



## RATING ACTION COMMENTARY

# Fitch Remove Observação Positiva e Eleva Ratings da Pague Menos Para 'AA-(bra)'; Perspectiva Estável

Brazil Mon 04 Jul, 2022 - 14:16 ET

Fitch Ratings - São Paulo - 04 Jul 2022: A Fitch Ratings removeu a Observação Positiva e elevou o Rating Nacional de Longo Prazo da Empreendimentos Pague Menos S.A. (Pague Menos) e de suas emissões de debêntures para 'AA-(bra)', de 'A+(bra)'. Ao mesmo tempo, a agência atribuiu Perspectiva Estável ao rating corporativo e classificou em 'AA-(bra)' a proposta de sétima emissão de debêntures quirografárias da companhia, no montante de até BRL500 milhões e com vencimento em 2026. Os recursos serão utilizados para o refinanciamento de dívidas e reforço do caixa.

A elevação do rating reflete a aprovação do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (Cade) para a aquisição da rede de farmácias Extrafarma pela Pague Menos, o que deve acontecer até o início de agosto deste ano. A transação elevará a escala e fortalecerá a posição competitiva da Pague Menos em suas principais regiões de atuação. A nova classificação considera a manutenção, pela

companhia, de alavancagem financeira moderada e satisfatória liquidez, com fortalecimento da geração operacional de caixa baseado no crescimento gradual do número de lojas e da captura de sinergias com a empresa adquirida. O perfil de crédito da Pague Menos continua se beneficiando de sua atuação no defensivo setor de varejo farmacêutico brasileiro.

## **PRINCIPAIS FUNDAMENTOS DO RATING**

**Fortalecimento do Perfil de Negócios:** A aquisição da Extrafarma fortalecerá 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 traz importantes desafios para a melhora da rentabilidade da Extrafarma, mitigados pela boa capacidade demonstrada recentemente pela Pague Menos de fortalecer seu desempenho, com otimização do portfólio de lojas, melhora na precificação, redução de perdas e controle de despesas. As sinergias da operação devem ocorrer principalmente por meio de melhores condições de compra, logística e otimização de despesas gerais. 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, apoiada no crescimento de vendas sob o conceito 'mesmas lojas' (Same Stores Sales - SSS) de 7,5% e de 5,2% em 2022 e 2023, respectivamente, na adição líquida de 135 lojas neste período, na absorção de cerca de 390 lojas da Extrafarma e na captura de sinergias. O EBITDAR projetado é de BRL764 milhões em 2022, com margem de 8,3%, que considera cinco meses de operação da Extrafarma no ano. Em 2023, a expectativa é de que este indicador atinja BRL938 milhões, com margem de 8,5%. O cenário-base do rating contempla a captura gradual de sinergias de BRL180 milhões até 2026, sendo a maior parcela no biênio 2023-2024.

A Fitch estima fluxo de caixa das operações (CFFO) entre BRL140 milhões e BRL170 milhões nos próximos dois anos, limitados por moderadas pressões no capital de giro, provenientes da recomposição de estoques da Extrafarma e de maiores despesas com juros da dívida. Os investimentos devem se situar em BRL265 milhões em 2022, com redução para BRL160 milhões em 2023, dado o menor número de novas lojas diante da integração da Extrafarma. A companhia deve gerar fluxo de caixa livre (FCF) negativo próximo a BRL100 milhões em 2022, antes do desembolso de BRL300 milhões referentes à aquisição, e neutro a ligeiramente negativo em 2023.

**Pico de Alavancagem em 2022:** O cenário-base do rating contempla um aumento temporário na relação dívida líquida ajustada/EBITDAR, para 4,0 vezes em 2022, com redução para 3,6 vezes em 2023. Estas premissas refletem o desembolso líquido de

BRL300 milhões da primeira parcela da aquisição da Extrafarma em 2022, seguido pela melhora na geração de caixa e nas margens da companhia após a captura de sinergias, em 2023. O valor da transação, de BRL700 milhões, tem seu pagamento escalonado: BRL300 milhões em 2022; BRL200 milhões em 2023; e BRL200 milhões em 2024, sendo que cerca de BRL100 milhões podem ocorrer via equalização do capital de giro da Extrafarma. A partir de 2024, a alavancagem líquida ajustada deve ficar próxima a 3,0 vezes. A dívida líquida esperada para a Pague Menos é em torno de BRL1,4 bilhão em 2022 e 2023, incluindo as obrigações com aquisição, frente aos BRL560 milhões apurados em 2021, que não incluíam tais obrigações.

Crescimento Impõe Desafios: A Pague Menos tem como desafio gerenciar seu plano de crescimento, à medida que integra a robusta operação da Extrafarma. Mesmo com a redução nos investimentos em 2023, o atual ambiente de negócios impõe diversas limitações à empresa, entre elas, o gerenciamento das margens, aumento nos volumes, especialmente de não medicamentos – em torno de 23% das vendas –, maturação das novas lojas e gerenciamento dos custos e despesas. A companhia tem, ainda, o desafio de gerenciar seu capital de giro de forma a não prejudicar significativamente sua geração de caixa operacional e a alavancagem financeira. Apesar destas pressões temporárias, os robustos fundamentos do setor permanecem preservados a médio e longo prazos.

## **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 PREMISAS**

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

- Crescimento de SSS de 7,5% em 2022 e de 5,2% em 2023;
- Abertura líquida de 85 lojas em 2022 e de 50 em 2023;
- Investimentos em torno de BRL265 milhões em 2022 e de BRL160 milhões em 2023;
- Ausência de pagamentos de dividendos até 2024;
- Captura gradual de sinergias de BRL180 milhões até 2026.

## **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 2022, a RD possuía 2,5 mil lojas e 14% de participação de mercado no Brasil, frente a 1,5 mil 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.

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 328 lojas e está majoritariamente concentrada no Paraná, além de estar mais exposta a riscos de competição. Ambas as empresas

devem preservar moderada alavancagem líquida ajustada – expectativa de 3,6 vezes para a Pague Menos em 2023 e de 2,8 vezes para a Nissei.

### **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**

Perfil de Liquidez Adequado: A Pague Menos deve manter um perfil de liquidez adequado, com reservas de caixa satisfatórias, cronograma escalonado de vencimentos da dívida e boa flexibilidade financeira, ao mesmo tempo em que executa o pagamento da aquisição e a integração da Extrafarma. Ao final de março de 2022, a companhia possuía cerca de BRL426 milhões em dívidas financeiras vencendo a curto prazo, frente a reservas de caixa e aplicações financeiras de BRL495 milhões, que serão reforçadas pelos BRL500 milhões da sétima emissão de debêntures. A flexibilidade financeira da Pague Menos também se beneficia de um saldo de recebíveis de cartão em torno de BRL700 milhões, em bases combinadas.

### **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 2022, em bases pro forma com a Extrafarma, a companhia possuía cerca de 1,5 mil unidades nos 26 estados brasileiros e no Distrito Federal, com participação de mercado em torno de 7% no Brasil, 20% na região Nordeste e 10% na região Norte. A empresa tem ações negociadas na B3 – Bolsa, Brasil, Balcão e tem como principal acionista Francisco Deusmar de Queiróz, que detém 44,25% 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:

#### Pague Menos

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: 5 de novembro 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 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 (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	AA-(bra) Rating Outlook Stable	Upgrade	A+(bra) Rating Watch Positive
senior unsecured	Natl LT	AA-(bra)	New Rating	
senior unsecured	Natl LT	AA-(bra)	Upgrade	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

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](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), v8.0.2 (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. 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

obtem 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 analisar  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 atribui o, publica o ou dissemina o de um rating pela Fitch não implicará consentimento da Fitch para a utiliza o de seu nome como especialista, com respeito a qualquer declara o de registro submetida mediante a legisla o referente a títulos em vigor nos Estados Unidos da América, a Lei de Serviços Financeiros e Mercados, de 2000, da Grã-Bretanha ou a legisla o referente a títulos de qualquer outra jurisdi o, em particular. Devido   relativa eficiência da publica o e distribui o por meios eletr nicos, o relatório da Fitch poderá ser disponibilizado para os assinantes eletr nicos 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 det m uma licença australiana de serviços financeiros (licença AFS n 337123), a qual autoriza o fornecimento de ratings de crédito apenas a clientes de atacado. As informa es 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 - Organiza o 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 atribui o de ratings de crédito da NRSRO ou atribuídos em nome dela.

Copyright   2022 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 reprodu o 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.

---

Corporate Finance   Retail and Consumer   Latin America   Brazil

---