

Rating 'brAA' atribuído à International Meal Company Alimentação S.A.; perspectiva estável

Analista principal:

Fabiana Gobbi, São Paulo, (11) 3039-9733, fabiana.gobbi@spglobal.com

Contato analítico adicional:

Luísa Vilhena, São Paulo, (11) 3039-9727, luisa.vilhena@spglobal.com

Líder do comitê de rating:

Luísa Vilhena, São Paulo, (11) 3039-9727, luisa.vilhena@spglobal.com

Resumo da Ação de Rating

- Acreditamos que a International Meal Company Alimentação S.A. (IMC) apresentará geração de fluxo de caixa crescente à medida que implementa seu plano de reestruturação focado na melhora da rentabilidade e no crescimento sustentável.
- Em 13 de fevereiro de 2019, atribuímos o rating de crédito corporativo de longo prazo 'brAA' na Escala Nacional Brasil à IMC.
- A perspectiva do rating é estável, refletindo nossa expectativa de melhora gradual de vendas e rentabilidade da IMC, com dívida relativamente estável. Com isso, esperamos índices de dívida sobre EBITDA em torno de 3,5x e cobertura de juros pelo EBITDA de cerca de 4,0x nos próximos dois anos.

Fundamentos da Ação de Rating

O rating da IMC reflete sua pequena participação de mercado no altamente fragmentado e competitivo segmento de restaurantes, além de sua menor escala e fraca eficiência operacional comparadas às dos pares internacionais. Por outro lado, a empresa possui um portfólio de marcas conhecidas no Brasil e apresenta certa diversificação geográfica, com operações nos Estados Unidos, que respondem por cerca de 30% de sua receita total, e no Panamá e na Colômbia, que correspondem a 10%, o que deve permitir menor volatilidade de geração de caixa ao longo dos ciclos econômicos de cada país.

A IMC está em um processo de reestruturação de suas operações que deve resultar em um aumento gradual da rentabilidade e da geração de fluxo de caixa nos próximos anos. Seus principais projetos são a implantação de uma cozinha central para suas principais marcas, Viena e Frango Assado, e de cozinhas inteligentes em cada restaurante. Esses projetos têm como principais objetivos reduzir a

produção de alimentos nas unidades, agilizando o preparo e diminuindo os custos trabalhistas, bem como padronizar suas receitas e unificar as compras, resultando em melhores negociações com fornecedores. Além disso, a empresa deve reformular cardápios, reformar lojas e ampliar as estratégias de marketing a fim de aumentar suas vendas.

Por outro lado, as despesas adicionais para abertura de 11 lojas no novo terminal do aeroporto internacional da Cidade do Panamá este ano devem levar a uma redução de margem significativa naquele país, com aumento gradual ao longo dos próximos anos à medida que as lojas maturam. A combinação de melhora gradual de margem no Brasil e essas pressões no Panamá devem resultar em uma margem EBITDA consolidada próxima de 16,5% em 2019 (estável em relação a nossa expectativa de 2018) e de 18,0% em 2020.

A menor escala e a geração de fluxo de caixa livre mais fraca, em relação às empresas com ratings mais altos, resultaram em uma análise de ratings comparáveis negativa para a IMC. Além disso, acreditamos que existem riscos operacionais na implementação de seu plano de reestruturação que podem acarretar certa volatilidade de geração de fluxo de caixa ao longo dos próximos anos.

Após a conclusão da emissão de debêntures para pré-pagar as notas promissórias, esperamos um nível estável de dívida bruta ajustada nos próximos anos, de cerca de R\$ 1 bilhão. Esse valor incorpora nossos ajustes de arrendamento operacional (aluguéis) de cerca de R\$ 580 milhões e valores a pagar por aquisições de cerca de R\$ 39 milhões. A empresa possui dívida em cada um dos países onde opera, e esperamos que mantenha um nível confortável de geração de caixa em dólares e em pesos colombianos para fazer frente a essas dívidas.

Perspectiva

A perspectiva estável do rating da IMC reflete nossa expectativa de que a empresa será capaz de elevar as vendas nas mesmas lojas e a rentabilidade nos próximos anos, por meio das medidas que vem tomando para melhorar sua eficiência operacional. Com isso, esperamos que a IMC apresente índices de dívida sobre EBITDA em torno de 3,5x e cobertura de juros pelo EBITDA de cerca de 4x nos próximos dois anos.

Cenário de elevação

Apesar de improvável nos próximos 12 meses, poderíamos elevar o rating da IMC se a empresa apresentasse forte geração de fluxo de caixa livre, enquanto mantém endividamento próximo ou abaixo de nossas expectativas, com um perfil de vencimento de dívida alongado permitindo um nível confortável de liquidez.

Cenário de rebaixamento

Poderemos rebaixar o rating da IMC nos próximos 12 meses caso a empresa assuma uma estratégia de crescimento mais agressiva, financiada com dívida e não acompanhada de geração de caixa, ou caso enfrente problemas operacionais resultando em queda de rentabilidade. Nesses cenários, veríamos métricas de dívida sobre EBITDA consistentemente acima de 4x e cobertura de juros pelo EBITDA abaixo de 3x.

Descrição da empresa

A IMC é uma empresa brasileira com presença em outros países da América Latina e nos Estados Unidos. Fundada em 2006, a empresa operava 227 restaurantes em 31 de dezembro de 2018, sob marcas conhecidas como Viena, Frango Assado, Margaritaville, além de operar marcas internacionais como Olive Garden e Red Lobster no Brasil e refeições de bordo (catering aéreo) no Brasil, Panamá e Colômbia. Atualmente, a IMC está presente em três principais segmentos aeroportos, rodovias e shopping centers. A empresa é de capital aberto e não tem um controlador majoritário.

Nosso cenário de caso-base

- Taxa de câmbio média do dólar em relação ao real de R\$ 3,90/US\$1,00 em 2019 e de R\$ 4,05/US\$1,00 em 2020;
- Taxa de câmbio média do peso colombiano em relação ao real de COP 821/R\$ 1,00 em 2019 e de COP 798/R\$ 1,00 em 2020;
- Crescimento do PIB do Brasil de 2,4% em 2019 e 2,5% em 2020;
- Taxa de inflação no Brasil de 3,8% em 2019 e 4,0% em 2020;
- Taxa básica de juros (média) no Brasil de 7,19% em 2019 e 8,25% em 2020;
- Crescimento do PIB dos EUA de 2,3% em 2019 e 1,8% em 2020;
- Taxa de inflação nos EUA de 2,2% em 2019 e 2,3% em 2020;
- Taxa de inflação na Colômbia de 2% em 2019 e 2,3% em 2020;
- Crescimento de vendas mesmas lojas (SSS - *same store sales*) alinhado com a inflação de cada país, exceto as operações de shoppings no Brasil, que devem apresentar SSS ainda abaixo da inflação, em razão de um processo mais lento de recuperação nesse segmento e da queda de SSS no Panamá, com operações menos maduras;
- Abertura de duas lojas Frango Assado em 2019 e 2020, uma loja Viena em 2019 e duas em 2020, uma loja Margaritaville nos Estados Unidos por ano e 12 lojas no Panamá em 2019;
- Com isso, esperamos receita líquida em torno de R\$ 1,7 bilhão em 2019 e R\$ 1,8 bilhão em 2020;
- Melhora da margem bruta, como resultado da implementação dos projetos de cozinhas centralizadas e inteligentes (novos equipamentos nos restaurantes reduzindo a força de trabalho), e da padronização de processos para reduzir o desperdício de alimentos;
- Nível estável de despesas sobre receita líquida nos próximos anos, em função das recentes negociações para reduzir aluguéis e das iniciativas de marketing mais direcionadas;
- Investimentos (capex) anuais de aproximadamente R\$ 115 milhões em 2019, principalmente direcionados à nova cozinha centralizada, às cozinhas inteligentes e à reforma de lojas e por volta de R\$ 80 milhões em 2020 para reforma de lojas e manutenção das operações;
- Nova emissão de debêntures no valor de R\$ 200 milhões para pré-pagar a recente emissão de notas promissórias de R\$ 150 milhões. Refinanciamento de dívida ao longo dos próximos anos;
- Recompra de ações no valor de R\$ 100 milhões em 2019;
- Pagamento de dividendos de 25% sobre o lucro líquido do ano anterior.

Com base nessas premissas, esperamos as seguintes métricas de crédito para 2019 e 2020:

- Dívida bruta sobre EBITDA em torno de 3,5x, comparada a nossa estimativa de 3,7x em 2018;
- Geração interna de caixa (FFO - *funds from operations*) sobre dívida em torno de 19%-22%,

- comparada a nossa estimativa de 21% em 2018;
- Cobertura de juros pelo EBITDA entre 3,5x-4,5x, comparada a nossa estimativa de 4,7x em 2018.

Liquidez

Avaliamos a liquidez da IMC como adequada. Esperamos que as fontes de caixa da empresa excedam os usos em mais de 1,2x nos próximos 12 meses e que suas fontes excedam seus usos mesmo que o EBITDA fique 15% abaixo do nosso cenário-base. Acreditamos que a IMC deverá ser capaz de absorver eventos de alto impacto e baixa probabilidade com limitada necessidade de refinanciamento, por causa dos seus baixos vencimentos de dívida e da flexibilidade para reduzir investimentos, se necessário.

Principais fontes de liquidez:

- Posição de caixa de R\$ 153,7 milhões em 30 de setembro de 2018;
- Geração operacional de caixa de aproximadamente R\$ 100 milhões nos próximos 12 meses;
- Nova emissão de debêntures no valor de R\$ 200 milhões, que conta com garantia firme do Banco BTG Pactual S.A.

Principais usos de liquidez:

- Dívida de curto prazo de R\$ 42,8 milhões em 30 de setembro de 2018;
- Contas a pagar por aquisições de R\$ 6,6 milhões em 2019;
- Necessidades de capital de giro de cerca de R\$ 9 milhões nos próximos 12 meses;
- Capex em torno de R\$ 105 milhões nos próximos 12 meses;
- Pagamento de dividendos de aproximadamente R\$ 4 milhões em 2019;
- Recompra de ações de até R\$ 100 milhões nos próximos 12 meses.

Covenants

A IMC tem dívidas em cada um dos países onde opera. Essas dívidas contam com cláusulas contratuais restritivas (*covenants*), medidas de acordo com o resultado de cada operação. Em 30 de setembro de 2018, a empresa apresentava uma folga confortável nas medições de seus *covenants* e esperamos se mantenha assim ao longo dos próximos anos.

TABELA DE CLASSIFICAÇÃO DE RATINGS

INTERNATIONAL MEAL COMPANY ALIMENTAÇÃO S.A.(IMC)

Rating de Crédito de Emissor	
Escala Nacional Brasil	brAA/Estável/--
Risco de negócios	
Risco-país	Fraco
Risco da indústria	Intermediário
Posição competitiva	Intermediário
Risco financeiro	
Fluxo de caixa/Alavancagem	Fraca
Significativo	
Significativo	
Modificadores	
Diversificação/Efeito-portfólio	Neutra
Estrutura de capital	Neutra
Liquidez	Adequada
Política financeira	Neutra
Administração e governança	Regular
Análise de ratings comparáveis	Negativa

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 de ratings de crédito nas escalas nacionais e regionais](#), 25 de junho de 2018
- [Metodologia e Premissas: Descritores de Liquidez para Emissores Corporativos Globais](#), 16 de dezembro de 2014
- [Principais Fatores de Crédito Para a Indústria de Varejo e de Restaurantes](#), 19 de novembro de 2013
- [Metodologia corporativa: Índices e Ajustes](#), 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
- [Critério geral: Metodologia de rating de grupo](#), 19 de novembro de 2013
- [Metodologia de Ratings Corporativos](#), 19 de novembro de 2013
- [Metodologia: Fatores de créditos relativos à administração e governança para entidades corporativas e seguradoras](#), 13 de novembro de 2012
- [Uso de CreditWatch e Perspectivas](#), 14 de setembro de 2009

INFORMAÇÕES REGULATÓRIAS ADICIONAIS

Outros serviços fornecidos ao emissor

Não há outros serviços prestados a este emissor.

Atributos e limitações do rating de crédito

A S&P Global Ratings utiliza informações em suas análises de crédito provenientes de fontes consideradas confiáveis, incluindo aquelas fornecidas pelo emissor. A S&P Global Ratings não realiza auditorias ou quaisquer processos de *due diligence* ou de verificação independente da informação recebida do emissor ou de terceiros em conexão com seus processos de rating de crédito ou de monitoramento dos ratings atribuídos. A S&P Global Ratings não verifica a completude e a precisão das informações que recebe. A informação que nos é fornecida pode, de fato, conter imprecisões ou omissões que possam ser relevantes para a análise de crédito de rating.

Em conexão com a análise deste (s) rating (s) de crédito, a S&P Global Ratings acredita que há informação suficiente e de qualidade satisfatória de maneira a permitir-lhe ter uma opinião de rating de crédito. A atribuição de um rating de crédito para um emissor ou emissão pela S&P Global Ratings não deve ser vista como uma garantia da precisão, completude ou tempestividade da (i) informação na qual a S&P Global Ratings se baseou em conexão com o rating de crédito ou (ii) dos resultados que possam ser obtidos por meio da utilização do rating de crédito ou de informações relacionadas.

Fontes de informação

Para atribuição e monitoramento de seus ratings a S&P Global Ratings utiliza, de acordo com o tipo de emissor/emissão, informações recebidas dos emissores e/ou de seus agentes e conselheiros, inclusive, balanços financeiros auditados do Ano Fiscal, informações financeiras trimestrais, informações corporativas, prospectos e outros materiais oferecidos, informações históricas e projetadas recebidas durante as reuniões com a administração dos emissores, bem como os relatórios de análises dos aspectos econômico-financeiros (MD&A) e similares da entidade avaliada e/ou de sua matriz. Além disso, utilizamos informações de domínio público, incluindo informações publicadas pelos reguladores de valores mobiliários, do setor bancário, de seguros e ou outros reguladores, bolsas de valores, e outras fontes públicas, bem como de serviços de informações de mercado nacionais e internacionais.

Aviso de ratings ao emissor

O aviso da S&P Global Ratings para os emissores em relação ao rating atribuído é abordado na política [“Notificações ao Emissor \(incluindo Apelações\)”](#).

Frequência de revisão de atribuição de ratings

O monitoramento da S&P Global Ratings de seus ratings de crédito é abordado em:

- [Descrição Geral do Processo de Ratings de Crédito \(seção de Revisão de Ratings de Crédito\)](#)
- [Política de Monitoramento](#)

Conflitos de interesse potenciais da S&P Global Ratings

A S&P Global Ratings publica a lista de conflitos de interesse reais ou potenciais em [“Conflitos de Interesse — Instrução N° 521/2012, Artigo 16 XII”](#) seção em www.standardandpoors.com.br.

Faixa limite de 5%

A S&P Global Ratings Brasil publica em seu Formulário de Referência apresentado em http://www.standardandpoors.com/pt_LA/web/guest/regulatory/disclosures o nome das entidades responsáveis por mais de 5% de suas receitas anuais.

Copyright© 2019 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 COMERCIALIZABILIDADE, 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).