



## RATING ACTION COMMENTARY

# Fitch Mantém Ratings Nacionais 'A+(bra)' da Pague Menos em Observação Positiva

Fri 05 Nov, 2021 - 5:33 PM ET

Fitch Ratings - São Paulo - 05 Nov 2021: A Fitch Ratings manteve, hoje, em Observação Positiva o Rating Nacional de Longo Prazo 'A+(bra)' da Pague Menos e de suas emissões de debêntures.

A manutenção dos ratings da Pague Menos em Observação Positiva reflete o fato de que a companhia ainda aguarda a aprovação do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (Cade) para concluir a aquisição da Extrafarma, o que ainda poderá levar mais de seis meses. A Observação Positiva segue vinculada aos benefícios provenientes desta transação, que eleva a escala e fortalece a posição competitiva da empresa em suas principais regiões de atuação. Após a conclusão da transação, cujo montante está em linha com a margem de alavancagem do rating da Pague Menos, a classificação deverá ser elevada em um grau.

Os ratings da Pague Menos refletem sua destacada atuação no defensivo setor de varejo farmacêutico brasileiro e a capilaridade de suas operações. A geração operacional de caixa deve se fortalecer ao longo dos anos, com melhora das margens, enquanto a alavancagem financeira permanece em patamares moderados e a liquidez segue satisfatória.

## PRINCIPAIS FUNDAMENTOS DO RATING

Fortalecimento do Perfil de Negócios: Caso seja concretizada, a aquisição da Extrafarma fortalecerá o posicionamento competitivo da Pague Menos, com aumento de escala e maior

presença em suas principais regiões de atuação (Norte e Nordeste). A transação traz importantes desafios para aumentar a rentabilidade da Extrafarma, mitigados pela boa capacidade demonstrada recentemente pela Pague Menos de fortalecer seu desempenho, com otimização de seu portfólio de lojas, assertividade na precificação, redução de perdas e controle de despesas. As sinergias da operação, estimadas em BRL250 milhões ao final de 2024, devem ocorrer principalmente por meio de melhores condições de compra e de logística. A empresa terá, ainda, a possibilidade de aumentar a participação de serviços nas lojas da Extrafarma e fortalecer seu canal digital.

**Maior Geração de Caixa:** A Pague Menos deve continuar fortalecendo sua geração de caixa operacional, baseado no crescimento de vendas sob o conceito 'mesmas lojas' (Same Stores Sales - SSS) de 8,0% e 4,2%, em 2021 e 2022, respectivamente, na adição líquida esperada de 160 lojas entre 2021 e 2022 e na absorção de 400 lojas da Extrafarma a partir de 2022. O EBITDAR projetado deve ficar em BRL688 milhões em 2021, com margem de 9,2%, e BRL920 milhões e 9,1% em 2022, após a consolidação da Extrafarma. As maiores necessidades de capital de giro devem resultar em fluxo de caixa das operações (CFFO) médio de BRL230 milhões entre 2021 e 2022, enquanto o fluxo de caixa livre (FCF) deve ser de neutro a positivo em 2021 e negativo a partir de 2022, com investimentos de BRL530 milhões no biênio. O cenário-base de rating não contempla pagamento de dividendos antes de 2023.

**Alavancagem Moderada Possibilita Aquisição:** O rating da Pague Menos tem espaço para o aumento da alavancagem decorrente da aquisição da Extrafarma. O cenário-base contempla uma relação dívida líquida ajustada/EBITDAR de 2,6 vezes em 2021 para a emissora, em base isolada, com elevação temporária para 3,4 vezes em 2022, quando a aquisição deve ser finalizada. O valor da transação, de BRL700 milhões, tem seu pagamento escalonado: BRL300 milhões em 2022; BRL150 milhões em 2023; e BRL150 milhões em 2024. Os BRL100 milhões restantes se referem à equalização do capital de giro da Extrafarma. De 2023 em diante, a alavancagem líquida ajustada deve ficar limitada a 3,1 vezes. A dívida total esperada é de BRL2,6 bilhões em 2021 e BRL3,4 bilhões em 2022, incluindo BRL1,5 bilhão e BRL2,1 bilhões, respectivamente, em obrigações de aluguel.

**Crescimento Impõe Desafios:** A Pague Menos mantém um plano de crescimento orgânico agressivo, com expectativa de abertura de 320 lojas e fechamento de outras sessenta, de 2021 a 2023, sobre uma base combinada com a Extrafarma de 1,5 mil unidades. Este crescimento impõe desafios que se tornam mais acentuados com a necessidade de rentabilizar e integrar as operações da Extrafarma. Entre eles, o gerenciamento do capital de giro e da cadeia de suprimentos e a potencial canibalização de lojas. A capacidade de a companhia expandir seus negócios, preservando a rentabilidade, bem como de ser bem-

sucedida na captura de sinergias com a Extrafarma, preservando a alavancagem e a liquidez, serão fatores-chave para a evolução do rating a médio prazo.

**Fundamentos Positivos da Indústria:** O varejo farmacêutico brasileiro apresenta desempenho resiliente em cenários macroeconômicos desfavoráveis e 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. Para 2021 e 2022, a consolidação do setor e os maiores reajustes de preços devem proporcionar um ambiente mais favorável às empresas.

## **SENSIBILIDADE DOS RATINGS**

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

-- Os ratings devem ser elevados em um grau no momento da conclusão da aquisição da Extrafarma, que ainda poderá levar mais de seis meses.

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:

-- Crescimento de SSS de 8,0% em 2021 e de 4,2% em 2022 e 2023;

-- Abertura de oitenta lojas e fechamento de vinte em 2021;

-- Abertura de 120 lojas e fechamento de vinte em 2022;

-- Investimentos em torno de BRL230 milhões em 2021 e de BRL300 milhões em 2022;

- Ausência de pagamentos de dividendos até 2023;
- Margem de EBITDAR da Extrafarma de 3,3% em 2022 e 3,4% em 2023;
- Captura de sinergias de BRL250 milhões, de 2022 a 2024.

## RESUMO DA ANÁLISE

O rating da Pague Menos está quatro graus abaixo do da Raia Drogasil S.A. (RD, Rating Nacional de Longo Prazo 'AAA(bra)'/Estável). A RD é a maior empresa da indústria e se beneficia de elevada escala, diversificação geográfica e variedade de marcas. Ao final de junho de 2021, a RD possuía 2.374 lojas e 14% de participação de mercado no Brasil, frente a 1.512 unidades da Pague Menos e 7,0% de participação em bases pro forma com a Extrafarma. 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. Com a concretização da aquisição da Extrafarma, a distância dos ratings deve passar a ser de três graus.

A classificação da Pague Menos está três graus acima do da Farmácia e Drograria Nissei S.A. (Nissei, Rating Nacional de Longo Prazo 'BBB+(bra)'/Estável) devido a sua maior escala e diversificação geográfica, uma vez que a Nissei opera com apenas 315 lojas e está majoritariamente concentrada no Paraná, além da menor alavancagem financeira líquida ajustada da Pague Menos, próxima a 3,0 vezes, comparada ao índice acima de 4,0 vezes da Nissei, e melhor perfil de liquidez.

## Resumo dos Ajustes das Demonstrações Financeiras

Ajustes nas demonstrações financeiras que se desviem significativamente das demonstrações financeiras publicadas incluem:

- 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

Perfil de Liquidez Adequado: A Pague Menos deve preservar um perfil de liquidez adequado, com satisfatórias reservas de caixa, cronograma de vencimentos escalonado e boa flexibilidade financeira, ao mesmo tempo que executa o pagamento e a integração da Extrafarma. Entre outubro de 2021 e o final de 2022, a companhia possui em torno de BRL325 milhões em dívidas vencendo frente a um caixa de BRL800 milhões esperado para o final de 2021. A flexibilidade financeira da Pague Menos se beneficiará de um saldo de recebíveis de cartão em torno de BRL700 milhões, em bases combinadas.

## **PERFIL DO EMISSOR**

A Pague Menos é a terceira maior rede do varejo farmacêutico do Brasil em número de lojas e a maior das regiões Norte e Nordeste. Ao final de junho de 2021, em bases pro forma com a Extrafarma, a companhia possuía em torno de 1,5 mil unidades nos 26 estados brasileiros e no Distrito Federal, com participação de mercado em torno de 6% no Brasil, 20% na região Nordeste e 10% na região Norte. A empresa possui ações negociadas na B3 e tem como principal acionista Francisco Deusmar de Queiróz, que detém 44,25% das ações votantes.

## **INFORMAÇÕES REGULATÓRIAS:**

presente publicação é um relatório de classificação de risco de crédito, para fins de atendimento ao artigo 16 da Resolução CVM nº 9/20.

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: 20 de maio de 2021.

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 (15 de outubro de 2021);

-- Metodologia de Ratings em Escala Nacional (22 de dezembro de 2020).

## RATING ACTIONS

ENTITY/DEBT	RATING			PRIOR
Empreendimentos Pague Menos S.A.	Natl LT	A+(bra) Rating Watch Positive	Rating Watch Maintained	A+ (bra) Rating Watch Positive
● senior unsecured	Natl LT	A+(bra) Rating Watch Positive	Rating Watch Maintained	A+ (bra) Rating Watch Positive

[VIEW ADDITIONAL RATING DETAILS](#)

## FITCH RATINGS ANALYSTS

### Renato Donatti

Director

Analista primário

+55 11 4504 2215

renato.donatti@fitchratings.com

Fitch Ratings Brasil Ltda.

Alameda Santos, nº 700 – 7º andar Edifício Trianon Corporate - Cerqueira César São Paulo,  
SP SP Cep 01.418-100

### Pedro Gonzalez

Analyst

Analista secundário

+55 21 4503 2634

pedro.gonzalez@fitchratings.com

### Mauro Storino

Senior Director

Presidente do Comitê

+55 21 4503 2625

mauro.storino@fitchratings.com

## 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)

## PARTICIPATION STATUS

The rated entity (and/or its agents) or, in the case of structured finance, one or more of the transaction parties participated in the rating process except that the following issuer(s), if any, did not participate in the rating process, or provide additional information, beyond the issuer's available public disclosure.

## APPLICABLE CRITERIA

[National Scale Rating Criteria \(pub. 22 Dec 2020\)](#)

[Metodologia de Ratings em Escala Nacional \(pub. 22 Dec 2020\)](#)

[Corporate Rating Criteria \(pub. 15 Oct 2021\) \(including rating assumption sensitivity\)](#)

[Metodologia de Ratings Corporativos \(pub. 15 Oct 2021\)](#)

## APPLICABLE MODELS

Numbers in parentheses accompanying applicable model(s) contain hyperlinks to criteria providing description of model(s).

Corporate Monitoring & Forecasting Model (COMFORT Model), v7.9.0 (1)

## 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: [HTTPS://WWW.FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](https://www.fitchratings.com/understandingcreditratings). ALÉM DISSO, AS DEFINIÇÕES DE CADA ESCALA E CATEGORIA DE RATING, INCLUINDO DEFINIÇÕES REFERENTES A INADIMPLÊNCIA, PODEM SER ACESSADAS EM [HTTPS://WWW.FITCHRATINGS.COM/PT/REGION/BRAZIL](https://www.fitchratings.com/pt/region/brazil), EM DEFINIÇÕES DE RATINGS, NA SEÇÃO DE EXIGÊNCIAS REGULATÓRIAS. 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". OS INTERESSES RELEVANTES DE DIRETORES E ACIONISTAS ESTÃO DISPONÍVEIS EM [HTTPS://WWW.FITCHRATINGS.COM/SITE/REGULATORY](https://www.fitchratings.com/site/regulatory). A FITCH

PODE TER FORNECIDO OUTRO SERVIÇO AUTORIZADO OU COMPLEMENTAR À ENTIDADE CLASSIFICADA OU A PARTES RELACIONADAS. DETALHES SOBRE SERVIÇO AUTORIZADO, PARA O QUAL O ANALISTA PRINCIPAL ESTÁ BASEADO EM UMA EMPRESA DA FITCH RATINGS (OU UMA AFILIADA A ESTA) REGISTRADA NA ESMA OU NA FCA, OU SERVIÇOS COMPLEMENTARES PODEM SER ENCONTRADOS NA PÁGINA DO SUMÁRIO DO EMISSOR, NO SITE DA FITCH.

[READ LESS](#)

## **COPYRIGHT**

Copyright © 2021 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 taxação 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

Os ratings de crédito internacionais da Fitch produzidos fora da União Europeia (UE) ou do Reino Unido, conforme o caso, são endossados para uso por entidades reguladas na UE ou no Reino Unido, respectivamente, para fins regulatórios, de acordo com os termos do Regulamento das Agências de Rating de Crédito da UE ou do Reino Unido (Alterações etc.) (saída da UE), de 2019 (EU CRA Regulation or the UK Credit Rating Agencies (Amendment etc.) (EU Exit) Regulations 2019), conforme o caso. A abordagem da Fitch para endosso na UE e no Reino Unido pode ser encontrada na página de [Regulatory Affairs \(Assuntos Regulatórios\)](#) da Fitch, no site da agência. O status de endosso dos ratings de crédito internacionais é fornecido na página de sumário da entidade, para cada entidade classificada, e nas páginas de detalhes das transações, para transações de finanças estruturadas, no site da Fitch. Estas divulgações são atualizadas diariamente.

---

[Corporate Finance](#)   [Retail and Consumer](#)   [Latin America](#)   [Brazil](#)

---