

## Fleury (FLRY3 – Compra)

### Movimento de expansão além do seu core business

Iniciamos a cobertura de Fleury com recomendação de COMPRA para a ação com base no modelo de Fluxo de Caixa Descontado, com preço justo de R\$ 25,00, que implica uma valorização potencial de 15,4%. Apesar dos desafios enfrentados em 2018, num mercado bastante competitivo, a companhia segue firme no seu Plano de Expansão em diversas marcas, buscando ampliação da plataforma de negócios, com foco no crescimento orgânico e via novas aquisições. Destaque também para a transformação digital visando o aumento da competitividade e eficiência da companhia. A somatória destes fatores deverá sustentar bom ritmo de crescimento dos resultados dos próximos anos.

#### Principais aspectos que fundamentam nossas expectativas:

Acreditamos que o ano de 2019 continuará trazendo novos desafios para as empresas do setor, exigindo a continuidade do processo de modernização e ampliação da gama de serviços prestados, mas sem muito espaço para aumento real de preços, levando em conta as limitações impostas pelo fraco comportamento da economia brasileira.

- O grupo Fleury registra um histórico de crescimento médio ponderado (CAGR) bastante consistente nos últimos anos. No período de 2011 a 2018, a receita líquida evoluiu a uma taxa de 13,0%, o EBITDA em 19,4% e o lucro líquido em 18,5%. Em 2018 o ROE da companhia foi de 20,7%. Para os próximos anos, mesmo adotando premissas conservadoras em razão do mercado mais competitivo, os números da companhia ainda sustentam taxas relevantes de crescimento.
- Em 2018, eventos extraordinários, somados à continuidade da crise econômica impuseram restrições ao mercado de saúde suplementar, afetando os negócios do Grupo Fleury, com redução no número de beneficiários *premium* e impacto na marca Fleury. Contudo, a expansão geográfica e o desenvolvimento de novas ofertas de produtos e serviços deverão compensar estes efeitos negativos em 2019. Além disso, as marcas regionais mostraram bom desempenho com crescimento expressivo em várias regiões do País.
- As necessidades de acompanhar os avanços tecnológicos visando melhor qualidade e amplitude de serviços, levaram a empresa a um processo de transformação digital buscando soluções inovadoras e aumento da competitividade e eficiência. Houve avanços também no segmento de soluções diagnósticas personalizadas, por meio da área de genômica, aumentando o portfólio de mais de 280 testes.
- O plano de expansão iniciado no final de 2016 resultou na inauguração de 53 unidades, com uma parte significativa destas unidades ainda em estágio inicial da curva de maturação. Além disso, foram realizadas 5 novas unidades por meio de aquisições, 1 da marca Serdil (Porto Alegre) e 4 da marca IRN (Natal). A companhia prevê a inauguração de 73 a 90 unidades até 2021. Acreditamos que a soma destes fatores, se traduzirão em ganhos potenciais nos próximos anos.
- Mesmo em um ano marcado por uma economia ainda buscando a retomada, a Fleury registrou crescimento de 11,8% na receita líquida e também 11,8% no Ebitda. No comparativo do 4º trimestre estas contas também mostraram evolução significativa de dois dígitos. A companhia segue com forte geração operacional de caixa. No ano, o fluxo de caixa operacional somou R\$ 701,5 milhões, aumento de 32,5%. Estes números dão sustentação à continuidade do plano de investimentos da companhia para os próximos anos.
- A companhia é uma boa pagadora de dividendos. Em 2018, o Conselho de Administração aprovou proventos que totalizaram R\$ 315,0 milhões, sendo R\$ 217,3 milhões na forma de dividendos e R\$ 97,7 milhões na forma de juros sobre capital próprio, representando um *payout* de 95% e *dividend yield* de 4,8%.

Mario R. Mariante, CNPI\*

[mmariante@plannercorretora.com.br](mailto:mmariante@plannercorretora.com.br)

+55 11 2172-2561

Disclosure e certificação do analista estão localizados na última página deste relatório.

Código	FLRY3
Cotação atual (R\$)	21,66
Preço justo (R\$/ação)	25,00
Potencial (%)	15,4
Var. 52 sem. (Min/Max)	22,3 / 27,75

#### Dados da Ação

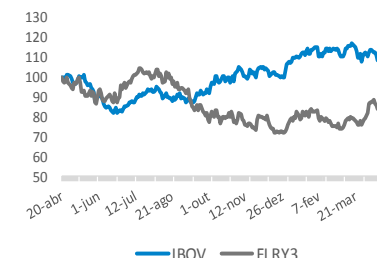
Total de ações (milhões)	316,1
Ações Ordinárias (%)	316,1
Free Float (%)	61,5
Vol. Méd. diário (1 mês) (R\$ mm)	-12,4
Valor de Mercado (R\$ mm)	7.049

#### Desempenho da Ação

FLRY3	17,5%
Ibovespa	9,1%

Cotação em 23/4/2019

#### Desempenho da ação em 12M (Base 100)



Fonte: Economática e Planner Corretora

- Destaque também para as diversas premiações recebidas durante 2018, reforçando a boa governança da companhia.

## Tese de Investimento

Iniciamos a cobertura com expectativas positivas para a Fleury, considerando seu plano de expansão e as oportunidades para ganhos de eficiência, particularmente dentro de marcas regionais. Mesmo assim assumimos premissas modestas de crescimento nos volumes e preços, em relação aos anos anteriores, enxergando, porém, oportunidades de crescimento para os negócios da empresa, em razão do maior alcance regional de suas unidades.

Parte do crescimento esperado para o Grupo Fleury leva em conta ainda a recuperação da economia brasileira e da capacidade de pagamento das famílias, considerando que tais restrições afetam a recorrência de realização de exames não emergenciais.

Acreditamos que a competição no setor ganhou mais um componente após a aprovação da Telemedicina, que ao melhorar o atendimento preventivo, tende a exigir menos procedimentos laboratoriais. Por outro lado, temos uma porcentagem crescente da população caminhando para uma faixa de idade mais exposta a riscos de saúde. Mesmo assim, consideramos que as principais margens da Fleury deverão permanecer nos níveis históricos.

É importante ressaltar que a Fleury vem evoluindo o modelo de negócio para a gestão de saúde e serviços de atenção primária, abrindo uma nova avenida de crescimento e se posicionando para as possíveis mudanças no setor.

Consideramos ainda alguns outros fatores como: a) boa governança, seja por meio de órgãos internos de controle ou de um Conselho de Administração com forte participação de membros independentes, mostrando compromisso com as boas práticas; b) ações negociadas no Novo Mercado, com 100% de *tag along*; c) Premiações e reconhecimentos obtidas durante 2018; d) boa política de dividendos praticada nos últimos anos.

## Alguns Desafios/Oportunidades

- Desde 2017, a Companhia vem implantando novos produtos e alterações de metodologia em medicina laboratorial e centro diagnóstico, aumentando o portfólio de exames em diferentes núcleos de especialidades médicas. Contudo, este processo é dinâmico e exige novas ofertas de exames mais sofisticados e que oferecem melhores margens para a empresa. O lançamento do portal de Genômica em 2017, foi mais uma abertura para sua consolidação no segmento de medicina personalizada.
- A pirâmide etária do Brasil e do mundo mostra que o envelhecimento da população seguirá demandando maiores cuidados com a saúde suplementar.
- A Fleury tem um histórico de boa geração operacional de caixa, podendo tocar seus investimentos sem a necessidade de aumento da alavancagem.

## Riscos Potenciais

- O mercado é bastante pulverizado, com empresas de pequeno porte oferecendo serviços de boa qualidade sobretudo fora das grandes metrópoles;
- Eventuais dificuldades para aumentar preços em termos reais, considerando a competição existente no mercado;

- Em momentos de crise o plano de expansão pode não seguir o ritmo esperado pela empresa. Há de se considerar que as taxas de crescimento no volume de exames e procedimentos, embora firmes, não registram grandes saltos. Com isso, há uma relativa previsibilidade dos resultados operacionais.

## Resumo das Projeções

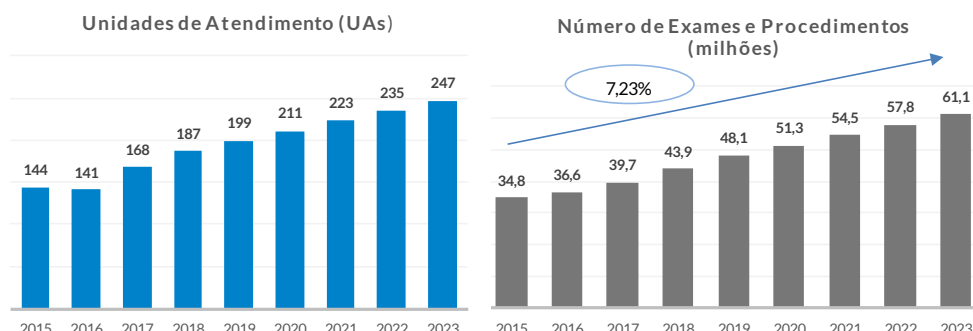
### FLEURY (FLRY3) - Resumo dos Resultados Projetados (2019-2023)

R\$ milhões	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	CAGR (23/18)
Receita Líquida	2.096	2.383	2.664	2.919	3.147	3.386	3.644	3.919	8,0%
Lucro Bruto	601	736	809	886	955	1.027	1.106	1.189	8,0%
Despesas Operacionais	(262)	(259)	(305)	(334)	(360)	(388)	(417)	(449)	8,0%
Resultado Operacional (EBIT)	339	477	503	551	594	639	688	740	8,0%
Resultado Financeiro	(44)	(49)	(52)	(40)	(41)	(43)	(43)	(43)	-4,0%
Resultado Antes dos Impostos	294	428	451	511	553	596	645	698	9,1%
Resultado Líquido	229	321	332	376	407	438	474	513	9,1%
Margem Bruta	28,7%	30,9%	30,3%	30,3%	30,3%	30,3%	30,3%	30,3%	
Margem EBIT	16,2%	20,0%	18,9%	18,9%	18,9%	18,9%	18,9%	18,9%	
Margem Líquida	10,9%	13,5%	12,4%	12,9%	12,9%	12,9%	13,0%	13,1%	
Base Acionária (milhões)	314	315	316	316	316	316	316	316	
Patrimônio Líquido	1.536	1.707	1.750	1.863	1.985	2.116	2.258	2.412	
LPA	0,73	1,02	1,05	1,19	1,29	1,39	1,50	1,62	
Cotação de Fechamento	16,25	27,46	18,98	21,66					
P/L (x)	22,3	27,0	18,1	18,2	16,8	15,6	14,4	13,4	
Ret. s/ Patr. Líquido Médio	-	19,8%	19,2%	20,8%	21,1%	21,4%	21,7%	22,0%	

Fonte: Fleury e Planner Corretora

## Principais Premissas Adotadas

Adotamos premissas conservadoras de crescimento para o período de 2019 a 2023. Do lado operacional, consideramos a abertura de 12 unidades de atendimento (UAs) por ano, número inferior ao registrado nos dois últimos anos. Para o número de exames e procedimentos, as taxas de crescimento foram também conservadoras em relação aos anos anteriores, o mesmo acontecendo com o preço médio por exame. Esta postura se deve ao mercado mais competitivo.



Fonte: Fleury e Planner Corretora

## Desempenho Operacional, Econômico e Financeiro em 2018

A Fleury encerrou 2018 com um total de 187 unidades de atendimento (UAs) com a inauguração de 20 estabelecimentos no ano. No período de 2015 a 2018 abertas 43 unidades. O ano de 2018 foi de consolidação do portfólio de marcas através da plataforma de medicina diagnóstica. Houve crescimento expressivo nas marcas regionais e avanço no mercado de saúde, transformando a marca Fleury numa Plataforma de Negócios em Saúde, com soluções além da medicina diagnóstica.

Abertura de 20 novas unidades em 2018

A Fleury mantém a execução do plano de expansão orgânico, focado principalmente nas marcas regionais nos mercados de São Paulo, com a marca a+, e no Rio de Janeiro, nas marcas Labs a+ e Felipe Mattoso. Em 2018 foram abertas 20 novas unidades, sendo:

- 12 da marca a+ em São Paulo;
- 4 de Labs a+ e 2 de Felipe Mattoso, ambas no Rio de Janeiro;
- 1 da marca a+ em Pernambuco
- 1 da marca Fleury em São Paulo.

Desde o início da implementação do plano de expansão, em outubro de 2016, até dezembro de 2018, foram inauguradas 53 unidades, correspondendo a 73% do ponto mínimo e 59% do ponto máximo do *guidance* de expansão, que prevê a abertura de 73 a 90 unidades até 2021.

**Aquisições estratégicas mais recentes:** Além do crescimento orgânico, o Grupo Fleury segue olhando oportunidades em seu setor de atuação. Nos últimos anos foram realizadas aquisições que vêm permitindo a ampliação geográfica do Grupo, aliada a uma maior diversificação do portfólio de serviços prestados ao setor. Seguem abaixo algumas destas aquisições:

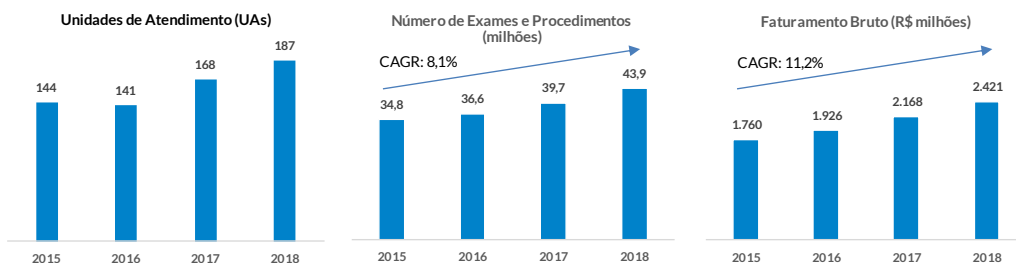
- Em 01/03/18, o Grupo Fleury, por meio de Fleury Centro de Procedimentos Médicos Avançados S.A., adquiriu 100% do capital social do Instituto de Radiologia de Natal Ltda. (IRN).

A **IRN** é uma empresa tradicional do segmento de medicina diagnóstica em exames de imagem na cidade de Natal, no estado do Rio Grande do Norte.

- Em 03/12/18, o Grupo Fleury, por meio de Fleury Centro de Procedimentos Médicos Avançados S.A., comprou 100% das ações de emissão da Newscan Serviços Médicos S.A., empresa detentora de 100% da Lafe Serviços Médicos Ltda. A **Lafe** atua em serviço de apoio diagnóstico com a oferta de análises clínicas na região metropolitana do Rio de Janeiro por meio de 32 unidades de atendimento.

- Em 04/12/18, o Grupo Fleury, por meio de Fleury Centro de Procedimentos Médicos S.A., adquiriu 100% das quotas de emissão da **Santécop Holding Ltda.** A empresa atua em serviços de gestão de saúde por meio de ferramentas de consultoria e assessoria na área de medicina assistencial.

Com a expansão da rede de unidades e as aquisições realizadas nos últimos anos, o Grupo Fleury registrou uma taxa média de crescimento de 8,1% no volume de exames e procedimentos entre 2015 e 2018.



Fonte: Fleury e Planner

O negócio da empresa não apresenta sazonalidade relevante na curva de exames, mas historicamente os meses de dezembro e janeiro são mais fracos. Em 2018, o faturamento bruto com as UAs

Meta de implantar mais 37 unidades até 2021, pelo ponto máximo

O IRN foi avaliado em R\$ 90,5 milhões.

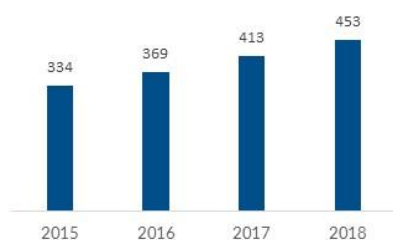
Lafe adquirida por R\$ 170,0 milhões

Santécop adquirida por R\$ 15,5 milhões

representou 84,1% do consolidado e uma taxa de crescimento médio ponderado de 11,2% entre 2015 e 2018. É importante notar a consistência da evolução dos números da companhia ao longo dos últimos anos.

No caso do B2B (Operações Hospitalares + Laboratórios de Referência e Pesquisa Clínica), segunda maior parcela do faturamento bruto da empresa, a taxa de crescimento foi também expressiva em 2017 e 2018, com participação crescente dos Laboratórios de Referência e Pesquisa Clínica, embora não seja o mais relevante neste grupo.

B2B - Faturamento Bruto (R\$ milhões)



O negócio de Medicina Preventiva completa o grupo de receitas da companhia, mas com pequena representatividade.

Fonte: Fleury e Planner

**Resumo dos Resultados de 2018** - O crescimento de 12,2% na receita bruta do 4T18 reflete sobretudo a expansão das marcas regionais e a integração dos processos das marcas IRN e Serdil. No ano, o crescimento de 11,3% na receita também contempla o efeito positivo das marcas regionais, mas se desconsiderado este efeito, o crescimento orgânico teria sido de 8,6% nos 12 meses, o que também é um bom desempenho.

A empresa conseguiu manter a margem bruta praticamente no mesmo nível de 2017, mesmo com o aumento nos custos de aluguéis, serviços e ocupação de utilidades (+14,1%), material direto e intermediação de exames (10,3%) e de 38,5% na depreciação e amortização.

### Fleury (FLRY3) - Resumo dos Resultados

R\$ milhões	4T17	4T18	Var. %	2017	2018	Var. %
Receita Bruta	630,2	706,8	12,2	2.586,5	2.879,6	11,3
Receita Líquida	582,0	654,8	12,5	2.383,0	2.664,5	11,8
Lucro Bruto	153,6	172,5	12,3	736,1	808,5	9,8
Despesas Operacionais	-62,5	-81,1	29,7	-259,2	-305,3	17,8
EBIT	91,1	91,4	0,3	476,9	503,2	5,5
<b>EBITDA</b>	<b>130,7</b>	<b>145,4</b>	<b>11,2</b>	<b>618,7</b>	<b>691,6</b>	<b>11,8</b>
Result. Financ. Líquido	-8,3	-15,3	83,9	-49,1	-52,1	6,1
<b>Lucro Líquido</b>	<b>64,6</b>	<b>58,2</b>	<b>-9,9</b>	<b>320,6</b>	<b>331,6</b>	<b>3,4</b>
Investimentos	101,1	141,40	39,9	295,6	323,8	9,5
Caixa (Dívida) Líquido	-397,7	-497,0	25,0	-397,7	-497,0	25,0
			<b>Var. p.p</b>			<b>Var. p.p</b>
Margem Bruta	26,4%	26,3%	0,0	30,9%	30,3%	-0,5
Margem EBIT	15,6%	14,0%	-1,7	20,0%	18,9%	-1,1
Margem EBITDA	22,5%	22,2%	-0,3	26,0%	26,0%	0,0
Margem Líquida	11,1%	8,9%	-2,2	13,5%	12,4%	-1,0

Fonte: Fleury e Planner Corretora

Houve um aumento expressivo nas despesas operacionais, superior ao crescimento da receita, com destaque para os gastos relacionados ao pessoal e benefícios. Outras contas também tiveram evolução significativa, pesando sobre o resultado operacional (EBIT).

O EBITDA segue uma trajetória crescente mesmo com os impactos relacionados à expansão do Grupo e o resultado financeiro foi pressionado pela menor evolução das receitas financeiras, com correção mais baixa na atualização monetária.



Fonte: Fleury e Planner Corretora

**Resultado Líquido** – Em consequência da maior incidência de custos e despesas não recorrentes durante o ano, o resultado final teve crescimento modesto no período.

**Geração de Caixa** – A companhia encerrou 2018 com geração operacional de caixa de R\$ 701,5 milhões, aumento de 32,5%. No 4T18 o Fluxo de Caixa Operacional registrou R\$ 212,1 milhões, aumento de 89,8% sobre o 4T17.

No final do ano, o caixa e equivalentes de caixa registrou variação negativa de R\$ 282,1 milhões, com destaque para pagamentos de investimentos realizados no período, pagamento de proventos, amortizações de financiamentos, etc.

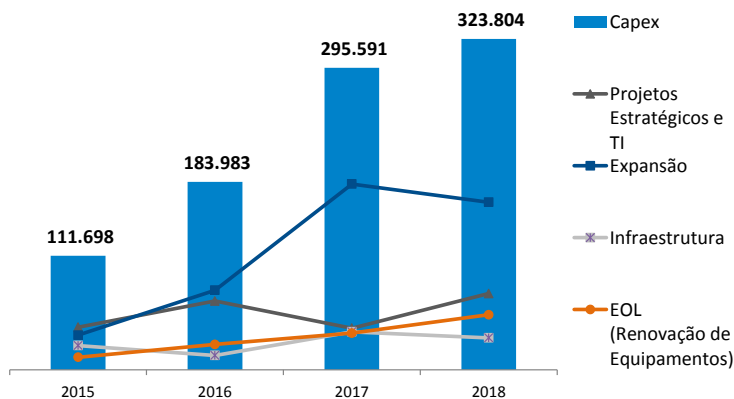
**Endividamento** – Em dez/18 a dívida líquida da companhia somava R\$ 497,0 milhões contra R\$ 397,7 milhões em 2017. Apesar do aumento, a alavancagem da empresa é baixa (0,7x) no final do ano.

Em 2018, houve a liberação de R\$ 500 milhões referente à quarta emissão de debêntures, a amortização de R\$ 266,7 milhões relacionada à primeira e segunda emissão de debêntures e R\$ 31,3 milhões referente a financiamentos. Os juros pagos no período totalizaram R\$ 82,6 milhões, entre debêntures e financiamentos.

Da dívida total, os financiamentos de curto prazo somam R\$ 33,3 milhões, mais o saldo de debêntures no montante de R\$ 183,0 milhões, totalizando R\$ 216,2 milhões no curto prazo.

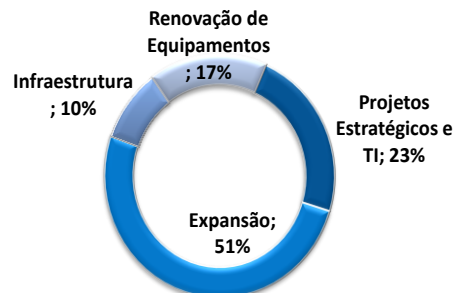
**Investimentos** – Em 2018, os investimentos somaram R\$ 323,8 milhões, com a seguinte distribuição:

## Evolução dos investimentos



Fonte: Fleury e Planner corretora

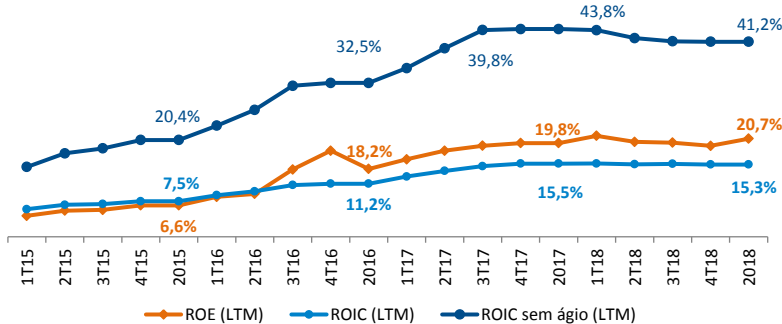
## Capex 2018



## Rentabilidade

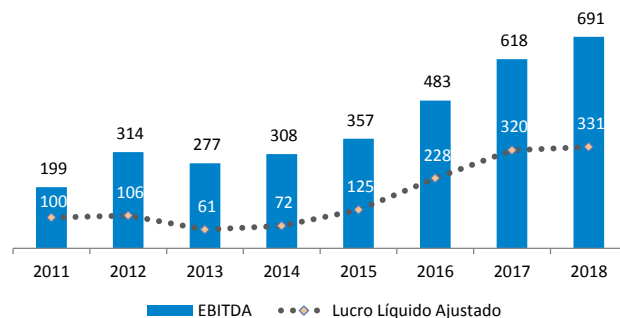
A despeito dos eventos registrados em 2018 no Brasil, com impacto nos negócios da empresa sobretudo na marca Fleury, os números de 2018 mostram tendência de continuidade de crescimento no consolidado.

## Indicadores de Rentabilidade e Retorno



Fonte: Fleury e Planner corretora

## Evolução EBITDA e Lucro Líquido



- **Dividendos:** Anúncio em fev/2019 de distribuição de R\$ 217,3 mi em dividendos referentes a 2018 que, somados aos JCP já pagos, totalizam R\$ 315,0 mi sobre o resultado de 2018, com payout de 95% e *dividend yield* de 4,8%.

## Visão Geral da Empresa

O Grupo Fleury é destaque na medicina e saúde do Brasil. São 187 unidades de atendimento das marcas Fleury Medicina e Saúde, a+ Medicina Diagnóstica, Weinmann Laboratórios, Labs a+, Clínica Felipe Mattoso e Diagnoson a+, que estão distribuídas em seis estados, além do Distrito Federal.



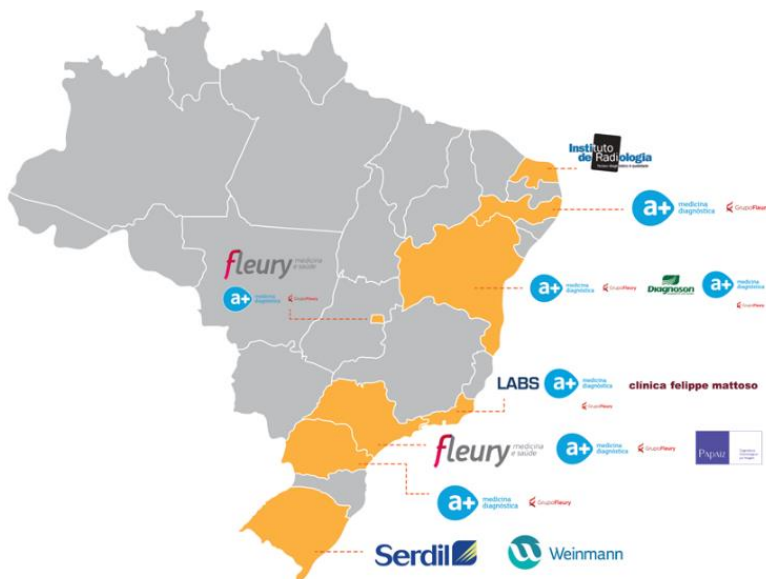
## Alguns destaques da governança corporativa do Grupo Fleury em 2018:

- Em 2018 se manteve no Ibovespa, encerrando na 47ª posição, com participação de 0,447% na carteira teórica e passou a integrar a carteira 2019 do ISE (Índice de Sustentabilidade Empresarial da B3) pelo 6º ano consecutivo, composta por apenas 30 empresas.
- Pelo segundo ano consecutivo, a marca Fleury foi contemplada no ranking Marcas Mais Valiosas do Brasil, realizado pela Interbrand. Segundo a metodologia desse estudo, o valor da marca é avaliado em R\$ 441 milhões, a 25ª mais valiosa do País, sendo a única empresa da área de saúde a integrar a lista.
- Listada pela oitava vez na categoria saúde pelo ranking do Guia Exame de Sustentabilidade.
- 1º lugar na categoria de laboratórios em premiação importante concedida pela revista Época em parceria com o portal Reclame Aqui, em uma pesquisa que envolveu 8 milhões de clientes do portal.
- Terceira posição como melhor marca do País em atendimento ao cliente, segundo nova edição do ranking organizado pelo Instituto Íbero-Brasileiro de Relacionamento com o Cliente (IBRC). No segmento de medicina diagnóstica a empresa ficou na primeira posição.

Alto nível de diferenciação para os clientes, medido por meio do **Net Promoter Score (NPS)**, que atingiu **76,8%**.

O conjunto desses avanços e reconhecimentos contribuiu para a empresa entregar um alto nível de diferenciação para seus clientes medido por meio do Net Promoter Score (NPS), que atingiu 76,8%.

## Locais de atuação:



Fonte: Fleury

Criada em maio de 2011, a marca a+ Medicina Diagnóstica consolida importantes laboratórios regionais adquiridos pela Companhia nas últimas décadas.



Posicionada nos segmentos intermediário-alto e intermediário, a marca tem como propósito oferecer uma experiência de qualidade na utilização de serviços de saúde.

## Marcas atuais:



O **Fleury** ocupa posição de liderança no segmento *Premium* de Medicina Diagnóstica, com a oferta de serviços diferenciados e de alta qualidade em Medicina e Saúde. Presente nos Estados de SP e DF, a marca possui foco de investimentos na área de P&D e na aplicação de tecnologia de ponta em toda a sua cadeia de negócios.



O laboratório **Weinmann** construiu toda a sua trajetória sempre investindo nos mais modernos equipamentos em Medicina Diagnóstica. A marca é hoje uma referência do setor no Rio Grande do Sul, com tradição, em exames laboratoriais.

### Laboratório de Referência

Operações Diagnósticas em Hospitais. O Grupo Fleury é parceiro de diversos e renomados hospitais para a realização de diagnósticos, tanto de análises clínicas quanto de imagem e outras especialidades, fornecendo informações diagnósticas de alto valor agregado para a condução dos trabalhos dos médicos dessas instituições. Atualmente, a companhia presta serviços em mais de 20 instituições hospitalares com as marcas a+ Medicina Diagnóstica, Fleury Medicina e Saúde e Weinmann.



### clínica felippe mattoso

Marca *Premium* no RJ, Clínica **Felippe Mattoso** é tradicional em exames de imagem, com mais de 50 anos no mercado. Desde 2012, a clínica incorporou em seu portfólio os serviços de análises clínicas, oferecendo aos clientes um diagnóstico completo.



Criada em maio de 2011, a **a+** traz a consolidação de importantes laboratórios regionais em diversas cidades brasileiras. Atualmente, a marca está presente nas seguintes localidades: BA, DF, PR, PB e SP. Por conta disso, a **a+** tem uma proposta de atendimento acolhedora e moderna.

### LABS a+ medicina diagnóstica

O **Labs a+** é o resultado da união das marcas Labs D'or, adquirida pelo Grupo Fleury em 2011, e a+ Medicina Diagnóstica. Com unidades distribuídas em diversas localidades do estado do Rio de Janeiro, a marca é líder em exames por imagem e também integra exames de análises clínicas, patologia clínica e anatomia patológica, com a mesma garantia de qualidade e profissionalismo.



A **Diagnoson** foi inaugurada em 1985 com a proposta de oferecer excelência em exames de imagem para a população de Salvador. Em 2011, a marca passou a oferecer também exames de análises clínicas por meio da a+ Medicina Diagnóstica. Dois anos depois, as duas marcas se uniram, e os clientes da Diagnoson a+ podem realizar todos os exames em um único lugar.

### Hospitais

O Laboratório de Referência Fleury realiza exames complexos e de ponta, estruturado para atender laboratórios, hospitais, clínicas e empresas de todo o Brasil. A área técnico-administrativa de 13.000 m<sup>2</sup>, inaugurada em 2001, em São Paulo, reúne uma moderna e bem aparelhada estrutura de laboratório de Patologia Clínica do Brasil e uma das melhores do mundo.



### Serdil Weinmann

Adquirida em 2017 pelo Grupo Fleury, a **Serdil** é uma empresa do segmento de exames de imagem da cidade de Porto Alegre - RS. Atua há 45 anos com diferenciação técnica, contando com amplo portfólio em diagnósticos de imagem e corpo clínico.



O **Instituto de Radiologia de Natal**, com mais de 50 anos de atuação, conta com um posicionamento de diferenciação técnica e de qualidade no mercado do RN. Adquirido em 2018 pelo Grupo Fleury, o IRN possui amplo portfólio em diagnósticos de imagem e um corpo clínico reconhecido na região.



Adquirida no final de 2012 pelo Grupo Fleury e pela Odontoprev, a **Papaiz** é uma empresa de radiologia odontológica especializada em diagnósticos por imagem e prestação de outros serviços no campo da odontologia. Suas unidades na Grande São Paulo são focadas na elaboração dos mais perfeitos e completos laudos e apoiadas em um atendimento de alto nível.

## Breve Histórico

1926 - O Fleury inicia suas atividades como laboratório de análises clínicas em São Paulo.

1951 - Primeiro laboratório do Brasil a ter um especialista em cada área da patologia clínica.

1982- Implantação de sistema informatizado para atendimento ao cliente.

1983 - Oferta dos primeiros exames de Centro Diagnóstico. Fleury torna-se o pioneiro na oferta de soluções de medicina integrada.

1994 - Implantação do sistema de código de barras para identificação segura de exames.

**1998** - Primeira empresa do mundo a disponibilizar resultados de exames na internet. Criação do Conselho de Administração, apoiando a evolução da governança corporativa.

**2001** - O Fleury inicia o processo de aquisições de marcas do setor. Em 10 anos, foram 27 aquisições, listadas abaixo, com objetivo de entrar em novas regiões, complementar mix de serviços e aumentar a base de conhecimento.

**2009** - Abertura de capital na BM&FBOVESPA, no segmento de Novo Mercado.

**2011** - Lançamento da a+ Medicina Diagnóstica. Aquisição do Labs D'Or. Inauguração da sede da Universidade Corporativa.

**2012** - Integração do Labs D'Or. Aquisição do Grupo Papaiz, em parceria com a Odontoprev. Fundação do Núcleo Multidisciplinar de Inovação, ponte entre os projetos de inovação e o planejamento estratégico de 15 anos (Grupo Fleury - 100 anos). Parceria com o MIT Media Lab. Branding do Grupo Fleury.

**2015** - Médicos sócios concluíram a venda de suas ações, equivalentes a 13,0% do capital social da Grupo Fleury, para a Advent International. A partir dessa operação, a Companhia passou a ter uma nova estrutura societária.

**2016** - A marca Fleury Medicina e Saúde, que deu origem ao Grupo Fleury, completa 90 anos.

**2017** - Advent International aliena 100% das ações que detinha da Companhia.

**2018** - Aquisição de 100% da Lafe Serviços Médicos Ltda ("Lafe"), Santécop Holding Ltda e Instituto de Radiologia de Natal Ltda. ("IRN").

Acionistas	
Tipo	ON
Bradseg Participacoes Ltda.	16,21%
Integritas Participacoes S.A.	11,87%
Celso Francisco Hernandez Granato	1,05%
Maria Lucia Cardoso G. Ferraz	1,02%
Data 07/01/2019	
<b>Free Float</b>	<b>98,06%</b>

Fonte: Planner e Econômatica

## Setor de Saúde no Brasil

O setor de saúde e a sua cadeia de valor são extremamente complexos. Na teoria, pautam-se pelo princípio elementar de cuidar do ser humano e atuar baseado na ética. Entretanto, na prática, desenvolvem-se a partir das dinâmicas e dos interesses particulares de cada um dos agentes envolvidos nesse setor.

O plano de saúde é o terceiro principal desejo do brasileiro, depois de educação e casa própria, segundo o Datafolha. Ao longo das décadas, assim como todo o conjunto da saúde, esse segmento cresceu de forma gigantesca. Quase 1/4 da população brasileira é beneficiária da saúde suplementar.

### O setor de saúde no Brasil é dividido em público e privado.

- O setor público de saúde oferece gratuitamente assistência à saúde a todos os cidadãos brasileiros de acordo com a Constituição Brasileira, por meio do SUS.
- O setor privado de saúde, também chamado de setor de saúde suplementar, compreende uma variedade de participantes, incluindo operadoras de planos de saúde, prestadores de serviços e clientes particulares.

O setor de saúde suplementar pode ser dividido principalmente em prestadores de serviços e operadoras de planos de saúde.

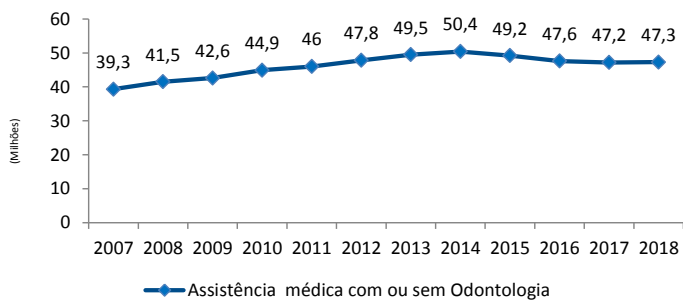
- **Prestadores de serviços:** hospitais, médicos, clínicas médicas, laboratórios de análises clínicas e centros de diagnósticos por imagem.
- **Operadoras de planos de saúde:** cooperativas médicas, instituições filantrópicas, operadoras de autogestão, seguradoras especializadas em saúde e medicinas de grupo.
- **Algumas características do setor de saúde suplementar:** a) dependência do mercado de trabalho e da renda das famílias, o que influencia os gastos dos clientes do setor de saúde suplementar.

O mercado privado de medicina diagnóstica está concentrado nos principais centros econômicos brasileiros, com mais de 62% deste segmento concentrado na região sudeste. Trata-se de um setor ainda fragmentado no Brasil, existindo cerca de mil operadoras que ofertam plano de saúde.

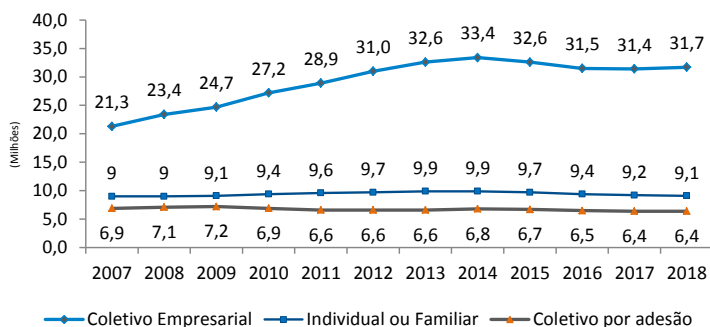
A regulamentação vigente garante ao paciente um rol mínimo de procedimentos e exames, busca pela melhor contratação entre prestadoras e operadoras, além de impor níveis de qualidade a serem atendido pelas operadoras.

No gráfico abaixo observa-se uma redução no número de beneficiários a partir de 2014 quando o processo recessivo na economia brasileira e o desemprego ficaram mais evidentes.

**Beneficiários de planos privados de assistência à saúde - Brasil (2007-2018)**



**Beneficiários de planos de assistência médica por tipo de contratação do plano (Brasil – 2007-2018)**

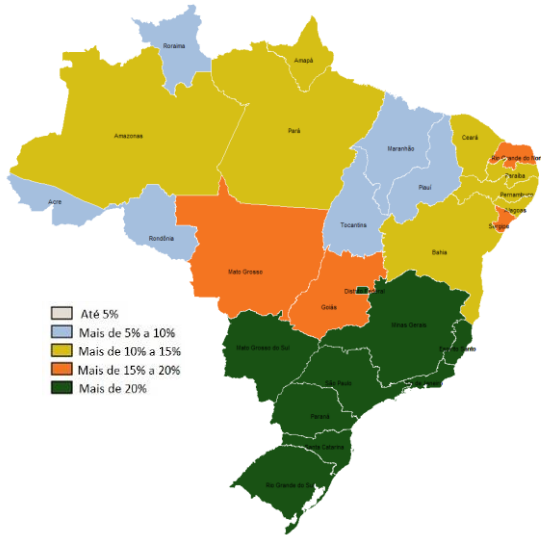


Fonte: SIB/ANS/MS -01/2019

A curva de beneficiários de planos de assistência médica por tipo de contratação do plano foi mais afetada exatamente nos planos empresariais, mostrando o efeito da crise na economia. Outro efeito que deve ser acompanhado para efeito de análise do setor é a migração de planos de assistência médica mais completos para outros com serviços de menor abrangência ou seja, planos mais simples. Neste caso, os negócios das empresas como um todo, acabam sofrendo algum impacto.

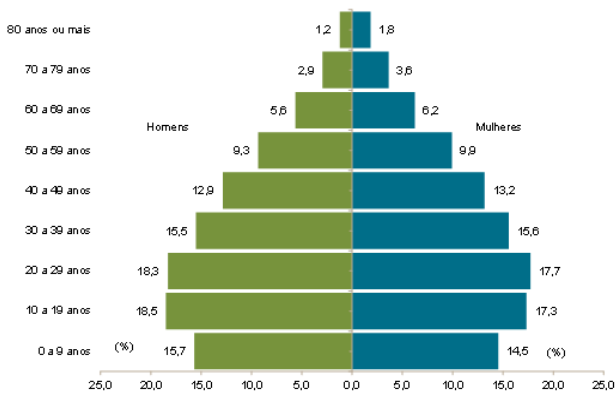
Taxa de cobertura dos planos privados de assistência médica por unidades da federação (Brasil – janeiro/2019)

As regiões Sul e Centro-Oeste concentram a maioria da cobertura dos Planos Privados de saúde, enquanto as regiões Norte e Nordeste ainda esboçam menores números no país.



Fonte: SIB/ANS/MS - 01/2019 e População - IBGE/2012

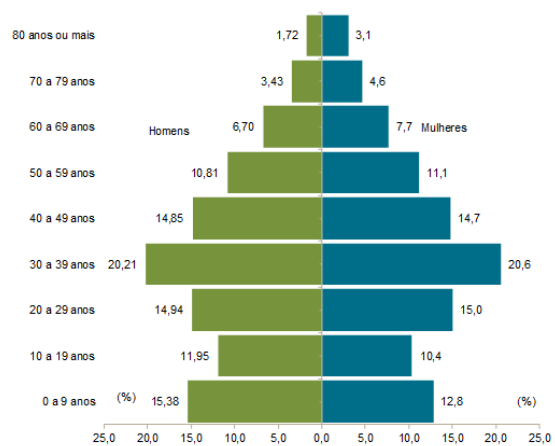
Pirâmide da estrutura etária da população (Brasil - 2012)



Fonte: População - IBGE/DATASUS/2012

Pirâmide da estrutura etária dos beneficiários de planos

Privados de assistência médica (Brasil - dezembro/2018)



Fonte: SIB/ANS/MS - 01/2019

Por fim, a pirâmide acima nos mostra que há uma mudança na expectativa de vida da população, com o aumento da população mais velha, premissa importante para o negócio da empresa. Após avaliação de todos os aspectos, acreditamos que FRLY3 é uma opção atrativa e recomendamos Compra para ação.

## Parâmetros do Rating da Ação

Nossos parâmetros de rating levam em consideração o potencial de valorização da ação, do mercado, aqui refletido pelo Índice Bovespa, e um prêmio, adotado neste caso como a taxa de juro real no Brasil, e se necessário ponderação do analista. Dessa forma teremos:

**Compra:** Quando a expectativa do analista para a valorização da ação for superior ao potencial de valorização do Índice Bovespa, mais o prêmio.

**Neutro:** Quando a expectativa do analista para a valorização da ação for em linha com o potencial de valorização do Índice Bovespa, mais o prêmio.

**Venda:** Quando a expectativa do analista para a valorização da ação for inferior ao potencial de valorização do Índice Bovespa, mais o prêmio.

## EQUIPE

Mario Roberto Mariante, CNPI\*  
mmariante@plannercorretora.com.br

Luiz Francisco Caetano, CNPI  
lcaetano@plannercorretora.com.br

Victor Luiz de Figueiredo Martins, CNPI  
vmartins@plannercorretora.com.br

Ricardo Tadeu Martins, CNPI  
rmartins@planner.com.br

## DISCLAIMER

Este relatório foi preparado pela Planner Corretora e está sendo fornecido exclusivamente com o objetivo de informar. As informações, opiniões, estimativas e projeções referem-se à data presente e estão sujeitas às mudanças como resultado de alterações nas condições de mercado, sem aviso prévio. As informações utilizadas neste relatório foram obtidas das companhias analisadas e de fontes públicas, que acreditamos confiáveis e de boa fé. Contudo, não foram independentemente conferidas e nenhuma garantia expressa ou implícita, é dada sobre sua exatidão. Nenhuma parte deste relatório pode ser copiada ou redistribuída sem prévio consentimento da Planner Corretora de Valores.

O presente relatório se destina ao uso exclusivo do destinatário, não podendo ser, no todo ou em parte, copiado, reproduzido ou distribuído a qualquer pessoa sem a expressa autorização da Planner Corretora.

As opiniões, estimativas, projeções e premissas relevantes contidas neste relatório são baseadas em julgamento do(s) analista(s) de investimento envolvido(s) na sua elaboração ("analistas de investimento") e são, portanto, sujeitas a modificações sem aviso prévio em decorrência de alterações nas condições de mercado.

Declarações dos analistas de investimento envolvidos na elaboração deste relatório nos termos do art. 21 da Instrução CVM 598/18:

O(s) analista(s) de investimento declara(m) que as opiniões contidas neste relatório refletem exclusivamente suas opiniões pessoais sobre a companhia e seus valores mobiliários e foram elaboradas de forma independente e autônoma, inclusive em relação à Planner Corretora e demais empresas do Grupo.