

## RATING ACTION COMMENTARY

# Fitch Rebaixa Ratings da Elfa Para 'B-(bra)'; Perspectiva Negativa

Brazil Wed 25 Mar, 2026 - 3:41 PM ET

Fitch Ratings - Rio de Janeiro - 25 Mar 2026: A Fitch Ratings rebaixou o Rating Nacional de Longo Prazo da Elfa Medicamentos S.A. (Elfa) e de sua segunda emissão de debêntures com garantias reais para 'B-(bra)', de 'BBB-(bra)'. A Perspectiva do rating corporativo foi revisada para Negativa, de Estável. O rebaixamento reflete a acentuada deterioração do fluxo de caixa e do perfil financeiro da Elfa, decorrentes de um persistente consumo de caixa das operações e do elevado pagamento de juros, bem como a limitada capacidade da companhia de reduzir sua alavancagem e melhorar significativamente a liquidez – o que frustrou as expectativas iniciais da agência. A Fitch acredita que a Elfa manterá um volume de dívidas bem superior à sua capacidade de geração de caixa e que dependerá de forma relevante de fontes alternativas, como aportes de capital, venda de ativos ou monetização de créditos tributários, para equilibrar sua estrutura de capital.

A Perspectiva Negativa incorpora os fortes desafios que a Elfa enfrenta para executar sua estratégia de reestruturação (*turnaround*) e honrar os vencimentos da dívida a partir de 2028, em um cenário de acesso restrito a novas fontes de captação e elevados custos de financiamento. A operação de monetização de créditos não é o negócio principal da Elfa e representa riscos adicionais de execução. Os ratings poderão ser rebaixados novamente caso os resultados ou o desempenho financeiro da empresa fiquem abaixo do esperado.

## PRINCIPAIS FUNDAMENTOS DO RATING

**Capacidade Limitada de Refinanciamento:** A recorrente queima de caixa das operações e o elevado volume de dívida limitam a flexibilidade financeira da Elfa, reduzindo sua capacidade de refinanciamento em termos adequados e de diminuição da alavancagem organicamente. A companhia tem dependido de antecipações de recebíveis, aportes contínuos dos acionistas, vendas de ativos e monetização de créditos fiscais para financiar seus fluxos de caixa livre (FCFs) negativos. Na visão da Fitch, o acesso da Elfa ao mercado bancário e de capitais é restrito, o que torna desafiadora a rolagem de BRL147 milhões em

2026-2027 e aumenta a probabilidade de renegociação dos BRL325 milhões com vencimento em 2028.

**FCF Beneficiado Temporariamente:** O fluxo de caixa da Elfa deve ser sustentado por operações não recorrentes até o fim de 2028, o que representa frustração das expectativas anteriores da Fitch. A empresa tem reduzido volumes de vendas, em contrapartida à melhora gradual da rentabilidade, com margens de EBITDAR de 9,0%, acima dos patamares reportados ao longo dos anos. Entretanto, a conversão de EBITDA em fluxo de caixa das operações (CFO) permanece baixa, pressionada por juros, impostos a recuperar e consumo de capital de giro.

O cenário-base do rating prevê EBITDAR de cerca de BRL415 milhões em 2026 e BRL450 milhões em 2027, após BRL407 milhões em 2025. O CFO deve ser positivo em aproximadamente BRL60 milhões em 2026 e BRL40 milhões em 2027, após BRL260 milhões negativos em 2025. Esta premissa incorpora expectativa de monetização de créditos fiscais entre BRL300 milhões e BRL400 milhões no período, sendo que este negócio alternativo beneficiará temporariamente o fluxo de caixa, enquanto a Elfa recupera sua operação principal. Os desembolsos com juros devem somar BRL400 milhões no biênio. O FCF deve ser neutro a ligeiramente positivo, em torno de 0,5% da receita líquida, após investimentos médios de BRL50 milhões por ano.

**Alavancagem Permanece Elevada:** O alto endividamento bruto deve continuar pressionando a alavancagem da Elfa. Os índices dívida ajustada/EBITDAR e dívida líquida ajustada/EBITDAR devem ficar em 5,0 vezes (frente a 4,0 vezes na projeção anterior) e 4,4 vezes (frente a 3,4 vezes nas estimativas iniciais), respectivamente, até 2027. Em dezembro de 2025, a dívida total ajustada da companhia era de BRL1,8 bilhão, incluindo BRL388 milhões em antecipações de recebíveis e BRL214 milhões em contas a pagar por aquisições.

**Ambiente de Negócios Desafiador:** O setor de distribuição de medicamentos continua enfrentando desafios de recuperação após a pandemia de coronavírus, com intensa competição, taxas de juros elevadas e pressões no ciclo de pagamento da cadeia, afetando o fluxo de caixa das distribuidoras. Os sinais de recuperação ainda são modestos, e a Elfa tem buscado ativamente um melhor *mix* de vendas, por meio de contratos mais rentáveis e com melhores condições de pagamento, além da alienação de ativos não essenciais para a sua operação.

## **SENSIBILIDADE DOS RATINGS**

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

- Deterioração adicional dos indicadores operacionais e financeiros da companhia;
- Percepção, pela Fitch, de início de um evento de inadimplência ou qualquer tipo de reestruturação da dívida, que resulte em perda material para os credores.

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

- Avanços sustentáveis na geração operacional de caixa;
- Melhora significativa nos indicadores de alavancagem financeira ou redução significativa da dívida total;
- Maior acesso da Elfa a fontes de financiamento, resultando no fortalecimento da liquidez.

## **PRINCIPAIS PREMISSAS**

As Principais Premissas da Fitch Para o Cenário de Rating da Elfa incluem:

- Redução anual de volumes de 9% em 2026 e crescimento de 3% a partir de 2027;
- Reajuste de preços médios equivalente a duas vezes a inflação em 2026 e próximo a 4%, em média, a partir de 2027;
- Margem bruta consolidada de 18%;
- Investimentos médios anuais de BRL50 milhões;
- Monetização de créditos fiscais entre BRL300 milhões e BRL400 milhões nos próximos três anos;
- Aporte de capital de BRL160 milhões em 2026.

## **ANÁLISE DE PARES**

O rating 'B-(bra)' da Elfa está diversos graus abaixo do da Veste S.A. Estilo (Veste, Rating Nacional de Longo Prazo BBB(bra)/Perspectiva Negativa). A Elfa apresenta perfil financeiro

mais enfraquecido do que a varejista de moda. A Veste, por sua vez, tem o desafio de fortalecer a geração de caixa e a rentabilidade, mas seu endividamento, sua alavancagem e seus riscos de refinanciamento são mais moderados.

Em comparação com a Companhia Brasileira de Distribuição S.A. (CBD), cujo Rating Nacional de Longo Prazo 'C(bra)' reflete o início do processo de reestruturação de suas dívidas, a Elfa está melhor posicionada, uma vez que possui menores volumes de vencimento a curto prazo.

### **Resumo dos Ajustes das Demonstrações Financeiras**

- Contas a pagar e compromissos com aquisições foram adicionados à dívida;
- Derivativos líquidos foram adicionados à dívida;
- Receitas e despesas não recorrentes foram ajustados ao cálculo do EBITDAR;
- As despesas com arrendamentos foram ajustadas ao resultado operacional. A dívida com arrendamento foi calculada com um múltiplo equivalente a 3,0 vezes a despesa.

### **RESULTADOS DO COMITÊ DE APELAÇÃO EXTERNA**

A classificação de risco foi comunicada à entidade avaliada ou a partes a ela relacionadas, e o emissor apelou da decisão do comitê de rating original.

De acordo com as políticas da Fitch Ratings, o emissor apelou da decisão do comitê de rating original e forneceu informações adicionais, que resultaram em uma ação de rating diferente do resultado do comitê de rating original.

### **LIQUIDEZ E ESTRUTURA DA DÍVIDA**

A Elfa apresenta liquidez fraca, com caixa e aplicações financeiras reduzidos frente à dívida de curto prazo. Em outubro passado, a companhia reperfilou os vencimentos de principal de suas debêntures e de parte da dívida bancária. Na visão da Fitch, o alívio para a liquidez é temporário, pois os pagamentos de juros e o custo da dívida permanecem altos e seguem pressionando a geração de caixa da companhia.

Ao final de 2025, a Elfa possuía caixa e aplicações financeiras de BRL180 milhões, frente a BRL730 milhões com vencimento em 2026-2027 (considerando aquisições a pagar e antecipações de recebíveis) e BRL359 milhões em 2028. A posição de caixa também refletiu

um aporte de BRL80 milhões realizado em 2025. Em março de 2026, a companhia anunciou o recebimento de novo aporte, de BRL160 milhões, já incorporado às projeções da Fitch.

A dívida da Elfa tem custo elevado e é majoritariamente garantida por recebíveis. A flexibilidade financeira da empresa é limitada a cerca de BRL400 milhões em duplicatas que não foram dadas em garantia.

## **PERFIL DO EMISSOR**

A Elfa é uma das maiores distribuidoras no setor de saúde nacional, com foco na distribuição de medicamentos especiais, genéricos e materiais médico-hospitalares, bem como na gestão de soluções logísticas para outras empresas de saúde. Seu controle pertence ao Pátria Investimentos.

## **INFORMAÇÕES REGULATÓRIAS:**

A 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 Elfa Medicamentos S.A.

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:

Elfa Medicamentos S.A. :

Data na qual a classificação em escala nacional foi emitida pela primeira vez: 17 de abril de 2025.

A classificação de risco foi comunicada à entidade avaliada ou a partes a ela relacionadas, e o emissor apelou da decisão do comitê de rating original.

De acordo com as políticas da Fitch Ratings, o emissor apelou da decisão do comitê de rating original e forneceu informações adicionais, que resultaram em uma ação de rating diferente do resultado do comitê de rating original.

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 Brasil Ltda., ou partes a ela relacionadas, pode ter fornecido outros serviços à entidade classificada no período de 12 meses que antecede esta ação de rating de crédito. A lista de outros serviços prestados às entidades classificadas está disponível em <https://www.fitchratings.com/pt/region/brazil/exigencias-regulatorias/outros-servicos>. A prestação deste serviço não configura, em nossa opinião, conflito de interesses em face da classificação de risco de crédito.

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 (9 de janeiro de 2026);

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

## RATING ACTIONS

ENTITY / DEBT ⚡	RATING ⚡	PRIOR ⚡
Elfa Medicamentos S.A.	Natl LT B-(bra) Rating Outlook Negative	BBB-(bra) Rating
	Downgrade	Outlook Stable

senior secured

Natl LT

B-(bra)

Downgrade

BBB-(bra)

---

[VIEW ADDITIONAL RATING DETAILS](#)

## **FITCH RATINGS ANALYSTS**

### **Pedro Gonzalez**

Associate Director

Analista primário

+55 21 4503 2634

pedro.gonzalez@fitchratings.com

Fitch Ratings Brasil Ltda.

Av. Barão de Tefé, 27 – Sala 601 Saúde Rio de Janeiro, RJ 20220-460

### **Matheus Luchi**

Senior Analyst

Analista secundário

+55 21 4503 2601

matheus.luchi@fitchratings.com

### **Maria Pia Medrano Contreras**

Senior Director

Presidente do Comitê

+52 55 5955 1615

mariapia.medrano@fitchratings.com

## **MEDIA CONTACTS**

### **Maggie Guimaraes**

São Paulo

+55 11 4504 2207

maggie.guimaraes@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 \(pub. 09 Jan 2026\) \(including rating assumption sensitivity\)](#)

[Metodologia de Ratings Corporativos \(pub. 09 Jan 2026\)](#)

## **APPLICABLE MODELS**

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

Corporate Monitoring & Forecasting Model (COMFORT Model), v8.2.0 (1)

## **ADDITIONAL DISCLOSURES**

[Solicitation Status](#)

[Endorsement Policy](#)

## **ENDORSEMENT STATUS**

Elfa Medicamentos S.A.

-

## **DISCLAIMER & COPYRIGHT**

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>. 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>, em definições de ratings, na seção de exigências regulatórias. Os ratings públicos, critérios e metodologias publicados estão permanentemente disponíveis neste website. 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 website, na seção "código de conduta". Os interesses relevantes de diretores e acionistas estão disponíveis em <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 website da Fitch.

Ao atribuir e manter ratings e ao produzir outros relatórios (incluindo informações sobre projeções), a Fitch conta com informações factuais recebidas 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 uma verificação adequada destas informações de fontes independentes, à medida que estas fontes estejam disponíveis com determinado grau 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 da natureza da informação pública envolvida, do acesso à administração do emissor e seus consultores, da disponibilidade de verificações preexistentes 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. A Fitch Ratings realiza ajustes frequentes e amplamente aceitos nos dados financeiros reportados, de acordo com as metodologias relevantes e/ou padrões do setor,

de modo a prover consistência em termos de métricas financeiras para entidades do mesmo setor ou classe de ativos.

A faixa completa de melhores e piores cenários de ratings de crédito para todas as categorias de rating varia de 'AAA' a 'D'. A Fitch também fornece informações sobre os melhores cenários de elevação de rating e os piores cenários de rebaixamento de rating (definidos como o 99º percentil de transições de rating, medidos em cada direção) para ratings de crédito internacionais, com base no desempenho histórico. Uma média simples entre classes de ativos apresenta elevações de quatro graduações no melhor cenário de elevação e de oito graduações no pior cenário de rebaixamento no 99º percentil. Os melhores e piores cenários de rating específicos do setor estão listados detalhadamente em <https://www.fitchratings.com/site/re/10238496>

As informações neste relatório são fornecidas "tais como se apresentam", sem que ofereçam qualquer tipo de garantia, e a Fitch não garante ou atesta que um relatório ou seu conteúdo atenderá qualquer requisito de quem o recebe. 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 da 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 o rating dos 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 da distribuição por meios eletrônicos, o relatório da Fitch poderá ser disponibilizado para estes assinantes até três dias antes do acesso para os assinantes dos impressos.

Para 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 à utilização por pessoas que sejam clientes de varejo, nos termos da Lei de Sociedades (Corporations Act 2001).

A Fitch Ratings, Inc. está registrada na Securities and Exchange Commission dos EUA como uma “Nationally Recognized Statistical Rating Organization” (NRSRO – Organização de Rating Estatístico Reconhecida Nacionalmente). Algumas subsidiárias de ratings de crédito de NRSROs são listadas no Item 3 do NRSRO Form e, portanto, podem atribuir ratings de crédito em nome da NRSRO (consulte <https://www.fitchratings.com/site/regulatory>), mas outras subsidiárias de ratings de crédito não estão listadas no NRSRO Form (as “não-NRSROs”). Logo, ratings de crédito destas subsidiárias não são atribuídos em nome da NRSRO. Porém, funcionários da não-NRSRO podem participar da atribuição de ratings de crédito da NRSRO ou atribuídos em nome dela.

Copyright © 2026 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). Proibida a reprodução ou retransmissão, integral ou parcial, exceto quando autorizada. Todos os direitos reservados.

[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.

Fitch's solicitation status policy can be found at [www.fitchratings.com/ethics](http://www.fitchratings.com/ethics).

## **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.