

## Fleury (FLRY3 – Compra)

### Rápida adequação aos problemas da pandemia

Revisamos as projeções para a Fleury com base nos resultados mais recentes (1T20) e no cenário apresentado para os próximos trimestres, contemplando a pandemia do coronavírus e seu impacto sobre os negócios do setor e do Grupo Fleury. A despeito das limitações enfrentadas e a quebra do ritmo de expansão observado nos anos anteriores, seguimos acreditando na retomada do crescimento da companhia, no pós-pandemia. Com base nas premissas adotadas, nosso preço justo para a ação é de R\$ 29,00, representando uma valorização potencial de 16,4% sobre a última cotação de fechamento. Seguimos com recomendação de COMPRA.

#### Principais destaques do 1T20/1T19:

- A empresa iniciou de ano bastante positiva, superando as expectativas nos dois primeiros meses. No entanto, a perda nos negócios com a pandemia gerou redução de 7,5% no número de exames e procedimentos no 1T20 e queda total de 5,2% em relação ao 1T19, se considerado o B2B.
- O isolamento social exigiu uma rápida adaptação nas operações do Grupo Fleury, com a intensificação de serviços como o atendimento móvel com ampliação de rotas e portfólio, incluindo o início da oferta de exames de ultrassonografia. Adotou também o uso da telemedicina, exames agendados via check in digital e drive thru para exames de análises clínicas nas unidades de atendimento, etc.
- No 1T20, 18% dos exames agendados foram atendidos dentro do modelo de check-in digital, com as 10 maiores operadoras clientes já aceitando pedidos médicos de exames em formato digital. O serviço móvel registrou aumento de 21% no 1T20.
- Mesmo com algumas limitações para o atendimento à demanda, a receita líquida cresceu 1,9%, somando R\$ 713,9 milhões no 1T20, contra R\$ 700,6 milhões no 1T19, reflexo de melhora no mix de serviços, bom desempenho do B2B (+4,8%) e crescimento na marca a+ São Paulo e nas regionais. Por outro lado, a margem bruta caiu de 30,6% em 2019 para 26,3% no 1T20, com destaque para o custo com pessoal e médicos (49,3% do total no 1T20).
- O lucro líquido caiu de R\$ 92,6 milhões para R\$ 52,7 milhões (-36,6%) e a margem líquida ficou em 8,2% em comparação a 13,2% no 1T19.
- Em março a dívida líquida era de R\$ 888,6 milhões, (+ 67,7% s/ o 1T19), equivalente a 1,1x o EBITDA 12M. A empresa realizou três captações de dezembro a abril, somando R\$ 1,05 bilhão, para fazer frente às necessidades de caixa. Foi decidido também pela postergação do pagamento de dividendos para meados de dez/2020.
- O Grupo Fleury segue priorizando a transição digital iniciada em 2019, se adaptando às exigências de maior integração entre laboratórios, clínicas e hospitais, rapidez nos resultados, comodidade para os pacientes, etc.
- Em out/2016, a Companhia divulgou um plano de expansão orgânico, visando à abertura de 73 a 90 novas unidades de atendimento até 2021. Até o 1T20 foram inauguradas 54 unidades, (74% do ponto inferior da projeção). Além das 54 unidades inauguradas, o Grupo Fleury também realizou seis aquisições de marcas de medicina diagnóstica, adicionando

Mario R. Mariante, CNPI

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

+55 11 2172-2561

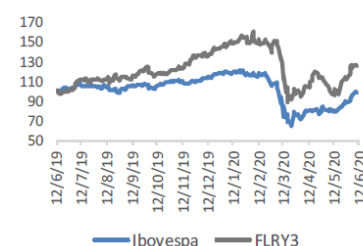
[kborges@planner.com.br](mailto:kborges@planner.com.br)

+55 11 2172-2562

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

Código	FRLY3		
<b>Recomendação</b>	<b>COMPRA</b>		
Cotação atual (R\$)	<b>24,91</b>		
Preço justo (R\$/ação)	<b>29,00</b>		
Potencial (%)	<b>16,4</b>		
Var. 52 sem. (Min/Max)	<b>33,38</b>		
<b>Dados da Ação</b>			
Total de ações (mm)	316,8		
Ações Ordinárias (%)	100,0		
Free Float (%)	59,5		
mês) (R\$ mm)	21,7		
mm)	7.891		
<b>Desempenho da Ação</b>			
	<b>2020</b>		
FLRY3	-16,4%		
Ibovespa	-19,8%		
<b>Principais Múltiplos</b>			
	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
P/L	30,2	29,1	19,5
Cot./VPA (x)	5,4	4,4	3,7
Ret. s/ Patr. Liq.	17,9%	15,2%	20,6%
Lucro Líquido (R\$ mm)	313	271	405

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



Fonte: Economatica e Planner Corretora

mais 72 novas unidades ao portfólio de marcas, sendo 38 unidades em regiões onde já possuía operação e 34 unidades em novas regiões.

- A expectativa é de retomada gradual dos negócios, à medida que a flexibilização para a reabertura do mercado avance. Mesmo assim, a volta dos resultados à normalidade deverá ficar para o próximo ano.

#### Resumo dos resultados projetados:

##### FLEURY (FLRY3) - Resumo dos Resultados Projetados (2020-2024)

R\$ milhões	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
<b>Receita Líquida</b>	<b>2.383</b>	<b>2.664</b>	<b>2.905</b>	<b>3.033</b>	<b>3.318</b>	<b>3.418</b>	<b>3.522</b>	<b>3.629</b>
<b>Lucro Bruto</b>	<b>736</b>	<b>809</b>	<b>888</b>	<b>797</b>	<b>995</b>	<b>1.026</b>	<b>1.057</b>	<b>1.089</b>
Despesas Operacionais	(259)	(305)	(328)	(338)	(370)	(381)	(392)	(404)
<b>Resultado Operacional (EBIT)</b>	<b>477</b>	<b>503</b>	<b>560</b>	<b>459</b>	<b>626</b>	<b>645</b>	<b>664</b>	<b>684</b>
Resultado Financeiro	(49)	(52)	(134)	(90)	(74)	(50)	(31)	(10)
<b>Resultado Antes dos Impostos</b>	<b>428</b>	<b>451</b>	<b>427</b>	<b>369</b>	<b>552</b>	<b>594</b>	<b>633</b>	<b>674</b>
<b>Resultado Líquido</b>	<b>321</b>	<b>332</b>	<b>313</b>	<b>271</b>	<b>405</b>	<b>437</b>	<b>465</b>	<b>495</b>
Margem Bruta	30,9%	30,3%	30,6%	26,3%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Margem EBIT	20,0%	18,9%	19,3%	15,1%	18,9%	18,9%	18,9%	18,9%
Margem Líquida	13,5%	12,4%	10,8%	8,9%	12,2%	12,8%	13,2%	13,6%
<b>Patrimônio Líquido</b>	<b>1.707</b>	<b>1.750</b>	<b>1.759</b>	<b>1.815</b>	<b>2.119</b>	<b>2.446</b>	<b>2.795</b>	<b>3.167</b>
LPA	1,02	1,05	0,99	0,86	1,28	1,38	1,47	1,56
P/L (x)	26,1	17,5	30,2	29,1	19,5	18,1	17,0	15,9
Ret. s/ Patr. Líquido Médio	-	19,2%	17,9%	15,2%	20,6%	19,1%	17,8%	16,6%
Base Acionária (milhões)	315	316	317	317				
Cotação de Fechamento	26,57	18,36	29,79	<b>24,91</b>				

Fonte: Fleury e Planner Corretora

#### Principais premissas adotadas:

Para este 2T20, projetamos ainda um cenário de dificuldades para a companhia, considerando os gargalos gerados pelo afastamento social desde março, os quais ainda exigirão ajustes nas operações, à medida que voltarmos à normalidade. Com isso, mesmo considerando a retomada da atividade econômica a partir do início do segundo semestre, acreditamos que as margens operacionais ainda seguirão abaixo dos níveis históricos.

**Margem bruta** - A margem bruta sofreu maior impacto pelo custo com pessoal, aluguéis, etc. Consideramos para este ano, o mesmo nível de margem registrado no 1T20, embora a empresa tenha tomado medidas para reduzir o peso destes custos.

**Despesas operacionais** - Assim como nos custos, as despesas operacionais foram impactadas pela redução abrupta da demanda. Grande parte das despesas operacionais são fixas e, portanto, perderam eficiência, uma vez que a Companhia estava preparada para um volume muito maior do que o realizado na segunda quinzena de março.

A dívida líquida aumentou 49,5% no período 1T20, o que resultará em aumento dos juros projetados, a despeito do custo mais baixo em relação a períodos passados.

Os investimentos também seguem em ritmo moderado, considerando ainda um grau de incertezas para a segunda metade de 2020.

## Resumo dos Resultados do 1T20

A receita operacional líquida somou R\$ 713,6 milhões no 1T20, crescimento de 1,9% sobre os R\$ 700,6 milhões do 1T19. Vale lembrar que a atividade da Fleury não apresenta sazonalidade significativa entre os trimestres. No 1T20, as unidades de atendimento representaram 84% da receita bruta.

Em função da pandemia da COVID-19, houve redução relevante nas consultas médicas eletivas e, conseqüentemente, postergação da maior parte dos serviços diagnósticos. Por outro lado, as operações B2B cresceram 4,8% no trimestre e se mantiveram estáveis em 16% da receita consolidada. Isso é um reflexo do aumento expressivo da receita bruta por exame, (+6,5% no período), tendo como reação um forte volume de exames RT-PCR para o diagnóstico do novo coronavírus, realizado nos hospitais parceiros e que apresentam maior ticket médio.

### Fleury - Resumo dos Resultados do Trimestre

R\$ milhões	1T19	1T20	Var. %
<b>Receita Líquida</b>	<b>700,6</b>	<b>713,9</b>	<b>1,9</b>
<b>Lucro Bruto</b>	<b>223,2</b>	<b>187,6</b>	<b>-15,9</b>
Despesas Operacionais	(71,9)	(78,9)	9,7
<b>Resultado Operacional (EBIT)</b>	<b>151</b>	<b>109</b>	<b>-28,2</b>
Resultado Financeiro	(24,6)	(28,8)	17,1
<b>Resultado Antes dos Impostos</b>	<b>126,8</b>	<b>79,9</b>	<b>-37,0</b>
<b>Resultado Líquido</b>	<b>92,6</b>	<b>58,7</b>	<b>-36,6</b>
Margem Bruta	31,9%	26,3%	
Margem EBIT	21,6%	15,2%	
Margem Líquida	13,2%	8,2%	

Fonte: Fleury

Pesaram sobre o resultado final, o aumento de 10,1% dos custos operacionais no 1T20 e 9,7% nas despesas operacionais, sobre o 1T19. A explicação vem do peso relevante da base fixa de custos, concentrada em pessoal, lembrando que o Grupo Fleury conta com mais de 10 mil colaboradores e 2 mil médicos e tem ainda elevadas despesas com aluguéis de unidades. Com isso, o lucro líquido ficou em R\$ 58,7 milhões, redução 36,6% em relação ao 1T19. A margem líquida foi 8,2% em comparação a 13,2%.

O EBITDA atingiu R\$ 195,9 milhões no trimestre, com redução de 16,7% e margem de 27,4%. O EBITDA, excluindo os efeitos do IFRS 16, portanto, considerando os custos e despesas com aluguéis, atingiu R\$ 153,9 milhões, apresentando redução de 21,7% e margem de 21,6%.

**Fluxo de caixa operacional** – A geração de caixa operacional foi positiva em R\$ 131,3 milhões no trimestre, aumento de 20%, decorrente da melhora no capital de giro, com melhora no prazo médio de recebimento, atingindo 65 dias, impactando as contas a receber. Destaque para o saldo de R\$ 574 milhões em recebíveis. Destes, 88% são ainda saldos a vencer.

**Endividamento e Reforço da posição de caixa** – Captação de R\$ 150 milhões, por meio de cédula de crédito bancário no mês de março. Em abril ocorreu a primeira emissão de notas promissórias comerciais, no valor de R\$ 400 milhões. A alavancagem se manteve em patamares baixos, com indicadores de dívida líquida EBITDA de 1,1x, mas a dívida líquida cresceu 67,7% no período com as captações.

**Investimentos** - A companhia reduziu os desembolsos em 15,8% no 1T20, passando de R\$ 48,1 milhões no 1T19 para R\$ 40,7 milhões no 1T20. A redução reflete principalmente a diminuição dos investimentos com a abertura de novas unidades de atendimento e troca de equipamentos.

Com a Telemedicina, cadastramento de mais de **2 mil médicos** no primeiro mês de uso.

**Adequação da estrutura x salários** – Redução de 25% do salário em todas as áreas da companhia. Exceto a área de digital, as áreas de processamentos de exames ligados ao COVID e a área de hospitais.

**Revisão de contratos** – Pelo fato de 90% de seu pessoal estar em home office, a companhia iniciou um ajuste nos contratos de aluguel, com redução em mais de 60% dos imóveis locados. Além disso, a pandemia deverá modificar a sua forma de operação, com algumas áreas não retornando para o sistema corporativo e passando para serviços compartilhados; e outras de home office para home working.

**Desempenho Operacional no 1T20 sobre o 1T19:**

**Redução de 5,6% no número de atendimentos orgânico somando 1,2 milhão** - A queda reflete os impactos do distanciamento social, a partir da segunda quinzena do mês de março, com diminuição de consultas médicas eletivas e consequente postergação de serviços diagnósticos.

O volume de exames orgânico atingiu 11,4 milhões, redução de 3,4% no trimestre, em linha com a redução no número de atendimentos.

Apesar destas reduções, o indicador do número de exames por atendimento continua apresentando crescimento, atingindo aumento de 2,3%, com 9,7 exames por atendimento. De 01/janeiro até o início da pandemia, o número de exames nas Unidades de Atendimento, mostrou crescimento de 16,3%.

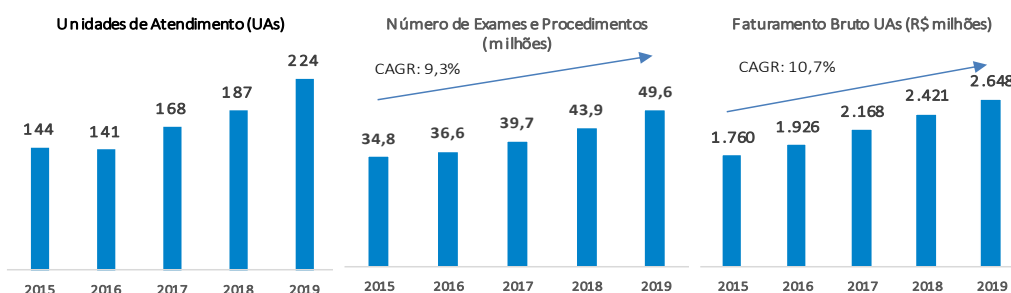
Houve intensificação da oferta do atendimento móvel, (coleta de exames de análises clínicas na casa do cliente, em todas as marcas). O atendimento móvel também apresentou aumento na participação da receita. Considerando apenas a receita de análises clínicas das marcas, 11,6% já são gerados pelo atendimento móvel, aumento de 2,3 p.p em relação ao 1T19. A marca Fleury também continua apresentando forte crescimento.

O Grupo Fleury registrou taxas de crescimento expressivas nos últimos anos, resultado de uma decisão de crescimento orgânico e aquisições estratégicas em várias regiões do país. Com isso, as taxas de crescimento médio anual foram expressivas tanto em termos de exames e procedimentos quanto e faturamento.

No orgânico, redução de **5,6%** em atendimentos e **3,4%** em exames.

No 1T20 o atendimento móvel cresceu **21,0%**, sendo que na marca a+ São Paulo o aumento foi de **73,0%**.

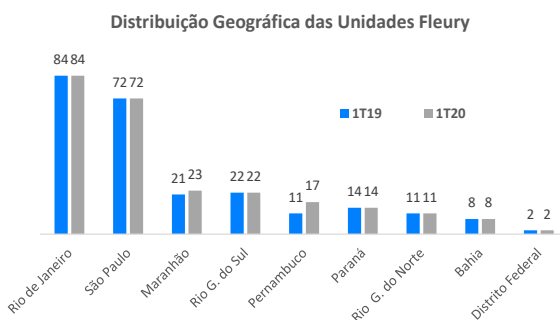
**Grupo Fleury - Evolução dos Negócios nas Unidades de Atendimento (2016 a 2019)**



Obs: Compound Annual Growth Rate - CAGR ou Taxa de Crescimento Médio Anual Composta.

## Estrutura atual do Grupo Fleury

O Grupo Fleury tem por objetivo a prestação de serviços médicos na área de diagnósticos, tratamentos, análises clínicas, gestão de saúde e medicina assistencial. A companhia realiza suas atividades por meio de 253 unidades de atendimento e 30 operações em Hospitais, conforme segue:



Estado	Marcas
Rio de Janeiro	Labs a+ / Felipe Mattoso / Lafe
São Paulo	Fleury / a+ SP / Campana
Maranhão	Inlab
Rio G. do Sul	Weinman / Serdil
Pernambuco	a+ Diagmax
Paraná	a+
Rio G. do Norte	RN ; CPC
Bahia	Diagnoson a+
Distrito Federal	Fleury

Fonte: Fleury

## Principais linhas de serviços do Grupo Fleury

- **Medicina Diagnóstica:** Realização de exames laboratoriais e de imagem para clientes que são atendidos nas unidades de atendimento própria do Grupo Fleury.
- **Medicina Integrada:** Destinada aos hospitais que integram serviços diagnósticos com corpo clínico especializado e realização de exames voltados às análises clínicas, fornecendo informações diagnósticas de alto valor agregado aos médicos dessas instituições.
- Também contempla os serviços de **checkup**, LARE - Laboratório de Referência e gestão de saúde.
- **Dental:** Exames odontológicos por imagem realizados pela controlada em conjunto Papaiz.

## 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@planner.com.br

Karoline Sartin Borges  
kborges@planner.com.br

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

Victor Luiz de Figueiredo Martins, CNPI  
vmartins@planner.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.