



RATING ACTION COMMENTARY

Fitch Afirma Rating 'AA-(bra)' da Pague Menos; Perspectiva Estável

Brazil Thu 29 Jun, 2023 - 4:33 PM ET

Fitch Ratings - São Paulo - 29 Jun 2023: A Fitch Ratings afirmou, hoje, o Rating Nacional de Longo Prazo 'AA-(bra)' da Empreendimentos Pague Menos S.A. (Pague Menos) e de suas sexta e sétima emissões de debêntures quirografárias. A Perspectiva do rating corporativo é Estável.

A afirmação do rating reflete o forte posicionamento de mercado da Pague Menos no defensivo setor de varejo farmacêutico no Brasil e a expectativa de gradual melhora em sua geração de caixa operacional e rentabilidade, a partir da normalização do capital de giro e da captura de sinergias e integração da Extrafarma. Isso deve permitir, em conjunto com a redução nos investimentos previstos anteriormente na abertura de lojas, a queda da alavancagem financeira ajustada para patamares mais moderados, próximos a 4,0 vezes, a partir de 2024. A avaliação contempla, ainda, a premissa de sucesso da Pague Menos em manter adequada liquidez e refinancear volume significativo de dívidas nos próximos anos.

PRINCIPAIS FUNDAMENTOS DO RATING

Perfil de Negócios Fortalecido: A aquisição da Extrafarma fortaleceu o posicionamento da Pague Menos no setor de varejo farmacêutico, com aumento da escala e da presença em suas principais regiões de atuação (Norte e Nordeste). A transação trouxe importantes desafios para a melhora da rentabilidade e da produtividade da Extrafarma, que vêm sendo gradualmente endereçadas, apesar de pressões pontuais de curto prazo relacionadas à recomposição de estoques e à integração de sistemas e dos centros de distribuição. As sinergias da operação devem ocorrer principalmente por meio de melhores condições de compra, logística e otimização de despesas, com maior captura em 2024. A Pague Menos também vem aumentando gradualmente a participação de serviços nas lojas da Extrafarma e fortalecendo o canal digital.

Menor Pressão no FCF: O cenário-base do rating contempla a expansão da geração operacional de caixa da Pague Menos, com EBITDAR e margem em torno de BRL930 milhões e 8,5% em 2023 e BRL1,1 bilhão e 9,1% em 2024. A expectativa é de CFFO negativo próximo a BRL30 milhões em 2023, ainda impactado pelos elevados desembolsos com juros, com melhora para cerca de BRL200 milhões em 2024, não havendo grandes variações no ciclo financeiro no biênio. A Pague Menos demonstrou importante flexibilidade ao revisar seu plano de expansão diante do atual cenário macroeconômico, evitando maiores pressões no fluxo de caixa livre (FCF). A empresa deve abrir apenas vinte lojas em 2023, com investimentos de BRL100 milhões, e FCF negativo em torno de BRL210 milhões. Em 2024, o FCF deve ficar negativo em cerca de BRL100 milhões, com investimentos em torno de BRL300 milhões.

Redução da Alavancagem: A alavancagem financeira da Pague Menos deve evoluir para patamares mais moderados, com indicador de dívida líquida ajustada/EBITDAR em 4,3 vezes em 2023 e ligeiramente abaixo de 4,0 vezes no biênio seguinte, frente ao gatilho de 4,5 vezes para rebaixamento. A esperada melhora no EBITDAR e a expectativa de redução nas taxas de juros devem contribuir para queda deste indicador. A dívida ajustada da empresa ao final de março de 2023 era de BRL4,2 bilhões, incluindo cerca de BRL2,0 bilhões em obrigações de aluguel e BRL870 milhões em antecipações de recebíveis, operações de risco sacado e obrigações com aquisição, conforme metodologia da agência.

Intensa Competição no Setor: O setor de varejo farmacêutico é bastante competitivo e fragmentado, com a presença de diversos participantes de médio porte bem estabelecidos em suas respectivas regiões. A Pague Menos é a principal empresa das regiões Nordeste e Norte, com participação de 20% e 14%, respectivamente, e o cenário-base incorpora crescimento nas vendas sob o conceito mesmas lojas (*Same Sales Stores - SSS*) de 4,7% em 2023 e 4,0% em 2024. A aquisição da Extrafarma fortaleceu seu posicionamento nessas áreas, ainda que outras empresas estejam avançando com mais intensidade em seus mercados de atuação. A capacidade de a Pague Menos adequar suas lojas às preferências e mudanças nos padrões de compra dos consumidores e avançar na digitalização dos negócios são fatores-chave para a sustentabilidade do negócio a longo prazo.

SENSIBILIDADE DOS RATINGS

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

-- Contínuos ganhos de escala dentro da indústria;

- Fortalecimento do fluxo de caixa operacional, com menores pressões no FCF;
- Índice dívida líquida ajustada/EBITDAR abaixo de 3,5 vezes, em bases sustentáveis;
- Manutenção de adequado perfil de liquidez.

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

- Alavancagem líquida ajustada acima de 4,5 vezes, em bases sustentáveis;
- Piora na liquidez, com aumento dos riscos de refinanciamento;
- Margem de EBITDAR consistentemente abaixo de 7,0%.

PRINCIPAIS PREMISSAS

As principais premissas da Fitch no cenário de rating do emissor incluem:

- Crescimento de SSS de 4,7% em 2023 e de 4,0% em 2024;
- Abertura líquida de 17 lojas em 2023 e de 85 em 2024;
- Investimentos em torno de BRL100 milhões em 2023 e de cerca de BRL300 milhões em 2024;
- Participação do canal digital em 10,3% da receita em 2023 e de 11,5% em 2024;
- Pagamentos de BRL82 milhões em dividendos em 2023 e ausência de desembolso em 2024.

RESUMO DA ANÁLISE

O rating da Pague Menos está três graus abaixo do da Raia Drogasil S.A. (RD, Rating Nacional de Longo Prazo 'AAA(bra)'/Perspectiva Estável). A RD é a maior empresa da indústria e se beneficia de elevada escala, diversificação geográfica e variedade de marcas. Ao final de março de 2023, a RD possuía 2,7 mil lojas e 15% de participação de mercado no Brasil, frente a 1,6 mil unidades da Pague Menos e 6,0% de participação. 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 é superior, em quatro graus, à da Farmácia e Drogaria Nissei S.A. (Nissei, Rating Nacional de Longo Prazo 'BBB+(bra)'/Perspectiva Positiva), devido à sua maior escala e à diversificação geográfica, uma vez que a Nissei opera com apenas 357 lojas e está majoritariamente concentrada no estado do Paraná, além de estar mais exposta a riscos de competição. Como atenuante para a Nissei, a sua alavancagem líquida esperada é de 3,4 vezes em 2023, frente a 4,3 vezes para a Pague Menos.

Resumo dos Ajustes das Demonstrações Financeiras

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

- A Fitch reverteu os efeitos da norma 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;
- Obrigações com aquisições foram adicionadas à dívida;
- Efeitos não recorrentes foram retirados do resultado operacional da companhia.

LIQUIDEZ E ESTRUTURA DA DÍVIDA

Liquidez Administrável: A Pague Menos possui gerenciável perfil de liquidez a curto prazo, mas existem vencimentos importantes entre 2024 e 2025 que precisarão ser refinanciados. A companhia demonstra bom acesso aos mercados de dívidas, apesar do aumento nos custos. Ao final de março de 2023, a posição de caixa e aplicações financeiras era de BRL135 milhões, frente a uma dívida ajustada de curto prazo de BRL923 milhões, que incluía BRL522 milhões em desconto de recebíveis e operações de risco sacado e uma parcela de BRL189 milhões referente à compra da Extrafarma. O montante a vencer de abril a dezembro de 2024, de BRL414 milhões, também era relevante. Em maio de 2023, a empresa reforçou a liquidez captando BRL100 milhões com prazo de 12 meses e BRL250 milhões vencendo em 24 meses. O cenário-base do rating contempla a necessidade de captações anuais entre BRL500 milhões e BRL650 milhões em 2024 e em 2025. O saldo

disponível de recebíveis de cartão ao redor de BRL240 milhões, ao final de março de 2023, reforça a flexibilidade financeira da empresa.

PERFIL DO EMISSOR

A Pague Menos é a segunda maior rede do varejo farmacêutico do Brasil em número de lojas e a maior das regiões Norte e Nordeste. Ao final de março de 2023, a companhia possuía em torno de 1,6 mil unidades nos 26 estados brasileiros e no Distrito Federal. A empresa tem ações negociadas na B3 S.A. – Bolsa, Brasil, Balcão e tem como principal acionista Francisco Deusmar de Queiróz, que detém 34,3% das ações votantes.

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 Empreendimentos Pague Menos 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:

Empreendimentos Pague Menos S.A.:

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: 4 de julho de 2022.

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

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' e em '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 (28 de outubro de 2022);

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

RATING ACTIONS

ENTITY / DEBT ⇅	RATING ⇅	PRIOR ⇅
Empreendimentos Pague Menos S.A.	Natl LT AA-(bra) Rating Outlook Stable Affirmed	AA- (bra) Rating Outlook Stable

senior unsecured	Natl LT	AA-(bra)	Affirmed	AA-(bra)
------------------	---------	----------	----------	----------

senior unsecured	Natl LT	AA-(bra)	Affirmed	AA-(bra)
------------------	---------	----------	----------	----------

[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

Senior 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

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 \(pub. 28 Oct 2022\) \(including rating assumption sensitivity\)](#)

[Metodologia de Ratings Corporativos \(pub. 28 Oct 2022\)](#)

APPLICABLE MODELS

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

Corporate Monitoring & Forecasting Model (COMFORT Model), v8.1.0 (1)

ADDITIONAL DISCLOSURES

[Solicitation Status](#)

[Endorsement Policy](#)

ENDORSEMENT STATUS

Empreendimentos Pague Menos 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: <https://fitchratings.com/understandingcreditratings>. Além disso, as definições de cada escala e categoria de rating, incluindo definições referentes à inadimplência, podem ser acessadas em <https://www.fitchratings.com/pt/region/brazil>, em definições de ratings, na seção de exigências regulatórias. A ESMA e a FCA são obrigadas a publicar as taxas de inadimplência históricas em um repositório central, em conformidade com os artigos 11 (2) do Regulamento (EC) n.º 1060/2009 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de setembro de 2009, bem como de acordo com os termos do Regulamento das Agências de Rating de Crédito (Alterações etc.) (saída da UE), de 2019,

respectivamente.

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 da 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>. 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. 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, 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 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 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 distribuição por meios eletrônicos, o relatório da Fitch poderá ser disponibilizado para os assinantes eletrônicos 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 a ser utilizadas 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 rating de crédito da NRSROs são listadas no Item 3 do NRSRO Form e, portanto, podem atribuir ratings de crédito em nome da NRSRO (veja <https://www.fitchratings.com/site/regulatory>), mas outras subsidiárias de rating 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 © 2023 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.

[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.

