatory purposes, pursuant to the terms of the EU Regulation with respect to credit rating agencies, can be found on the [EU Regulatory Disclosures](#) page. The endorsement status of all International ratings is provided within the entity summary page for each rated entity and in the transaction detail pages for all structured finance transactions on the Fitch website. These disclosures are updated on a daily basis.

