

Análise Detalhada

Grupo Carrefour Brasil

30 de abril de 2021

ANALISTA PRINCIPAL

Fabiana Gobbi
São Paulo
+55 11 3039-9733
fabiana.gobbi@spglobal.com

Rating de Crédito de Emissor	
Grupo Carrefour Brasil (Atacadão S.A.)	
Rating de Crédito Corporativo	
Escala Nacional Brasil	brAAA/Estável/--
Rating de Emissão	
1ª emissão de debêntures <i>senior unsecured</i>	brAAA
Rating de recuperação	3(65%)

CONTATO ANALÍTICO ADICIONAL

Wendell Sacramoni, CFA
São Paulo
+55 11 3039-4855
wendell.sacramoni@spglobal.com

Destaques da Análise de Crédito

Principais pontos fortes	Principais riscos
<i>Maior varejista brasileiro em termos de receita</i>	<i>Concentração geográfica no Brasil</i>
<i>Baixo endividamento e liquidez forte</i>	<i>Atuação em um setor altamente fragmentado</i>
<i>Aquisição complementar do Grupo BIG, suportando o crescimento e expansão geográfica</i>	<i>Menor escala do que os pares internacionais</i>

Aquisição do Grupo BIG é complementar ao plano de expansão do Grupo Carrefour Brasil. Em nossa visão, o grupo será bem-sucedido na conclusão da aquisição do Grupo BIG, que conta com 387 lojas em diversas regiões brasileiras. A transação foi anunciada em março de 2021 e está sujeita à aprovação das autoridades antitruste brasileiras. O formato das lojas adquiridas é similar às do Atacadão, corroborando sua estratégia de expansão voltada ao modelo de atacado, que ganhou força durante as últimas crises econômicas no Brasil. Além disso, as lojas do Grupo BIG estão localizadas principalmente nas regiões Sul e Nordeste, e a aquisição aumentaria a penetração do Grupo Carrefour Brasil em tais localidades. Esperamos que o grupo receba as aprovações necessárias sem restrições relevantes e que finalize a transação durante o primeiro trimestre de 2022. O valor total da transação deve chegar a R\$ 7,5 bilhões, dos quais R\$ 900 milhões foram pagos em caixa antecipadamente. O montante remanescente deve ser pago mediante troca de ações (estimado em 30%) e com nova emissão de dívida. Considerando o EBITDA adicional de R\$ 900 milhões do Grupo BIG em 2020 e o desembolso para pagamento da transação como descrito acima, esperamos que o Grupo Carrefour Brasil apresente um índice de dívida líquida sobre EBITDA em torno de 1,5x após a conclusão da transação.

Apesar dos elevados investimentos, esperamos geração de fluxo de caixa livre positiva em base consistente. Esperamos que o Grupo Carrefour Brasil mantenha investimentos próximos a R\$ 2,5 bilhões-R\$ 3,0 bilhões por ano, a fim de aumentar sua cobertura geográfica com a abertura de lojas em cidades e regiões onde ainda não está presente, além de fortalecer sua atual cobertura. Além disso, os contínuos investimentos em tecnologia, que representaram aproximadamente 15% do capex total em 2020, devem viabilizar a continuidade da expansão da empresa no e-commerce alimentar, que ainda é pouco penetrado no Brasil. Ainda assim, esperamos que o grupo mantenha sólida geração de fluxo de caixa livre, dadas as suas operações eficientes e seu baixo endividamento. Ademais, seu fluxo de caixa deve ser ainda suficiente para cobrir o pagamento de dividendos, mesmo diante do aumento da distribuição sobre lucro líquido de 25% para 45%.

Perspectiva

A perspectiva estável do rating de crédito corporativo do Grupo Carrefour Brasil reflete nossa expectativa de que o grupo preservará sua forte posição de mercado ao longo dos próximos anos, uma vez que o varejo alimentar é resiliente durante crises. Ao mesmo tempo, esperamos que o grupo apresente margem EBITDA relativamente estável, próxima de 7% nos próximos dois anos. Com isso, estimamos que o grupo registrará sólida geração de caixa e baixa alavancagem, medida pelo índice de dívida sobre EBITDA inferior a 1,0x nos próximos dois anos.

Cenário de rebaixamento

Embora improvável, poderemos rebaixar os ratings do Grupo Carrefour Brasil nos próximos 12-18 meses caso este não apresente folga de liquidez suficiente para honrar suas obrigações de curto prazo em um cenário simulado de default do governo soberano. Além disso, também podemos rebaixar os ratings se o Grupo Carrefour Brasil assumir uma estratégia mais agressiva de expansão e endividamento, levando a uma redução da margem EBITDA para perto de 5%, aumento substancial de dívida e maior distribuição de dividendos. Nesse cenário, veríamos um índice de dívida sobre EBITDA acima de 3x e fluxo de caixa discricionário negativo de maneira consistente.

Nosso Cenário-Base

- Crescimento do PIB brasileiro de 3,4% em 2021 e próximo de 2,5% em 2022 e 2023.
- Taxa de inflação média de 5,3% em 2021, 4% em 2022 e 3,3% em 2023.
- Taxa básica de juros média de 3,4% em 2021, 4,8% em 2022 e 5,5% em 2023.
- Abertura anual de 20 lojas sob a bandeira Atacadão e 10 lojas Express sob a bandeira Carrefour nos próximos anos, que devem resultar em crescimento médio de área de 5%-5,5%;
- Além da abertura orgânica de lojas, consideramos a conversão o restante das lojas adquiridas do Makro no modelo Atacadão.
- SSS da bandeira Atacadão crescendo 1% acima da inflação em 2021, refletindo a maturação de lojas e o contínuo esforço comercial da companhia nesse segmento, após certa pressão nas operações no primeiro semestre de 2020 devido às medidas de distanciamento social afetando o segmento B2B.
- SSS da bandeira Carrefour 1% abaixo da inflação, refletindo a forte base de comparação com 2020, ainda assim suportado por iniciativas comerciais para aumentar a penetração do e-commerce.
- Nos próximos anos, projetamos SSS em linha com a inflação em ambos os segmentos.
- A combinação dos fatores acima deve resultar em crescimento anual da receita líquida e das operações de varejo de 15% em 2021, próximo de 7,5 em 2022 e 7% em 2023.
- Margem EBITDA relativamente estável nos próximos anos, refletindo os esforços do grupo para redução de custos e a implementação de medidas de transformação digital compensando o crescimento e representatividade nas receitas totais do e-commerce, que apresenta margens mais baixas do que as lojas físicas.
- Investimentos anuais em torno de R\$ 3 bilhões para abertura de novas lojas, desenvolvimento do e-commerce e manutenção das operações, além do adicional de R\$ 300 milhões para alteração da bandeira das lojas Makro para Atacadão em 2021. Nos próximos anos, projetamos investimentos em torno de R\$ 2,5 bilhões.
- Distribuição de dividendos de 45% do lucro líquido do ano anterior.
- Contínuo refinanciamento de dívida nos próximos anos.
- Pagamento antecipado de R\$ 900 milhões referente à aquisição do Grupo BIG.

Principais Métricas

	2020A	2021E	2022E	2023E
Margem EBITDA (%)	7,1%	7,0%-7,5%	7,0%-7,5%	7,0%-7,5%
Dívida/EBITDA (x)	0,4x	0,5x-1,0x	0,5x-1,0x	0,5x-1,0x
FFO/Dívida (%)	248,8%	> 100%	> 100%	> 100%
FOCF/Dívida (%)	56,2%	40%-50%	80%-100%	> 100%

E: Esperado

Descrição da Empresa

O Grupo Carrefour Brasil é o maior varejista de alimentos do Brasil, operando por meio de diversos formatos de lojas e com presença física em todas as regiões do país, além de cobertura nacional com seu e-commerce. Em 31 de dezembro de 2020, o grupo contava com 519 lojas, divididas sob as marcas Atacadão e Carrefour. Além do varejo alimentar, o grupo também possui postos de gasolina e farmácias, e tem presença significativa no segmento não alimentar, incluindo eletrônicos e eletrodomésticos.

Por intermédio de uma *joint venture* com o Itaú Unibanco S.A. (BB-/Estável/B, brAAA/Estável/brA-1+), o grupo detém 51% das ações e o controle do Banco CSF S.A. (Banco CSF; brAAA/Estável/--). O Banco CSF oferece financiamento ao consumidor por meio dos cartões de crédito das marcas Carrefour e Atacadão, crédito direto ao consumidor e outros serviços financeiros, como seguros.

O Atacadão é controlado majoritariamente pelo Carrefour SA (BBB/Estável/A-2), que detinha 71,7% de suas ações em 17 de abril de 2020, seguido pelo fundo de investimento privado Península Participações, com 8,7%. O restante é negociado livremente na B3 S.A. - Brasil, Bolsa e Balcão.

Perfil de Risco de Negócios: Satisfatório

Esperamos que o Grupo Carrefour Brasil continue expandindo suas operações através da abertura de novas lojas e conversão das 25 lojas do Makro, principalmente para a bandeira Atacadão, que se beneficiou das mudanças nos hábitos de consumo dos brasileiros nos anos de crise econômica. Também esperamos que continue representativo nas vendas B2B (*business to business*). Ademais, o grupo vem implementando diversas medidas digitais, como vendas de alimentos online em ambas as bandeiras, aumentando o engajamento dos usuários do app e programa de fidelidade, além de aumentar a penetração do banco via canais digitais – o que deve suportar seu forte crescimento de vendas nos próximos anos. Projetamos que o grupo apresentará aumento de receita líquida em torno de 4%-8% na bandeira Carrefour e torno de 15%-20% em 2021 e 8%-10% em 2022-2023 na bandeira Atacadão nos próximos dois anos.

Esperamos que o Grupo Carrefour Brasil continue apresentando geração de caixa resiliente nos próximos anos, assim como em 2020. Isso reflete o crescimento de vendas, combinado com nossa expectativa de rentabilidade relativamente estável nos próximos anos em função dos ganhos de eficiência no varejo, e a estratégia comercial assertiva do grupo se traduzindo em aumento de participação de mercado, enquanto absorve custos fixos.

Acreditamos que o grupo continuará apresentando SSS acima da inflação nos próximos dois anos, refletindo a maturação do parque de lojas, apesar das restrições de circulação, que devem continuar durante 2021 devido ao ritmo de vacinação no país, levando as pessoas a permanecer por mais tempo em casa. Em 2020, as vendas online já representaram cerca de 4,5% das vendas totais do grupo, mas acreditamos que ainda existe espaço para uma maior representatividade, considerando as mudanças nos hábitos de consumo da população brasileira mais orientados às plataformas digitais.

Em nossa visão, o Grupo Carrefour Brasil receberá as aprovações necessárias para finalizar a transação de compra do Grupo BIG, adicionando 387 lojas por aproximadamente R\$ 7,5 bilhões em 2022. Vemos essa transação como complementar ao atual plano de expansão do grupo, direcionado ao segmento de atacado (*cash & carry*), que tem se mostrado mais resiliente ao longo dos ciclos econômicos. Mesmo diante de um cenário com baixo crescimento do PIB, projetado em 3,4% em 2021 (ante a contração de 4,4% em 2020) e aumento da taxa de inflação para próximo de 4% em 2021 (versus 3% em 2020), as operações de atacado do grupo devem continuar apresentando crescimento de SSS acima da inflação.

Apesar de o Grupo Carrefour Brasil apresentar elevada escala em relação aos competidores nacionais, sua escala e diversificação geográfica são inferiores às dos pares internacionais, como a Target Corporation (A/Estável/A-1) e Costco Wholesale Corporation (A+/Estável/A-1). Além disso, a indústria varejista brasileira é altamente fragmentada, com grande competição de *players* locais. A posição de liderança no setor supermercadista possibilitou ao Grupo Carrefour Brasil uma participação cerca de 30% no mercado brasileiro em 2020, segundo a ABRAS (Associação Brasileira de Supermercados).

Comparação com os pares

A Companhia Brasileira de Distribuição (CBD) é o par avaliado mais próximo do Grupo Carrefour Brasil. Apesar de o Grupo Carrefour Brasil operar exclusivamente no mercado doméstico e a CBD ter recentemente expandido suas operações para outros países da América Latina, o grupo realizou o *spin-off* das suas operações de atacarejo (Assaí; não avaliado), e com isso apresenta atualmente menor escala. Ambas as empresas apresentam operações em formatos similares e são os maiores grupos varejistas do Brasil. Por outro lado, o Grupo Carrefour Brasil apresenta menor alavancagem e não sofre grande influência do seu grupo controlador, o que se reflete em seu rating 'brAAA', que é superior ao rating 'brAA-' da CBD.

Se comparado com a Via Varejo S.A. (Via), que é também uma das maiores varejistas do Brasil, operando através de lojas físicas e plataforma digital com um mix de produtos bem diversificado, ambas as empresas apresentam sólida posição nos segmentos de atuação, além de escala superior às dos pares. Ao contrário do Grupo Carrefour Brasil, que apresenta um histórico de baixa alavancagem e liquidez forte, a Via registrou maior alavancagem nos últimos três anos e

apresenta liquidez mais fraca devido a certa concentração de dívida no curto prazo. Porém, dada a natureza discricionária dos seus produtos, sua operação de e-commerce foi o vetor de crescimento de vendas no ano passado e sustentou suas operações diante das medidas mais severas de distanciamento social, uma vez que 100% das suas lojas permaneceram fechadas por alguns meses. Isso se reflete no rating mais alto do Grupo Carrefour ('brAAA') comparado ao da Via ('brAA'). Ainda, os ratings de ambas as entidades possuem atualmente perspectiva estável, indicando nossa expectativa de certa resiliência em suas operações, mesmo diante da atual crise econômica no Brasil.

Tabela 1 - Comparação com os pares

Sector: Varejo	Via Varejo S.A.	Companhia Brasileira de Distribuição	Atacadão S.A.
Ratings em 27 de abril de 2021	brAA/Estável/--	brAA-/Negativa/-	brAAA/Estável/--
Ano fiscal findo em 31 de dezembro de 2020			
(R\$ milhões)			
Receita	28.465,7	51.253,0	68.258,0
EBITDA	2.133,8	4.176,0	4.831,0
FFO	1.543,7	3.317,0	3.399,1
EBIT	996,8	1.582,0	3.733,0
Despesa de juros	583,0	1.131,0	410,0
Despesa de juros caixa	633,0	789,0	456,0
Fluxo de caixa operacional (CFO)	(1.393,0)	4.076,4	4.443,0
Investimentos	362,0	2.274,0	3.385,0
Fluxo de caixa operacional livre (FOCF)	(1.755,0)	1.802,4	1.058,0
Dividendos pagos	0,0	339,0	573,0
Fluxo de caixa discricionário (DCF)	(1.755,0)	1.463,4	485,0
Caixa e investimentos de curto prazo	2.984,0	8.711,0	5.672,0
Dívida	9.217,0	10.480,5	1.741,0
Patrimônio líquido	5.979,0	16.807,0	14.820,0
Dívida e patrimônio líquido	15.196,0	27.287,5	16.561,0
Índices ajustados			
Crescimento anual de receita (%)	12,5	(9,5)	19,5
Margem EBITDA (%)	7,5	8,1	7,1
Retorno sobre capital (%)	7,6	5,5	25,1
Cobertura de juros pelo EBITDA (x)	3,7	3,7	11,8
Cobertura de juros caixa pelo EBITDA (x)	3,4	5,3	10,6
Cobertura de juros caixa pelo FFO (x)	3,4	5,2	8,5
Dívida/EBITDA (x)	4,3	2,5	0,4
FFO/dívida (%)	16,7	31,6	195,2
Fluxo de caixa operacional/dívida (%)	(15,1)	38,9	255,2
FOCF/dívida (%)	(19,0)	17,2	60,8
DCF/dívida (%)	(19,0)	14,0	27,9
Dívida/dívida e patrimônio líquido (%)	60,7	38,4	10,5

Perfil de Risco Financeiro: Mínimo

Mesmo diante do atual cenário econômico, esperamos que o Grupo Carrefour Brasil continue apresentando sólida geração de fluxos de caixa, resultante do aumento de vendas em meio à resiliência de suas operações, abertura de novas lojas e rentabilidade relativamente estável. Esperamos também que o grupo mantenha baixa alavancagem, uma vez que seu fluxo de caixa operacional deve ser suficiente para suportar seu capex entre R\$ 2,5 bilhões-R\$ 3,0 bilhões nos próximos anos e o pagamento de dividendos de 45% do lucro líquido do ano fiscal anterior.

Ainda não incorporamos em nossas projeções a aquisição do Grupo BIG, pois esta ainda depende de aprovações antitruste e deve ocorrer apenas em 2022. Porém, não esperamos que o pagamento da aquisição, que deve acontecer parte em caixa e parte com nova dívida, afete significativamente as métricas de crédito do Grupo Carrefour Brasil, cujo índice de dívida sobre EBITDA deve permanecer abaixo de 1,5x.

Tabela 2 - Resumo financeiro

(Milhões de R\$)	2020	2019	2018	2017	2016
Receita	68.258,0	57.119,0	51.811,0	48.240,0	45.367,0
EBITDA	4.831,0	3.567,0	3.403,0	3.179,5	2.858,0
FFO	3.399,1	2.619,4	2.463,1	2.290,7	2.294,6
Despesa de juros	410,0	404,0	358,0	645,4	719,9
Despesa de juros caixa	456,0	394,0	422,0	217,4	207,9
Fluxo de caixa operacional (CFO)	4.443,0	2.353,0	2.940,0	2.702,1	3.080,1
Investimentos	3.385,0	1.761,0	1.749,0	1.752,0	1.854,0
Fluxo de caixa operacional livre (FOCF)	1.058,0	592,0	1.191,0	950,1	1.226,1
Fluxo de caixa discricionário (DCF)	485,0	(64,0)	440,0	745,1	1.163,1
Caixa e investimentos de curto prazo	5.672,0	5.609,0	4.933,0	4.810,0	3.242,0
Dívida	1.741,0	1.053,0	58,5	428,5	3.342,8
Patrimônio líquido	14.820,0	12.167,0	11.882,0	11.057,0	7.200,0
Índices ajustados					
Margem EBITDA (%)	7,1	6,2	6,6	6,6	6,3
Retorno sobre o capital (%)	25,1	19,9	20,8	20,4	10,4
Cobertura de juros pelo EBITDA (x)	11,8	8,8	9,5	4,9	4,0
Cobertura de juros caixa pelo FFO (x)	8,5	7,6	6,8	11,5	12,0
Dívida/EBITDA (x)	0,4	0,3	0,0	0,1	1,2
FFO/Dívida (%)	195,2	248,8	4.208,2	534,5	68,6
CFO/Dívida (%)	255,2	223,5	5.023,0	630,6	92,1
FOCF/Dívida (%)	60,8	56,2	2.034,8	221,7	36,7
DCF/Dívida (%)	27,9	(6,1)	751,7	173,9	34,8

Liquidez: Forte

Continuamos avaliando a liquidez do Grupo Carrefour Brasil como forte, refletindo sua posição de caixa e a geração de caixa esperada, combinado com baixos níveis de vencimento de dívida de curto prazo e a possibilidade de postergar investimentos, se necessário. Dessa forma, acreditamos que o grupo provavelmente seria capaz de absorver eventos de alto impacto e baixa probabilidade sem necessidade de refinanciamento.

Esperamos que as fontes de liquidez do grupo excedam os usos em cerca de 1,7x nos próximos 12 meses e que as fontes permaneçam líquidas mesmo que o EBITDA se reduza 30% em relação às nossas projeções. Em nossa opinião, o Grupo Carrefour Brasil possui sólido relacionamento com

os bancos e uma gestão de risco financeiro prudente, além de contar com linhas de crédito compromissadas com o Carrefour Finance. O grupo não está sujeito a cláusulas contratuais restritivas (*covenants*) financeiras em seus empréstimos.

Principais fontes de liquidez

- Posição de caixa de R\$ 5,7 bilhões em 31 de dezembro de 2020; e
- Geração interna de caixa (FFO – *funds from operations*) projetado de cerca de R\$ 4,6 bilhões em 2021.

Principais usos de liquidez

- Dívida de curto prazo de R\$ 491 milhões em 31 de dezembro de 2020;
- Necessidades de capital de giro em torno de R\$ 460 milhões, incluindo picos de necessidades sazonais entre trimestres;
- Investimentos de cerca de R\$ 3 bilhões em 2021;
- Pagamento antecipado de parcela referente à aquisição do Grupo BIG de R\$ 900 milhões em abril de 2021; e
- Distribuição de dividendos de aproximadamente R\$ 1,3 bilhão em 2021.

Vencimentos de dívida

Em 31 de dezembro de 2020, os vencimentos de dívida do Grupo Carrefour Brasil (operações varejo) compreendiam:

- Curto prazo: R\$ 491 milhões
- 2021: R\$ 1,5 bilhão
- Entre 2022 e 2024: R\$ 1,9 bilhão
- 2025 e anos posteriores: R\$ 287 milhões

Outras Considerações de Crédito

Para analisar o Grupo Carrefour Brasil, incorporamos em nossa análise financeira e projeções um potencial passivo contingente do Banco CSF S.A. (por meio do Carrefour Comércio e Indústria Ltda.) que pode ter consequências para a holding. Isso resulta de nosso entendimento de que, de acordo com a Lei brasileira 9.447/1997, as pessoas físicas ou jurídicas que exerçam controle sobre as instituições financeiras que estão sujeitas à intervenção ou liquidação possuem responsabilidade solidária com os diretores e gestores dessas entidades por seu passivo a descoberto.

Embora a responsabilidade de um acionista controlador de prover suporte a um banco não seja equivalente a uma garantia financeira (o acionista não garante o pagamento pontual), esta é uma obrigação legal em última instância executável via um potencial bloqueio de ativos. Em nossa visão, esse bloqueio de ativos cria um incentivo muito forte para capitalizar o banco quando necessário. Dessa forma, quando um grupo corporativo detém ou controla um banco, procuramos avaliar o risco máximo que este último poderá representar para o grupo com base no perfil de crédito do banco, bem como em seu porte e composição acionária. Como o Grupo Carrefour Brasil e o Itaú Unibanco Holding S.A. compartilham o controle do Banco CSF, incorporamos uma potencial capitalização do Grupo Carrefour Brasil no Banco CSF, considerando sua participação acionária no banco e o capital mínimo regulatório deste último. Mesmo nesse cenário, acreditamos que o Carrefour Brasil manteria um baixo nível de endividamento, com dívida sobre EBITDA em cerca de 1,0x.

Influência do Grupo

Consideramos o Grupo Carrefour Brasil como uma subsidiária altamente estratégica para o Carrefour SA, dada sua importância para a estratégia de longo prazo do grupo francês. Nesse contexto, consideramos bastante improvável que seja vendido. A subsidiária brasileira tem um

relacionamento muito próximo com sua controladora e conta atualmente com empréstimos intergrupo. Além disso, a marca Carrefour é muito forte no Brasil, cujas operações são as mais relevantes em termos de vendas depois das operações no seu país-sede, a França.

Ratings de Emissão - Análise de Recuperação

Avaliamos a seguinte emissão do grupo:

Tabela 3 - Rating de emissão

	Valor	Vencimento	Rating de emissão	Rating de recuperação
Atacadão S.A.				
1ª emissão de debêntures <i>senior unsecured</i>	R\$ 1,5 bilhão	Abril de 2023	brAAA	3(65%)

Principais fatores analíticos

- O rating de recuperação '3' da 1ª emissão de debêntures do Grupo Carrefour Brasil indica nossa expectativa de uma recuperação substancial (65%) para os credores *unsecured* em um cenário hipotético de default.
- Avaliamos as perspectivas de recuperação da empresa mediante um cenário simulado de default, com uma abordagem de avaliação de múltiplo de EBITDA (*valuation*).
- Nosso cenário simulado para o Grupo Carrefour Brasil considera um default no pagamento em 2026, resultante de uma severa desaceleração econômica. Isso acarretaria uma drástica redução no consumo e forte competição no setor, provocando uma queda significativa na geração de fluxo de caixa da empresa.
- Em nosso cenário simulado de default, estimamos que o EBITDA cairia cerca de 60% comparado à média dos últimos três anos. Nesse nível, estimamos que a geração de fluxo de caixa da empresa não seria suficiente para cobrir suas despesas com juros e investimentos mínimos destinados à manutenção de suas operações.
- Em um cenário de default, acreditamos que o Grupo Carrefour Brasil passaria por uma reestruturação em vez de ser liquidado, dada a sua forte posição de mercado no varejo brasileiro.
- Utilizamos um múltiplo de 5x, em linha com aquele aplicado a outras varejistas brasileiras.
- Aplicamos esse múltiplo ao nosso EBITDA de emergência projetado de R\$ 1,5 bilhão, o que resulta em um valor da empresa (EV - *enterprise value*) bruto estimado de cerca de R\$ 7,6 bilhões, do qual subtraímos 5% para despesas administrativas relacionadas ao processo de reestruturação.

Default simulado e premissas de avaliação

- Ano simulado do default: 2026
- EBITDA em emergência: R\$ 1,5 bilhão
- Múltiplo de EBITDA: 5x
- EV bruto estimado: R\$ 7,6 bilhões
- EV líquido após custos administrativos de 5%: R\$ 7,3 bilhões
- Jurisdição: Brasil

Estrutura de prioridade de pagamentos (*waterfall*)

- EV líquido após custos administrativos: R\$ 7,3 bilhões
- Dívida *senior unsecured*: R\$ 3,8 bilhões (dívidas bancárias, debêntures, empréstimos *intercompany* e estimativa de cancelamento de arrendamento operacional)
- Expectativa de recuperação da emissão de debêntures: 65%

Reconciliação

Tabela 4 - Reconciliação dos montantes reportados pelo Grupo Carrefour Brasil com os montantes ajustados pela S&P Global Ratings (R\$ milhões)

Últimos 12 meses findos em 31 de dezembro de 2020							
	Dívida	Patrimônio líquido	Receita	EBITDA	Lucro operacional	EBITDA ajustado pela S&P Global Ratings	Investimentos
	3.918,0	15.709,0	71.191,0	5.604,0	4.512,0	4.831,0	3.445,0
Ajustes da S&P Global Ratings							
Impostos caixa pagos	--	--	--	--	--	(1.201,0)	--
Juros caixa pagos	--	--	--	--	--	(456,0)	--
Securitização de recebíveis comerciais	2.100,0	--	--	--	--	--	--
Passivos de arrendamento reportados	1.860,0	--	--	--	--	--	--
Caixa acessível e Investimentos líquidos	(5.672,0)	--	--	--	--	--	--
Despesas de remuneração em ações	--	--	--	28,0	--	--	--
Operações de financiamento cativo	(177,0)	(2.225,0)	(2.933,0)	(698,0)	(662,0)	225,1	(60,0)
Receita (despesa) não operacional	--	--	--	--	(14,0)	--	--
Participação de não controladores/minoritários	--	1.336,0	--	--	--	--	--
Dívida: Derivativos	(288,0)	--	--	--	--	--	--
EBITDA: Ganho/(perda) com venda de imobilizado	--	--	--	105,0	105,0	--	--
EBITDA: Outros	--	--	--	(208,0)	(208,0)	--	--
Capital de giro: Outros	--	--	--	--	--	--	--
Fluxo de Caixa operacional: Impostos	--	--	--	--	--	--	--
Ajustes totais	(2.177,0)	(889,0)	(2.933,0)	(773,0)	(779,0)	(1.431,9)	(60,0)
Montantes ajustados pela S&P Global Ratings							
	Dívida	Patrimônio líquido	Receita	EBITDA	EBIT	FFO	Investimentos
	1.741,0	14.820,0	68.258,0	4.831,0	3.733,0	3.399,1	3.385,0

Tabela de Classificação de Ratings

Rating de Crédito de Emissor	
Escala Nacional Brasil	brAAA/Estável/--
Risco de negócios	Satisfatório
Risco-país	Moderadamente Alto
Risco da indústria	Intermediário
Posição competitiva	Satisfatório
Risco financeiro	Mínimo
Fluxo de caixa/Alavancagem	Mínimo
Modificadores	
Diversificação/Efeito-portfolio	Neutro
Estrutura de capital	Neutra
Liquidez	Forte
Política financeira	Neutra
Administração e governança	Satisfatória
Análise de ratings comparáveis	Negativa
Influência do grupo	Altamente Estratégica

Certos termos utilizados neste relatório, particularmente certos adjetivos usados para expressar nossa visão sobre os fatores que são relevantes para os ratings, têm significados específicos que lhes são atribuídos em nossos Critérios e, por isso, devem ser lidos em conjunto com tais Critérios. Consulte os Critérios de Rating em www.standardandpoors.com.br para mais informações. Informações detalhadas estão disponíveis aos assinantes do RatingsDirect no site www.capitaliq.com. Todos os ratings afetados por esta ação de rating são disponibilizados no site público da S&P Global Ratings em www.standardandpoors.com. Utilize a caixa de pesquisa localizada na coluna à esquerda no site.

Critérios e Artigos Relacionados

Critérios

- [Metodologia corporativa: Índices e ajustes](#), 1º de abril de 2019
- [Metodologia de ratings de crédito nas escalas nacionais e regionais](#), 25 de junho de 2018
- [Critério de ratings de recuperação para emissores corporativos avaliados com grau especulativo](#), 7 de dezembro de 2016
- [Metodologia e Premissas: Descritores de Liquidez para Emissores Corporativos Globais](#), 16 de dezembro de 2014
- [Metodologia de Ratings Corporativos](#), 19 de novembro de 2013
- ARQUIVADO: [Critério geral: Metodologia de rating de grupo](#), 19 de novembro de 2013
- [Critério Geral: Metodologia e Premissas de Avaliação do Risco-País](#), 19 de novembro de 2013
- [Metodologia: Risco da indústria](#), 19 de novembro de 2013
- [Principais Fatores de Crédito Para a Indústria de Varejo e de Restaurantes](#), 19 de novembro de 2013
- [Ratings Acima do Soberano - Ratings Corporativos e de Governo: Metodologia e Premissas](#), 19 de novembro de 2013
- [Critério Geral: Metodologia: Fatores de créditos relativos à administração e governança para entidades corporativas](#), 13 de novembro de 2012
- [Princípios dos Ratings de Crédito](#), 16 de fevereiro de 2011
- [Uso de CreditWatch e Perspectivas](#), 14 de setembro de 2009

Copyright © 2021 pela Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

Nenhum conteúdo (incluindo-se ratings, análises e dados relativos a crédito, avaliações, modelos, software ou outras aplicações ou informações obtidas a partir destes) ou qualquer parte destas informações (Conteúdo) pode ser modificada, sofrer engenharia reversa, ser reproduzida ou distribuída de nenhuma forma, nem meio, nem armazenada em um banco de dados ou sistema de recuperação sem a prévia autorização por escrito da Standard & Poor's Financial Services LLC ou de suas afiliadas (coletivamente, S&P). O Conteúdo não deverá ser utilizado para nenhum propósito ilícito ou não autorizado. Nem a S&P, nem seus provedores externos, nem seus diretores, representantes, acionistas, empregados nem agentes (coletivamente, Partes da S&P) garantem a exatidão, completude, tempestividade ou disponibilidade do Conteúdo. As Partes da S&P não são responsáveis por quaisquer erros ou omissões (por negligência ou não), independentemente da causa, pelos resultados obtidos mediante o uso de tal Conteúdo, ou pela segurança ou manutenção de quaisquer dados inseridos pelo usuário. O Conteúdo é oferecido "como ele é". AS PARTES DA S&P ISENTAM-SE DE QUALQUER E TODA GARANTIA EXPRESSA OU IMPLÍCITA, INCLUSIVE, MAS NÃO LIMITADA A QUAISQUER GARANTIAS DE COMERCIALIZAÇÃO, OU ADEQUAÇÃO A UM PROPÓSITO OU USO ESPECÍFICO, LIBERDADE DE FALHAS, ERROS OU DEFEITOS DE SOFTWARE, QUE O FUNCIONAMENTO DO CONTEÚDO SEJA ININTERRUPTO OU QUE O CONTEÚDO OPERE COM QUALQUER CONFIGURAÇÃO DE SOFTWARE OU HARDWARE. Em nenhuma circunstância, deverão as Partes da S&P ser responsabilizadas por nenhuma parte, por quaisquer danos, custos, despesas, honorários advocatícios, ou perdas diretas, indiretas, incidentais, exemplares, compensatórias, punitivas, especiais ou consequentes (incluindo-se, sem limitação, perda de renda ou lucros e custos de oportunidade ou perdas causadas por negligência) com relação a qualquer uso do Conteúdo aqui contido, mesmo se alertadas sobre sua possibilidade.

Análises relacionadas a crédito e outras, incluindo ratings e as afirmações contidas no Conteúdo são declarações de opiniões na data em que foram expressas e não declarações de fatos. As opiniões da S&P, análises e decisões de reconhecimento de ratings (descritas abaixo) não são recomendações para comprar, reter ou vender quaisquer títulos ou tomar qualquer decisão de investimento e não abordam a adequação de quaisquer títulos. Após sua publicação, em qualquer maneira ou formato, a S&P não assume nenhuma obrigação de atualizar o Conteúdo. Não se deve depender do Conteúdo, e este não é um substituto das habilidades, julgamento e experiência do usuário, sua administração, funcionários, conselheiros e/ou clientes ao tomar qualquer decisão de investimento ou negócios. A S&P não atua como agente fiduciário nem como consultora de investimentos, exceto quando registrada como tal. Embora obtenha informações de fontes que considera confiáveis, a S&P não conduz auditoria nem assume qualquer responsabilidade de diligência devida (*due diligence*) ou de verificação independente de qualquer informação que receba. Publicações relacionadas a ratings de crédito podem ser divulgadas por diversos motivos que não dependem necessariamente de uma ação decorrente de um comitê de rating, incluindo-se, sem limitação, a publicação de uma atualização periódica de um rating de crédito e análises correlatas.

Até o ponto em que as autoridades reguladoras permitam a uma agência de rating reconhecer em uma jurisdição um rating atribuído em outra jurisdição para determinados fins regulatórios, a S&P reserva-se o direito de atribuir, retirar ou suspender tal reconhecimento a qualquer momento e a seu exclusivo critério. As Partes da S&P abdicam de qualquer obrigação decorrente da atribuição, retirada ou suspensão de um reconhecimento, bem como de qualquer responsabilidade por qualquer dano supostamente sofrido por conta disso.

A S&P mantém determinadas atividades de suas unidades de negócios separadas umas das outras a fim de preservar a independência e objetividade de suas respectivas atividades. Como resultado, certas unidades de negócios da S&P podem dispor de informações que não estão disponíveis às outras. A S&P estabeleceu políticas e procedimentos para manter a confidencialidade de determinadas informações que não são de conhecimento público recebidas no âmbito de cada processo analítico.

A S&P pode receber remuneração por seus ratings e certas análises, normalmente dos emissores ou subscritores dos títulos ou dos devedores. A S&P reserva-se o direito de divulgar seus pareceres e análises. A S&P disponibiliza suas análises e ratings públicos em seus sites na www.standardandpoors.com (gratuito), e www.ratingsdirect.com e www.globalcreditportal.com (por assinatura), e pode distribuí-los por outros meios, inclusive em suas próprias publicações ou por intermédio de terceiros redistribuidores. Informações adicionais sobre nossos honorários de rating estão disponíveis em www.standardandpoors.com/usratingsfees.

Austrália

Standard & Poor's (Austrália) Pty. Ltd. conta com uma licença de serviços financeiros número 337565 de acordo com o Corporations Act 2001. Os ratings de crédito da Standard & Poor's e pesquisas relacionadas não tem como objetivo e não podem ser distribuídas a nenhuma pessoa na Austrália que não seja um cliente pessoa jurídica (como definido no Capítulo 7 do Corporations Act).