Pague Menos

BTG Pactual Equity Research
Varejo & Consumo

5 de novembro de 2026

Resultados do 3T26

Terceiro trimestre fraco, ligeiramente acima das nossas estimativas apesar da desaceleração do crescimento da receita líquida

Com números ligeiramente acima das nossas expectativas, podemos dizer que a Pague Menos apresentou resultados fracos no terceiro trimestre de 2026, com crescimento da receita líquida pouco acima da inflação, pequenos ganhos de margem e expansão de dois dígitos do lucro líquido, sustentada por um resultado financeiro melhor do que o esperado. Os destaques negativos, em sua maioria já esperados, foram a desaceleração do crescimento da receita líquida e a estabilidade sequencial da alavancagem. As vendas mesmas lojas cresceram 5,6% a/a, ante 8% no segundo trimestre e nossa estimativa de 6,5%, enquanto as vendas mesmas lojas maduras avançaram 5,3% a/a, ante nossa estimativa de 6,3%, refletindo principalmente: (i) uma contribuição menor dos GLP-1 para o crescimento da receita no terceiro trimestre, de 2 pontos percentuais a/a, ante 3,2 pontos percentuais no segundo trimestre e 6,5 pontos percentuais no primeiro trimestre, com a categoria atingindo 8,5% da receita; e (ii) uma desaceleração mais acentuada do crescimento das vendas de medicamentos OTC, que avançaram apenas 2,2% a/a, impactadas pela menor demanda por medicamentos contra gripes e resfriados, especialmente nas regiões Norte e Nordeste. Em bases consolidadas, a participação de mercado permaneceu praticamente estável, em 6,6%, enquanto a produtividade, medida pelas vendas mensais por loja, atingiu R$ 868 mil, alta de 4,4% a/a.

Margem EBITDA estável; lucro líquido cresceu 19,5% a/a

O lucro bruto atingiu R$ 1,32 bilhão, 0,5% acima das nossas estimativas, implicando margem de 30%, expansão de 10 pontos-base a/a, refletindo melhores condições comerciais, especialmente em genéricos e GLP-1, e a captura de eficiências tributárias proporcionadas pelo novo centro de distribuição na Paraíba, que mais do que compensaram o efeito negativo do mix de receita.

Valuation	2024	2025	2026E	2027E	2028E
RoIC (EBIT) %	1,7	5,9	8,2	8,7	9,4
EV/EBITDA	6,1	6,8	4,8	4,2	3,7
P/L	13,8	15,6	9,1	6,8	5,4
Dividend Yield %	0,0	0,0	0,0	5,4	7,1
Resumo Financeiro (R$ milhões)	**2024**	**2025**	**2026E**	**2027E**	**2028E**
Receita	12.642	14.864	16.951	18.681	20.367
EBITDA	629	883	1.113	1.237	1.381
Lucro Líquido	152	258	375	500	625
LPA (R$)	0,20	0,40	0,60	0,80	0,90
DPA líquido (R$)	0,00	0,00	0,00	0,30	0,40
(Dívida Líquida)/Caixa	(1.767)	(1.958)	(1.922)	(1.837)	(1.711)

Fonte: Relatórios da empresa, Bovespa, estimativas do BTG Pactual S.A. / Valuations: com base no último preço das ações do ano; (E) com base no preço das ações de R$ 2,54 em 04 de novembro de 2026.

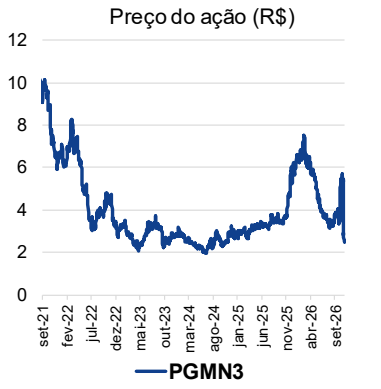
Rating

COMPRA

Sumário	
Ticker	PGMN3
Preço Alvo (R$)	9,0
Preço (R$)	2,5
Listagem	Novo Mercado
Market Cap. (R$ mn)	1.821,35
Vol. Méd. 12M (R$ mn)	6,63
Atualização Preço-alvo	21/04/2026

Valuation:	2026E	2027E
P/L	9,1x	6,8x
EV/EBITDA	4,8x	4,2x

Performance:	
Novembro (%)	2,4%
LTM (%)	-30,6%



Analistas

Luiz Guanais
Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Yan Cesquim
Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Beatriz Cendon
Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Bruno Carrenho
Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Além disso, o EBITDA antes do IFRS 16 atingiu R$ 279 milhões, alta de 7% a/a e 2% acima das nossas estimativas, implicando margem de 6,3% sobre a receita bruta, estável a/a, com as despesas de vendas ligeiramente maiores, pressionadas por R$ 9,5 milhões em despesas adicionais com rescisões, compensando os ganhos de margem bruta e a diluição das despesas gerais e administrativas. Por fim, excluindo aproximadamente R$ 1 milhão em itens não recorrentes, o lucro líquido antes do IFRS 16 totalizou R$ 96 milhões, alta de 19,5% a/a e 10% acima das nossas estimativas, sustentado por um resultado financeiro líquido melhor do que o esperado, negativo em R$ 112,7 milhões, ante nossa estimativa negativa de R$ 128 milhões, impulsionado pelas menores despesas relacionadas à antecipação de recebíveis e pelos juros mais baixos no período.

Alavancagem estável t/t em 1,8x; ciclo de caixa aumenta quatro dias

Destacamos que a dívida líquida, considerando a antecipação de recebíveis, aumentou aproximadamente R$ 19 milhões t/t, com a alavancagem em 1,8x Dívida Líquida/EBITDA, estável t/t e abaixo dos 2,5x registrados um ano antes, em linha com as nossas estimativas, uma vez que o benefício da monetização dos créditos tributários foi compensado pelo capex mais elevado, de R$ 98 milhões, alta de 38% a/a, refletindo a expansão orgânica, o novo centro de distribuição e as reformas de lojas, além do serviço da dívida. Destacamos também que o ciclo de caixa aumentou quatro dias a/a, principalmente devido ao menor saldo de fornecedores, elevando o prazo médio de pagamento para 63 dias, com um impacto não recorrente decorrente do descasamento gerado pela abertura do novo centro de distribuição, efeito que a companhia espera normalizar no quarto trimestre.

GLP-1: medicamentos similares avançam e mais do que compensam as reduções de preços

Antecipando algumas das dúvidas esperadas sobre as tendências da demanda por GLP-1, a Pague Menos compartilhou dados relevantes após a introdução dos medicamentos similares à semaglutida. Segundo a administração, apesar da menor contribuição para o crescimento da receita, a penetração dos GLP-1 continuou aumentando, atingindo 8,5% no terceiro trimestre, alta de 30 pontos-base t/t e de 140 pontos-base a/a, impulsionada principalmente pela participação crescente dos análogos da semaglutida no mix de vendas. Mais importante, a companhia observou forte elasticidade da demanda após o vencimento da patente da semaglutida, com crescimento de 209% dos volumes entre o primeiro e o terceiro trimestres, mais do que compensando a redução de 54% dos preços médios no período. Para a tirzepatida, ou Mounjaro, as vendas permaneceram estáveis em relação ao segundo trimestre.

Mantemos nossa visão estrutural positiva; recomendamos Compra

Após a recente correção do setor de varejo e diante de um cenário incerto e potencialmente recessivo para o consumo, as preocupações dos investidores naturalmente se concentram no risco de revisões negativas do lucro líquido nos próximos trimestres. Nesse contexto, acreditamos que o segmento farmacêutico deverá continuar apresentando características mais defensivas, sustentado pela maior resiliência das tendências de demanda, adicionalmente favorecidas pelos GLP-1, que continuamos enxergando como importante fonte de opcionalidade positiva, e pela capacidade de preservar a rentabilidade mesmo sob condições macroeconômicas mais desafiadoras. Apesar de alguma

exposição às oscilações dos juros de curto prazo, considerando a alavancagem de aproximadamente 1,8x Dívida Líquida/EBITDA, e com a ação negociando a 3,5x o P/L estimado para 2027, acreditamos que o valuation da Pague Menos mais do que incorpora um cenário de juros mais adverso, ao mesmo tempo que ainda oferece exposição aos sólidos fundamentos estruturais de crescimento e rentabilidade do setor. Mantemos nossa recomendação de Compra.

Tabela 1: Revisão dos resultados da Pague Menos no terceiro trimestre de 2026

Income Statement (R$mn)	3Q26A	3Q26E	A/E	3Q25A	Y/Y	2Q26A	Q/Q
Gross revenues	4,429	4,459	-0.7%	4,145	6.9%	4,343	2.0%
Net revenues	4,062	4,147	-2.0%	3,853	5.4%	3,987	1.9%
Gross profit	1,327	1,320	0.5%	1,238	7.2%	1,328	0.0%
Selling expenses	(946)	(938)	0.8%	(872)	8.5%	(925)	2.2%
G&A expenses	(103)	(109)	-5.9%	(106)	-3.2%	(122)	-15.5%
Adj. EBITDA (post-IFRS16)	**408**	**406**	**0.5%**	**384**	**6.5%**	**409**	**-0.2%**
Adj. EBITDA (ex-IFRS16)	**279**	**273**	**2.3%**	**260**	**7.2%**	**282**	**-1.0%**
D&A	(140)	(136)	2.2%	(132)	6.1%	(138)	0.7%
Financial result (ex-IFRS16)	(113)	(128)	-12.2%	(130)	-13.0%	(133)	-15.3%
Income tax	(14)	(7)	n.m	(2)	n.m	(18)	n.m
Adj. Net income (ex-IFRS16)	**96**	**87**	**10.1%**	**81**	**19.5%**	**74**	**29.6%**
Operating margins (over gross revenues)	3Q26A	3Q26E	A/E	3Q25A	Y/Y	2Q26A	Q/Q
Gross margin	30.0%	29.6%	40 bps	29.9%	10 bps	30.6%	-60 bps
Selling expenses	-21.3%	-21.0%	-30 bps	-21.0%	-30 bps	-21.3%	0 bps
G&A expenses	-2.3%	-2.5%	20 bps	-2.6%	30 bps	-2.8%	50 bps
Adj. EBITDA (post-IFRS16)	9.2%	9.1%	10 bps	9.3%	-10 bps	9.4%	-20 bps
Adj. EBITDA (ex-IFRS)	6.3%	6.1%	20 bps	6.3%	0 bps	6.5%	-20 bps
D&A	-3.1%	-3.1%	0 bps	-3.2%	10 bps	-3.2%	10 bps
Adj. Net income (ex-IFRS16)	2.2%	2.0%	20 bps	1.9%	30 bps	1.7%	50 bps
Operating highlights	3Q26A	3Q26E	A/E	3Q25A	Y/Y	2Q26A	Q/Q
SSS growth	5.6%	6.5%	-90 bps	17.6%	-1200 bps	8.0%	-240 bps
Number of stores	1,705	1,720	-0.9%	1,667	2.3%	1,695	0.6%
Financial highlights	3Q26A	3Q26E	A/E	3Q25A	Y/Y	2Q26A	Q/Q
Adj. Net Debt (ex-IFRS16)	1,823	1,940	-6.1%	2,064	-11.7%	1,803	1.1%

Fonte: Companhia e BTG Pactual.

Informações importantes

Este relatório foi elaborado pelo Banco BTG Pactual S.A. Os números contidos nos gráficos de desempenho referem-se ao passado; desempenho passado não é um indicador confiável de resultados futuros.

Certificado do Analista

Cada analista de pesquisa responsável pelo conteúdo deste relatório de pesquisa de investimento, no todo ou em parte, certifica que:
(i) Nos termos do Artigo 21º, da Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021, todas as opiniões expressas refletem com precisão suas opiniões pessoais sobre esses valores mobiliários ou emissores, e tais recomendações foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação ao Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas, conforme o caso;
(ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas contidas aqui ou vinculados ao preço de qualquer um dos valores mobiliários aqui discutidos.
Parte da remuneração do analista provém dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, consequentemente, das receitas decorrentes de transações detidas pelo Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas. Quando aplicável, o analista responsável por este relatório, certificado de acordo com a regulamentação brasileira, será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

Disclaimer Global

Este relatório foi preparado pelo Banco BTG Pactual S.A. ("BTG Pactual S.A.") para distribuição apenas sob as circunstâncias permitidas pela lei aplicável. Este relatório não é direcionado a você se o BTG Pactual estiver proibido ou restrito por qualquer legislação ou regulamentação em qualquer jurisdição de disponibilizá-lo a você. Antes de lê-lo, você deve se certificar de que o BTG Pactual tem permissão para fornecer material de pesquisa sobre investimentos a você de acordo com a legislação e os regulamentos relevantes. Nada neste relatório constitui uma representação de que qualquer estratégia de investimento ou recomendação aqui contida é adequada ou apropriada às circunstâncias individuais de um destinatário ou, de outra forma, constitui uma recomendação pessoal. É publicado apenas para fins informativos, não constitui um anúncio e não deve ser interpretado como uma solicitação, oferta, convite ou incentivo para comprar ou vender quaisquer valores mobiliários ou instrumentos financeiros relacionados em qualquer jurisdição.
Os preços neste relatório são considerados confiáveis na data em que este relatório foi emitido e são derivados de um ou mais dos seguintes:
(i) fontes conforme expressamente especificadas ao lado dos dados relevantes;
(ii) o preço cotado no principal mercado regulamentado para o valor mobiliário em questão;
(iii) outras fontes públicas consideradas confiáveis;
(iv) dados proprietários do BTG Pactual ou dados disponíveis ao BTG Pactual.
Todas as outras informações aqui contidas são consideradas confiáveis na data em que este relatório foi emitido e foram obtidas de fontes públicas consideradas confiáveis. Nenhuma representação ou garantia, expressa ou implícita, é fornecida em relação à precisão, integridade ou confiabilidade das informações aqui contidas, exceto com relação às informações relativas ao Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas, nem pretende ser uma declaração completa ou resumo dos valores mobiliários, mercados ou desenvolvimentos referidos no relatório.
Em todos os casos, os investidores devem conduzir sua própria investigação e análise de tais informações antes de tomar ou deixar de tomar qualquer ação em relação aos valores mobiliários ou mercados analisados neste relatório. O BTG Pactual não assume que os investidores obterão lucros, nem compartilhará com os investidores quaisquer lucros de investimentos nem aceitará qualquer responsabilidade por quaisquer perdas de investimentos. Os investimentos envolvem riscos e os investidores devem exercer prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual não aceita obrigações fiduciárias para com os destinatários deste relatório e, ao comunicá-lo, não está agindo na qualidade de fiduciário. O relatório não deve ser considerado pelos destinatários como um substituto para o exercício de seu próprio julgamento. As opiniões, estimativas e projeções aqui expressas constituem o julgamento atual do analista responsável pelo conteúdo deste relatório na data em que o relatório foi emitido e, portanto, estão sujeitas a alterações sem aviso prévio e podem divergir ou ser contrárias às opiniões expressas por outras áreas de negócios ou grupos do BTG Pactual em decorrência da utilização de diferentes premissas e critérios. Como as opiniões pessoais dos analistas podem diferir umas das outras, o Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas podem ter emitido ou emitir relatórios inconsistentes e/ou chegar a conclusões diferentes das informações aqui apresentadas. Quaisquer opiniões, estimativas e projeções não devem ser interpretadas como uma representação de que os assuntos ali referidos ocorrerão.
Os preços e a disponibilidade dos instrumentos financeiros são apenas indicativos e estão sujeitos a alterações sem aviso prévio. A pesquisa iniciará, atualizará e encerrará a cobertura exclusivamente a critério da Gerência de Pesquisa do Banco de Investimentos do BTG Pactual. A análise contida neste documento é baseada em numerosas suposições. Suposições diferentes podem resultar em resultados substancialmente diferentes. O(s) analista(s) responsável(is) pela elaboração deste relatório pode(m) interagir com o pessoal da mesa de operações, pessoal de vendas e outros públicos com a finalidade de coletar, sintetizar e interpretar informações de mercado. O BTG Pactual não tem obrigação de atualizar ou manter atualizadas as informações aqui contidas, exceto quando encerrar a cobertura das empresas abordadas no relatório. O BTG Pactual conta com barreiras de informação para controlar o fluxo de informações contidas em uma ou mais áreas dentro do BTG Pactual, para outras áreas, unidades, grupos ou afiliadas do BTG Pactual.
A remuneração do analista que preparou este relatório é determinada pela gerência de pesquisa e pela alta administração (não incluindo banco de investimento). A remuneração dos analistas não se baseia nas receitas de banco de investimento, no entanto, a remuneração pode estar relacionada às receitas do BTG Pactual Investment Bank como um todo, do qual fazem parte os bancos de investimento, vendas e negociação.
Os valores mobiliários aqui descritos podem não ser elegíveis para venda em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Opções, produtos derivativos e futuros não são adequados para todos os investidores, e a negociação desses instrumentos é considerada arriscada. Títulos garantidos por hipotecas e ativos podem envolver um alto grau de risco e podem ser altamente voláteis em resposta a flutuações nas taxas de juros e outras condições de mercado. O desempenho passado não é necessariamente indicativo de resultados futuros. Se um instrumento financeiro for denominado em uma moeda diferente da moeda de um investidor, uma alteração nas taxas de câmbio pode afetar adversamente o valor ou preço ou a receita derivada de qualquer título ou instrumento relacionado mencionado neste relatório, e o leitor deste relatório assume qualquer risco cambial.
Este relatório não leva em consideração os objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades particulares de qualquer investidor em particular. Os investidores devem obter aconselhamento financeiro independente com base em suas próprias circunstâncias particulares antes de tomar uma decisão de investimento com base nas informações aqui contidas. Para aconselhamento sobre investimentos, execução de negócios ou outras questões, os clientes devem entrar em contato com seu representante de vendas local. Nem o BTG Pactual nem qualquer de suas afiliadas, nem qualquer um de seus respectivos diretores, funcionários ou agentes aceitam qualquer responsabilidade por qualquer perda ou dano decorrente do uso de todo ou parte deste relatório.
Quaisquer preços declarados neste relatório são apenas para fins informativos e não representam avaliações de títulos individuais ou outros instrumentos. Não há representação de que qualquer transação possa ou não ter sido afetada a esses preços e quaisquer preços não refletem necessariamente os livros e registros internos do BTG Pactual ou avaliações baseadas em modelos teóricos e podem ser baseados em certas suposições. Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído a qualquer outra pessoa, no todo ou em parte, para qualquer finalidade, sem o consentimento prévio por escrito do BTG Pactual e o BTG Pactual não aceita qualquer responsabilidade pelas ações de terceiros a esse respeito. Informações adicionais relacionadas aos instrumentos financeiros discutidos neste relatório estão disponíveis mediante solicitação.
O BTG Pactual e suas afiliadas mantêm acordos para administrar conflitos de interesse que possam surgir entre eles e seus respectivos clientes e entre seus diferentes clientes. O BTG Pactual e suas afiliadas estão envolvidos em uma gama completa de serviços financeiros e relacionados, incluindo serviços bancários, bancos de investimento e prestação de serviços de investimento. Dessa forma, qualquer membro do BTG Pactual ou de suas afiliadas pode ter interesse relevante ou conflito de interesses em quaisquer serviços prestados a clientes pelo BTG Pactual ou por tal afiliada. As áreas de negócios dentro do BTG Pactual e entre suas afiliadas operam independentemente umas das outras e restringem o acesso do(s) indivíduo(s) específico(s) responsável(is) por lidar com os assuntos do cliente a determinadas áreas de informações quando isso é necessário para administrar conflitos de interesse ou interesses materiais.
Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse: www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx