

# Tese de Investimento

Grupo Fleury (FLRY3)

**Piuzana Capital – UFMG**

Danton Jota

Felipe Santos

Jéssica Torres

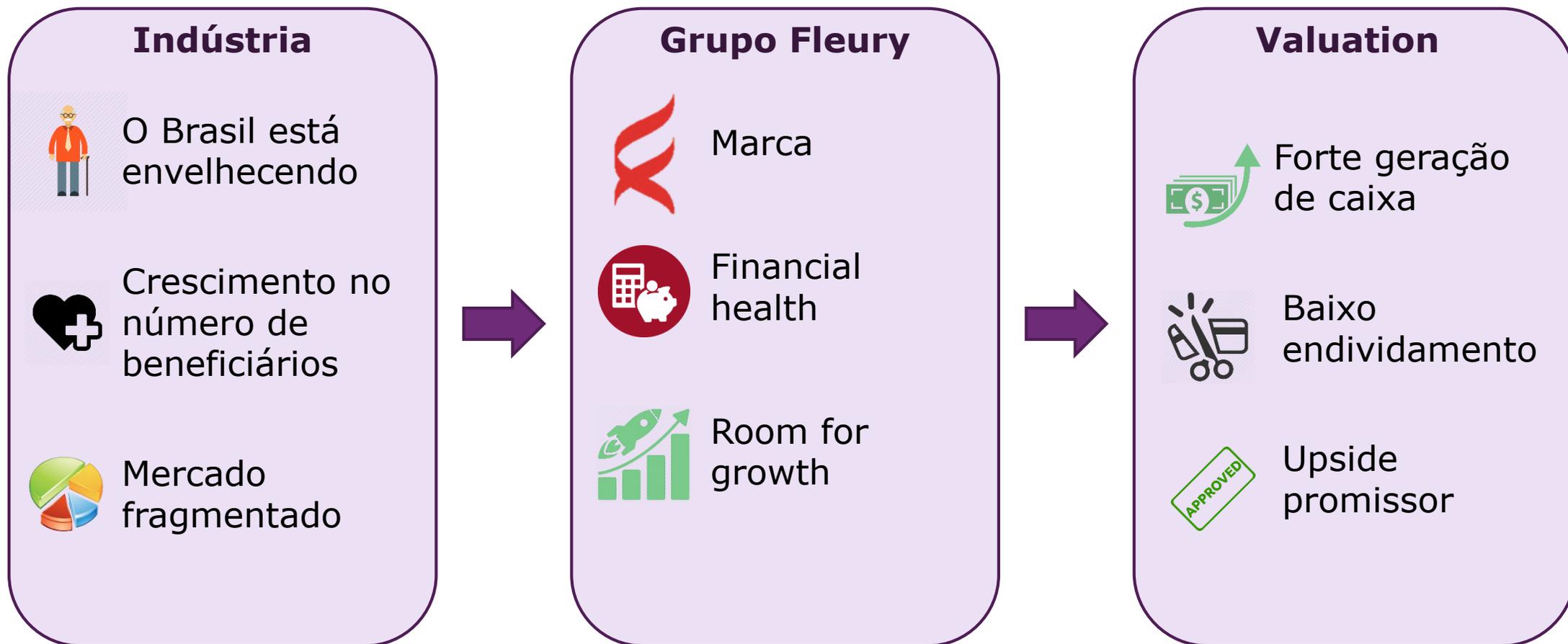
João Rodarte

Você seria sócio do Grupo Fleury? Por quê?

---

# Você seria sócio do Grupo Fleury? Por quê?

# SIM



Recomendação

Saúde  
Suplementar

Medicina  
Diagnóstica

Grupo Fleury

SWOT

Análise  
Financeira e  
Valuation

## Saúde Suplementar no Brasil

---

# Saúde Suplementar

Recomendação

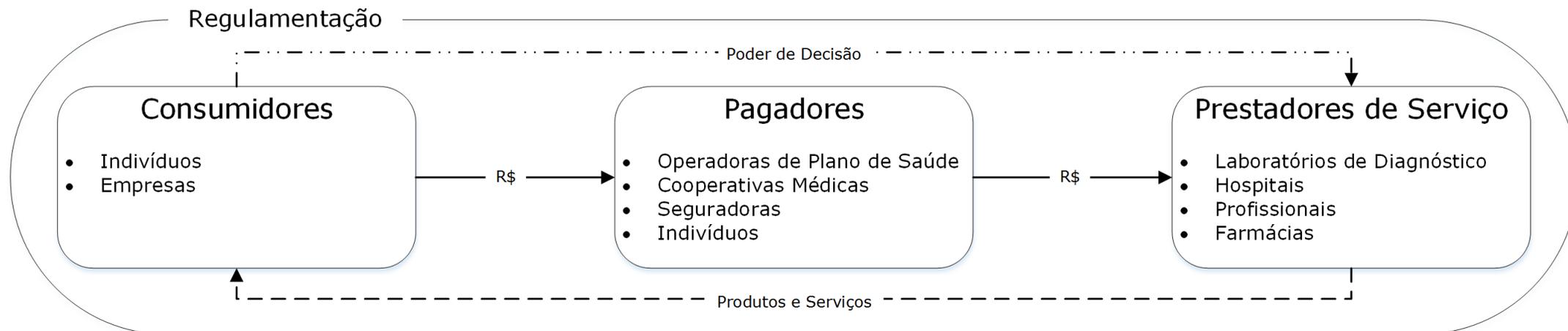
Saúde Suplementar

Medicina Diagnóstica

Grupo Fleury

SWOT

Análise Financeira e Valuation



## Drivers de demanda

### Idade

- Envelhecimento da população
- Aumento da expectativa de vida
- Aumento dos gastos com saúde com o envelhecimento

### Aumento da renda e formalização do emprego

- Aumento do número de vidas cobertas em ambas as modalidades

### Número de vidas cobertas

- Vidas cobertas por região
- Penetração dos planos de saúde

### Cobertura dos planos de saúde

- Rol de Procedimentos e Eventos

### Priorização da saúde nos gastos familiares

# A proporção de idosos no Brasil irá dobrar até 2030

Recomendação

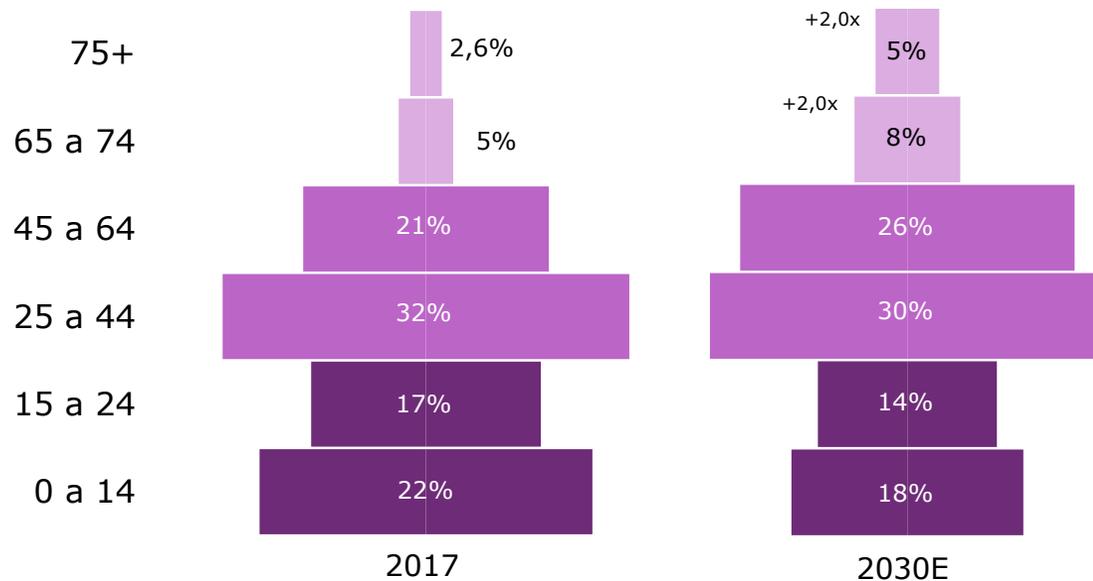
Saúde  
Suplementar

Medicina  
Diagnóstica

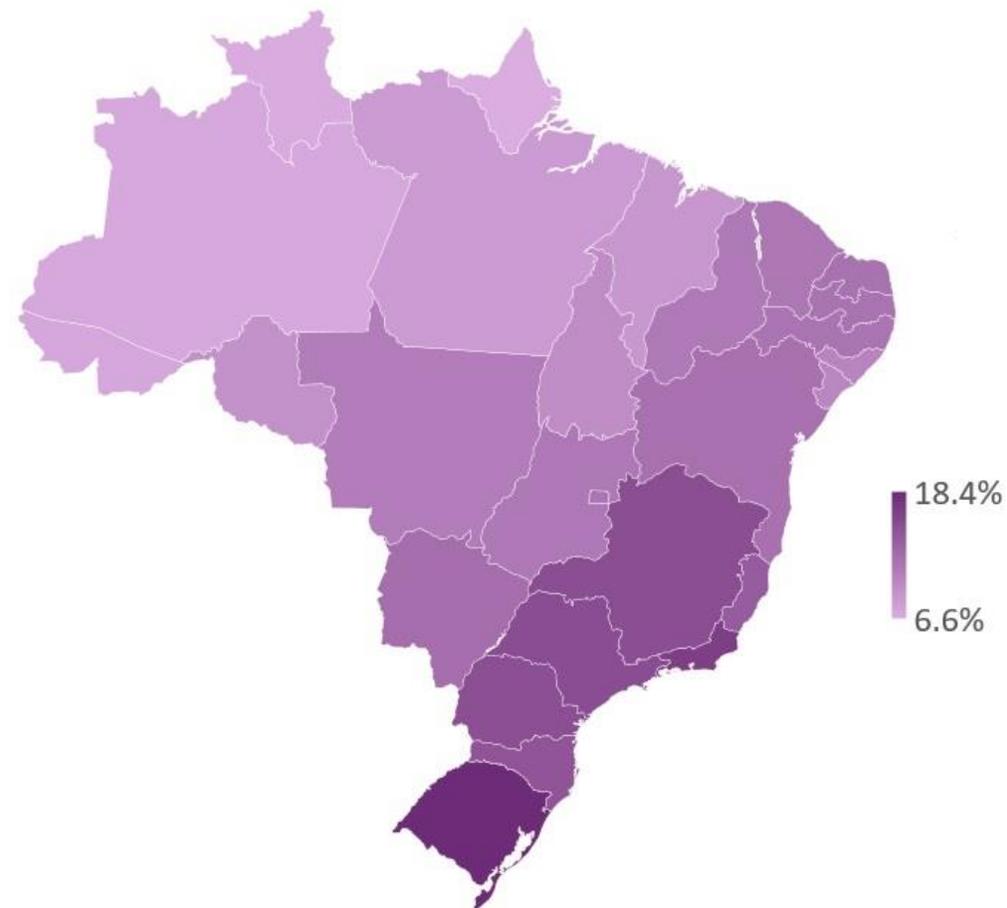
Grupo Fleury

SWOT

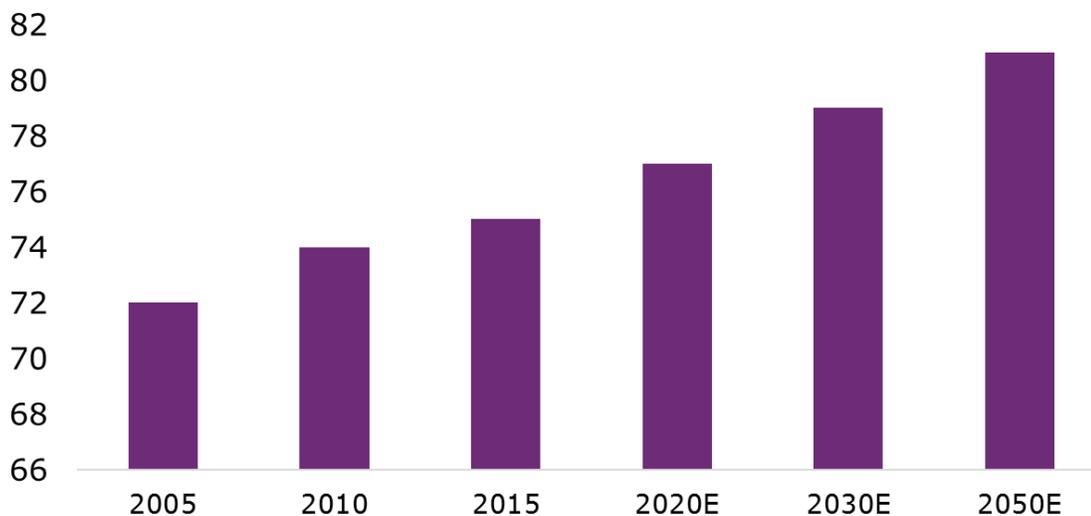
Análise  
Financeira e  
Valuation



**Proporção de pessoas com idade > 65 anos em 2030**  
% por UF



**Esperança de vida ao nascer**  
Anos (Barras)



# O aumento da formalização do emprego resulta em mais vidas cobertas

Recomendação

Saúde Suplementar

Medicina Diagnóstica

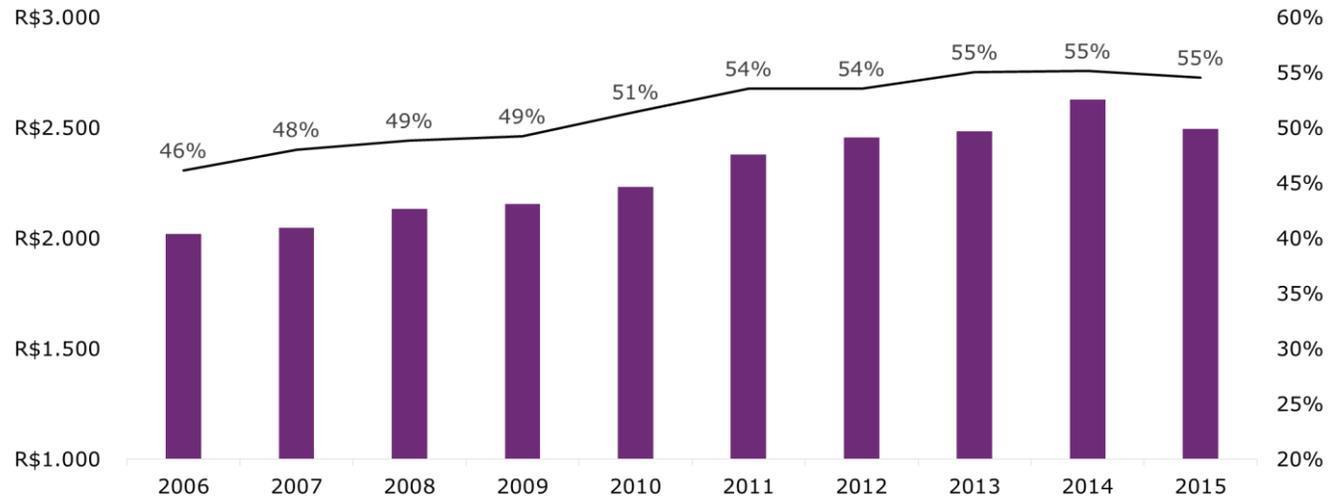
Grupo Fleury

SWOT

Análise Financeira e Valuation

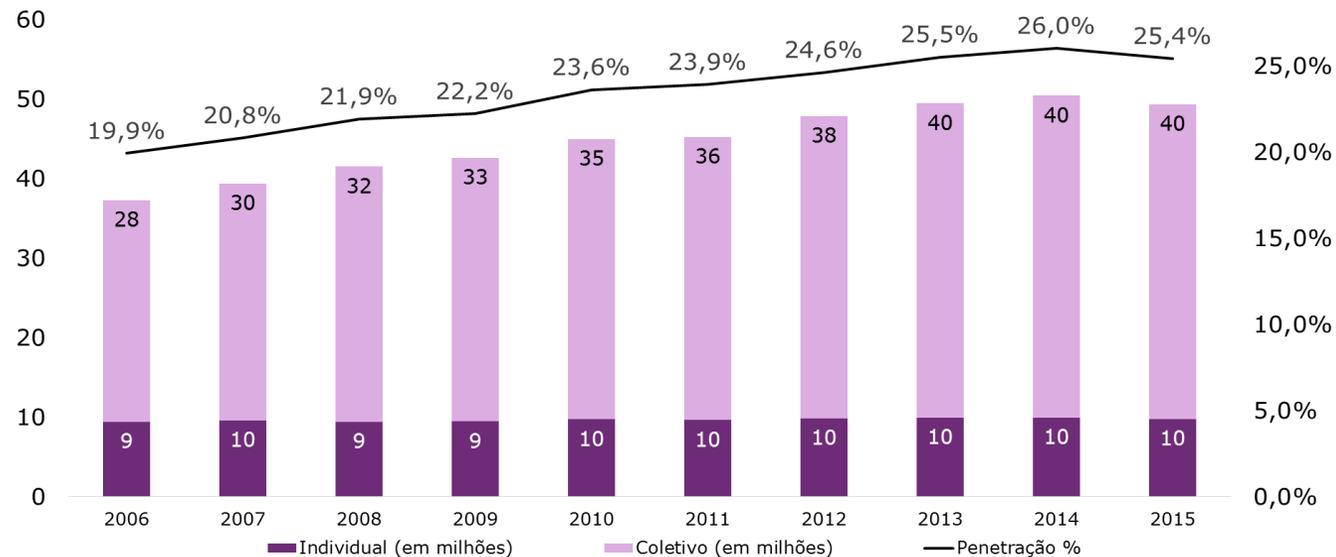
## Crescimento da Renda Mensal Real e da Formalização do emprego

Rendimento médio (Barras) | Empregos formais (Linha)



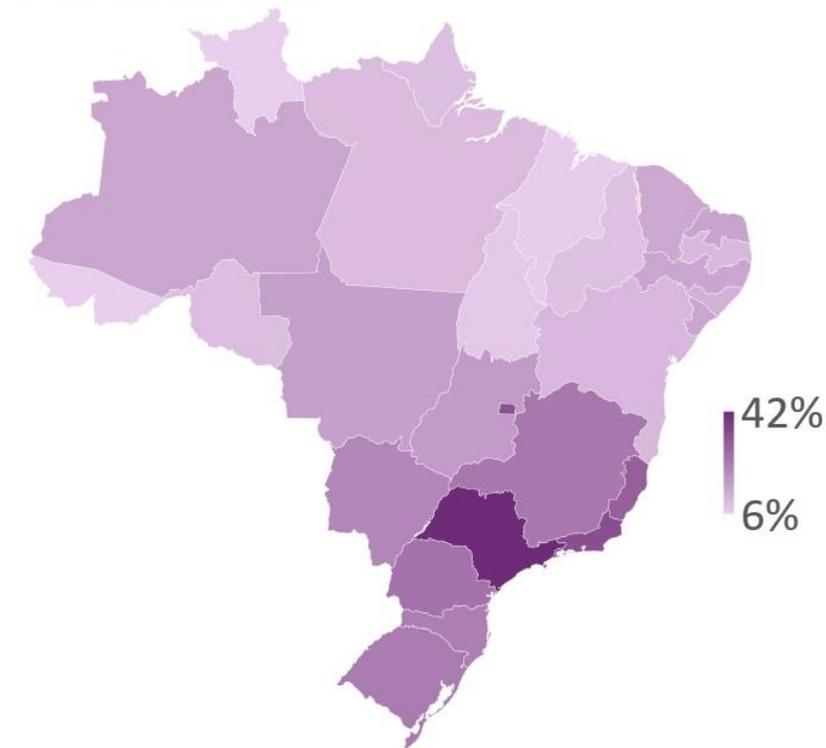
## Penetração e população coberta por tipo de contratação

Número de pessoas cobertas (Barras) | Penetração (Linha)



## Penetração das operadoras por UF

% de vidas cobertas



## Mercado de medicina diagnóstica

---

# Os principais *players* detêm 35% do *market share*

Recomendação

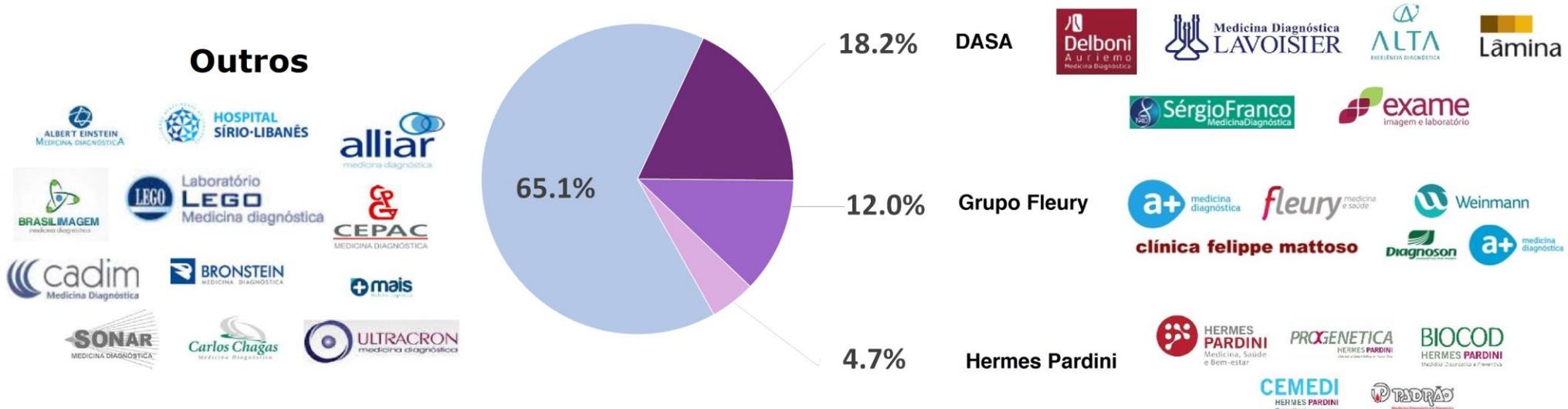
Saúde Suplementar

Medicina Diagnóstica

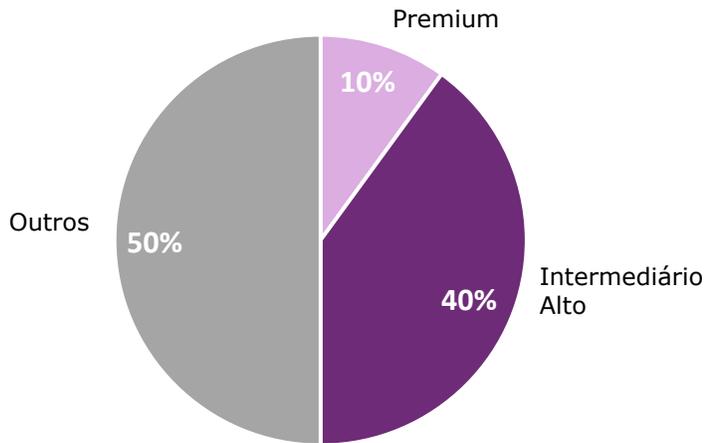
Grupo Fleury

SWOT

Análise Financeira e Valuation

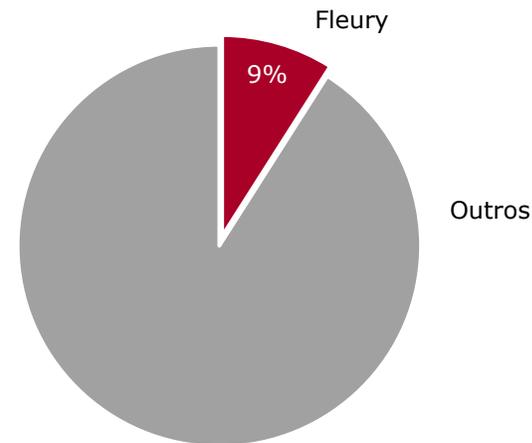


## Segmentos *Premium* e *Intermediário alto* representam metade do mercado de Saúde Suplementar de São Paulo



## *Room for Growth*

Fatia do mercado intermediário alto de São Paulo



# Concentração do mercado tende a aumentar

- Quem escolhe não é quem paga
- Ganhos em economia de escala
- Barreiras para novos entrantes
  - Credenciamento
  - Alto Capex inicial
- Fee for performance pune os menos eficientes

- Histórico recente de aquisições (2011 – 2016)

**REDE DOR** → Santa Luzia e Ns. Sra. Lourdes

**Amil** → Previlab e Lincx

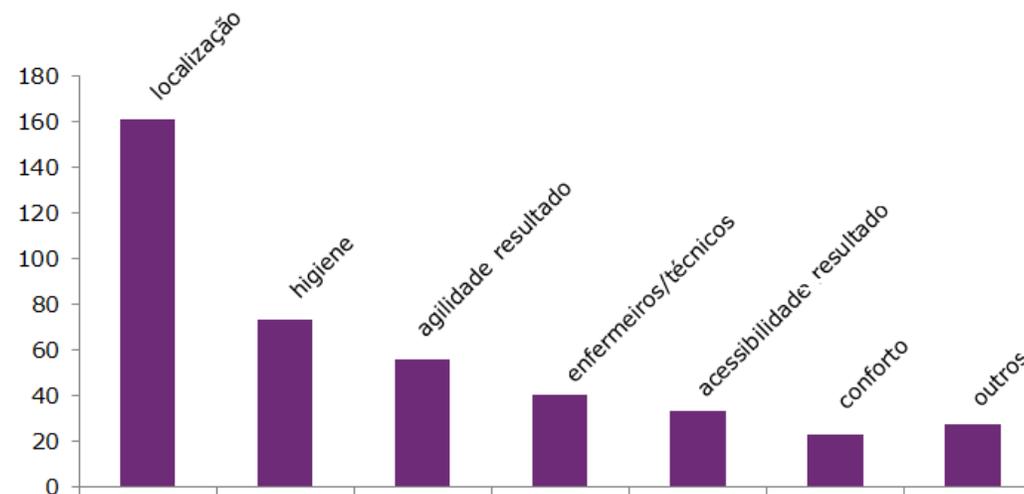
**fleury** → Pasteur

## Vantagens competitivas do Fleury



## Pesquisa de reação

**O que é mais importante ao escolher um laboratório?**  
Frequência (n=413)



## Análise da empresa

---



# Um modelo de negócios focado na qualidade

---



Recomendação

Saúde  
Suplementar

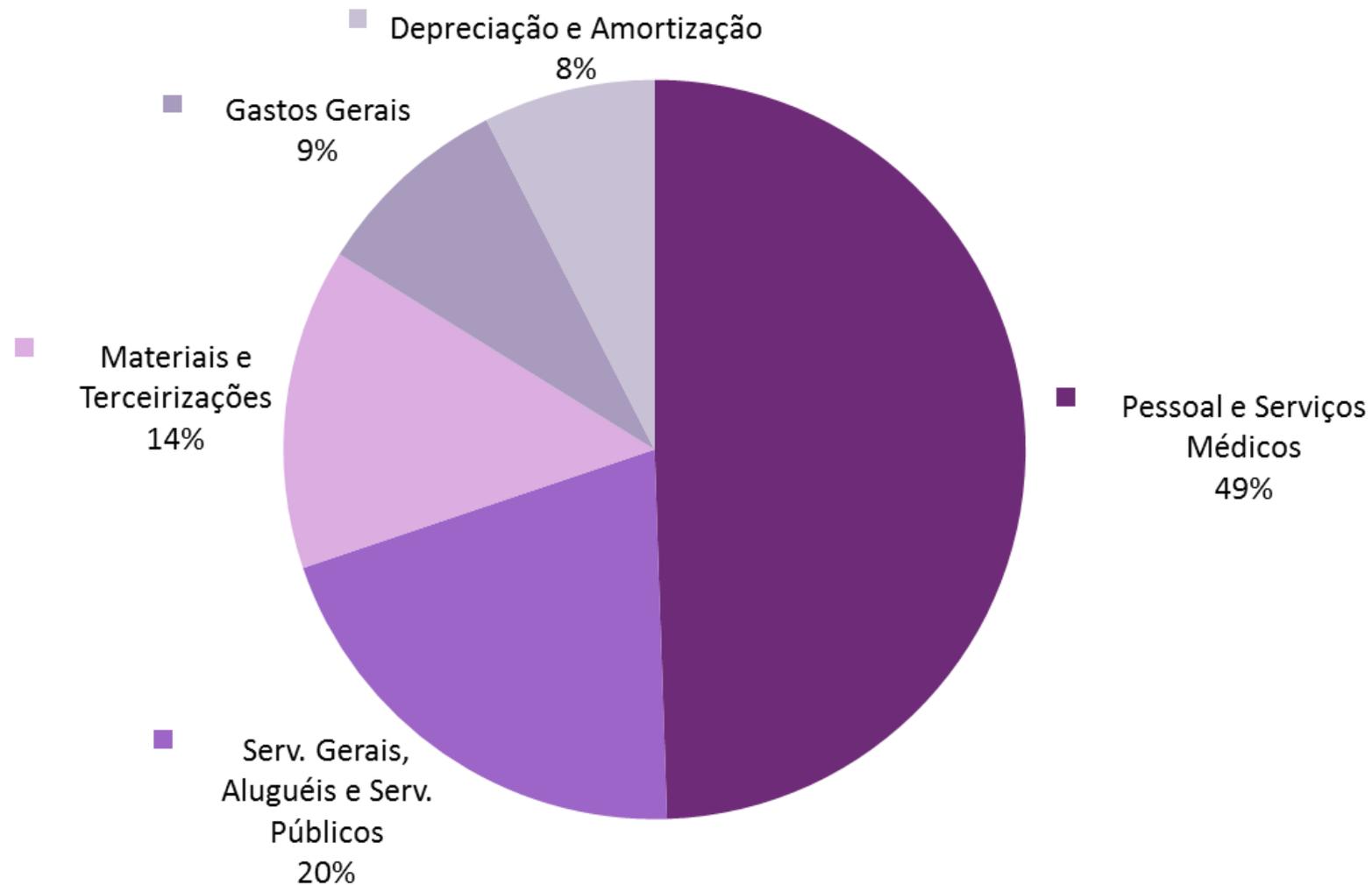
Medicina  
Diagnóstica

Grupo Fleury

SWOT

Análise  
Financeira e  
Valuation

## Pessoal e serviços médicos somam 50% dos custos



Recomendação

Saúde  
Suplementar

Medicina  
Diagnóstica

Grupo Fleury

SWOT

Análise  
Financeira e  
Valuation

# Exames clínicos são o core business do Grupo Fleury

Recomendação

Saúde  
Suplementar

Medicina  
Diagnóstica

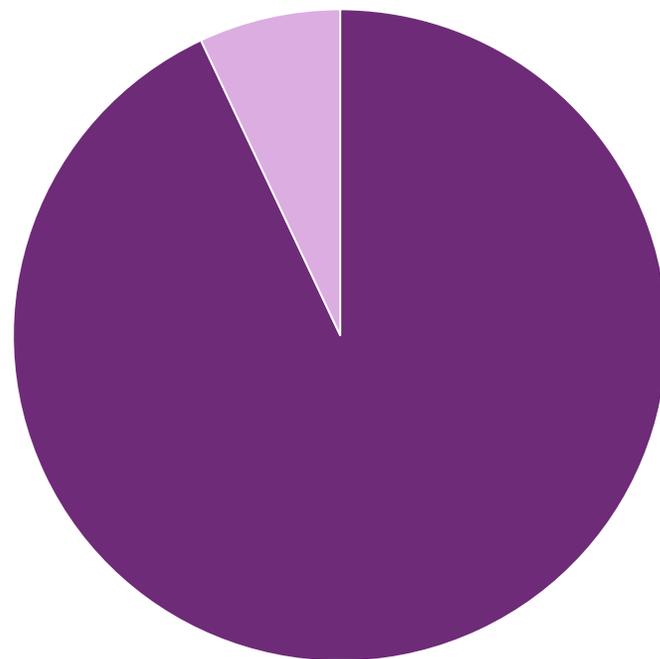
Grupo Fleury

SWOT

Análise  
Financeira e  
Valuation

## Imagens compõem menos de 10% dos serviços prestados

Proporção do volume de vendas

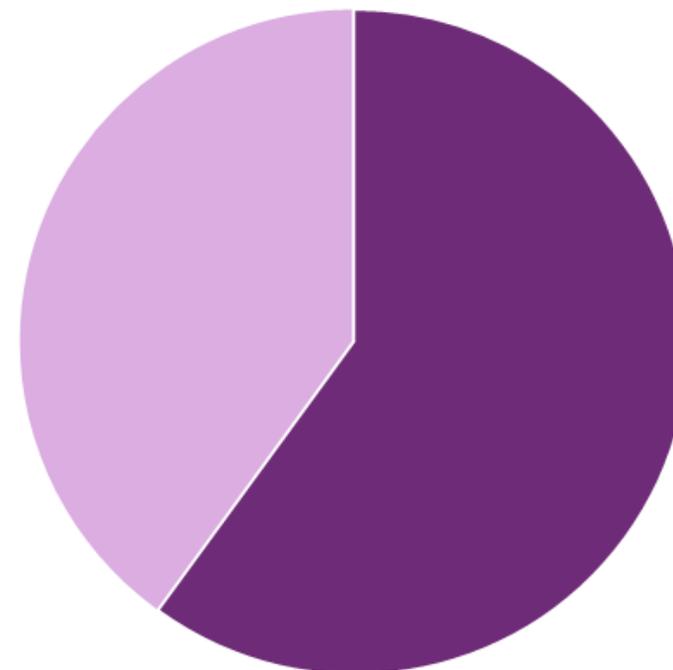


## Exames clínicos constituem a maior fração da receita

Proporção da receita líquida

■ Exames Clínicos

■ Imagem



# O Grupo Fleury está localizado em praças promissoras

Recomendação

Saúde  
Suplementar

Medicina  
Diagnóstica

Grupo Fleury

SWOT

Análise  
Financeira e  
Valuation

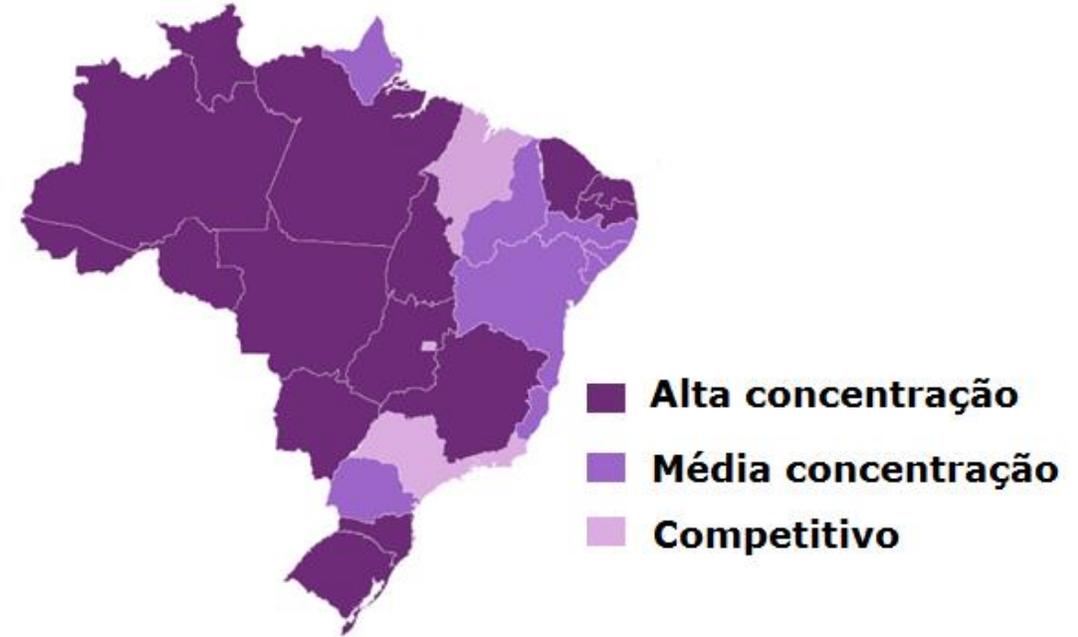
## Presença do Grupo Fleury no Brasil

Número de UAs por UF



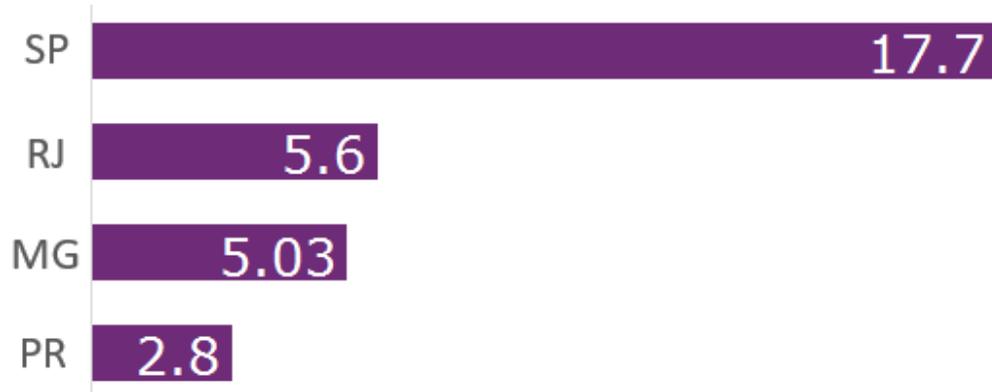
## Concentração de pagadores na capital por UF

Baseado no Índice de Herfindahl



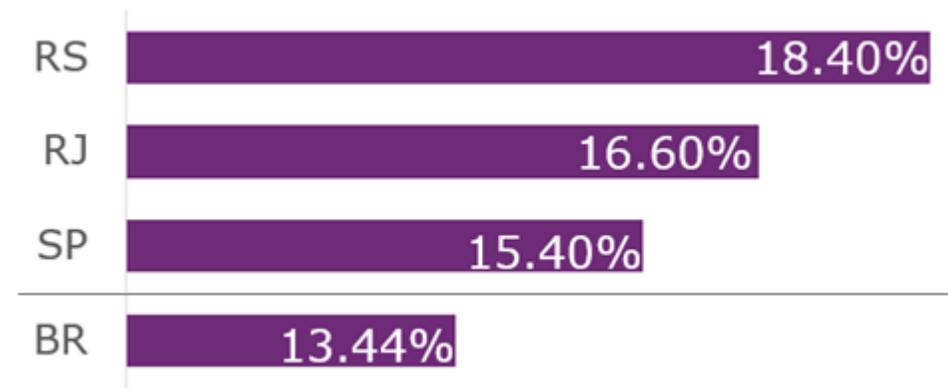
## Número de vidas cobertas

Em milhões



## Percentual de idosos em 2030

Por UF e Brasil



# Regulamentação favorece players que investem em qualidade e inovação



Regras para substituição de prestadores de serviço



Aumento no *price power* dos PS



Fator de qualidade



favorece prestadores bem qualificados



Rol de procedimentos



Fomenta investimento em novos exames



Mudança para *fee for efficiency*



dificulta a sobrevivência dos menos eficientes



Coparticipação



potencial aumento no número de beneficiários com acesso *premium*

Recomendação

Saúde Suplementar

Medicina Diagnóstica

Grupo Fleury

SWOT

Análise Financeira e Valuation

## Análise SWOT

---

# Análise SWOT sugere estratégia de crescimento

Recomendação

Saúde  
Suplementar

Medicina  
Diagnóstica

Grupo Fleury

SWOT

Análise  
Financeira e  
Valuation

	Positivo	Negativo
Interno	<ul style="list-style-type: none"><li>• Marca (NPS)</li><li>• Qualidade</li><li>• Presença</li><li>• Infra Estrutura e tecnologia</li><li>• Saúde Financeira</li><li>• Economia de escala</li><li>• Processos consolidados</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Eficiência fora do Sul / SP</li><li>• Margens não homogêneas</li><li>• Empresa heterogênea</li></ul>
Externo	<ul style="list-style-type: none"><li>• <i>Room for growth</i></li><li>• Mercado em crescimento</li><li>• SUS saturado</li><li>• M&amp;A</li><li>• Mercado fragmentado</li><li>• Fornecedores com pouco poder de barganha</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Players internacionais</li><li>• Produtos substitutos</li><li>• Hospitais premium</li><li>• Concentração de pagadores</li></ul>

# Análise SWOT sugere estratégia de crescimento

Recomendação

Saúde  
Suplementar

Medicina  
Diagnóstica

Grupo Fleury

SWOT

Análise  
Financeira e  
Valuation

	Positivo	Negativo
Interno	<ul style="list-style-type: none"><li>• Marca (NPS)</li><li>• Qualidade</li><li>• Presença</li><li>• Infra Estrutura e tecnologia</li><li>• Saúde Financeira</li><li>• Economia de escala</li><li>• Processos consolidados</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Eficiência fora do Sul / SP</li><li>• Margens não homogêneas</li><li>• Empresa heterogênea</li></ul>
Externo	<ul style="list-style-type: none"><li>• <i>Room for growth</i></li><li>• Mercado em crescimento</li><li>• SUS saturado</li><li>• M&amp;A</li><li>• Mercado fragmentado</li><li>• Fornecedores com pouco poder de barganha</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Players internacionais</li><li>• Produtos substitutos</li><li>• Hospitais premium</li><li>• Concentração de pagadores</li></ul>

## Análise Financeira e Valuation

---

# Expansão focada nas unidades de atendimento

Recomendação

Saúde  
Suplementar

Medicina  
Diagnóstica

Grupo Fleury

SWOT

Análise  
Financeira e  
Valuation

## Premissas

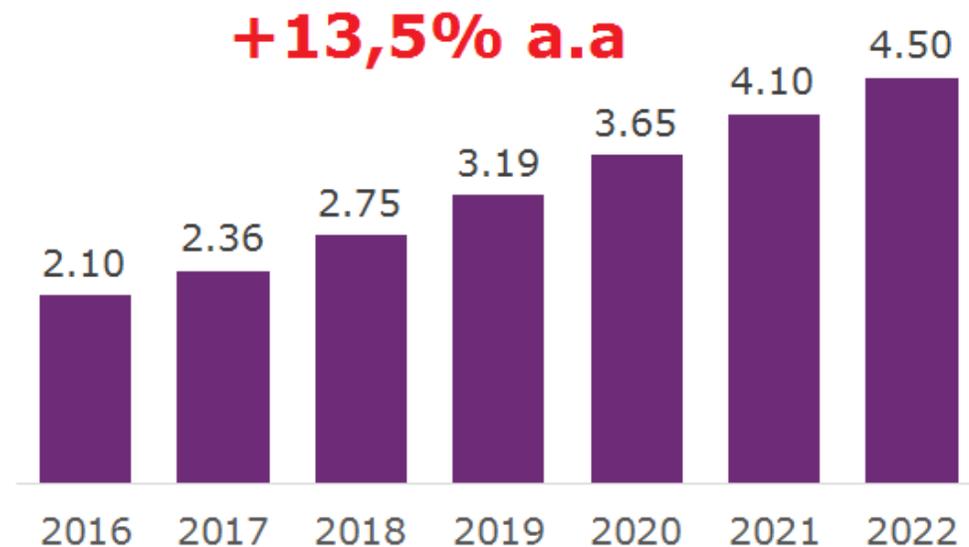
### DEMANDA

- Fatores demográficos e fragmentação do mercado garantem demanda para o ciclo de expansão

### UNIDADES DE ATENDIMENTO

- Inauguração de novas UAs totalizando 37.000m<sup>2</sup> nos próximos 5 anos
- Aumento da eficiência gera aumento no número de exames por m<sup>2</sup>
- Maturação completa das novas UAs em três anos
- Ticket Médio acompanha a inflação

**Receita Líquida**  
Em bilhões de Reais



# Tendência de diluição dos custos e melhoria das margens

Recomendação

Saúde  
Suplementar

Medicina  
Diagnóstica

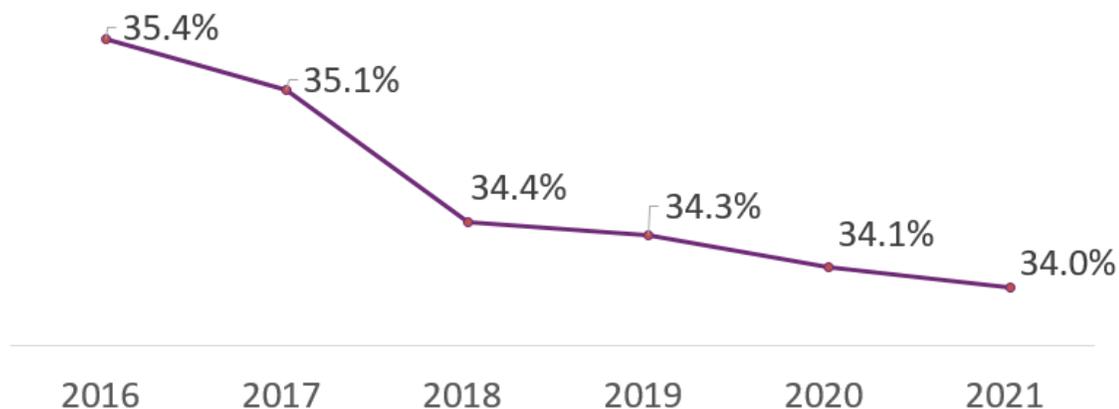
Grupo Fleury

SWOT

Análise  
Financeira e  
Valuation

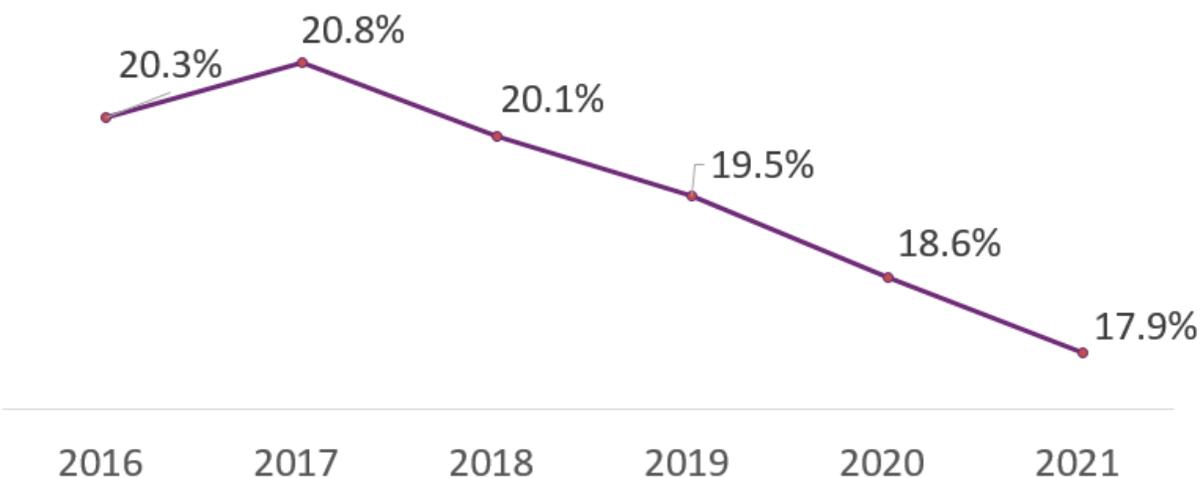
## Custos de pessoal e serviços médicos

Porcentagem da receita líquida



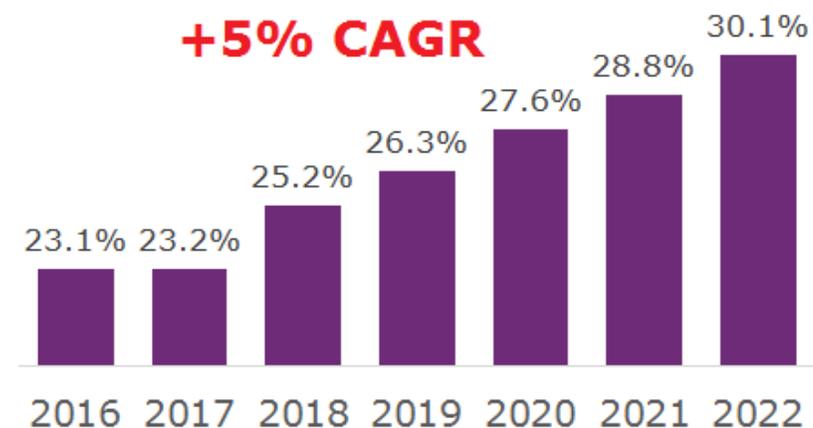
## Custos de aluguéis, serviços com ocupação e utilidades

Porcentagem da receita líquida



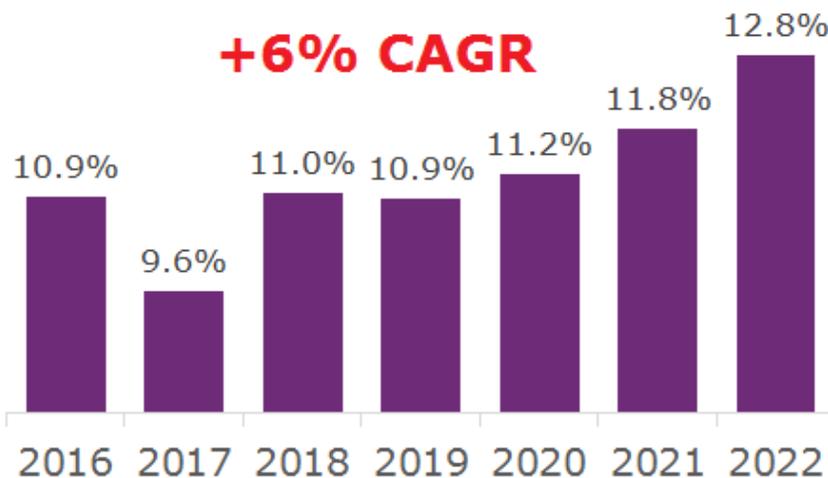
## Margem EBITDA

Percentual



## Margem líquida

Percentual



# Valuation

PREÇO ATUAL\*

R\$42,00

MARKET CAP

R\$6,598,835,000

Upside: +34%

TARGET PRICE

R\$56,20

DCF MODELO

R\$8,828,342,000

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027			
<b>FCFE (R\$)</b>	35,406	184,330	295,207	453,567	615,500	947,465	1,084,063	1,221,035	1,338,171	1,478,120	1,624,760	Perpetuity	DCF	Upside
Ke												7.0%		
14.5%	31,889	144,942	202,732	271,938	322,293	433,292	432,978	425,768	407,522	393,137	377,414	5,384,437	8,828,342	34%

## Múltiplos e Indicadores

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
FV/EBITDA (x)	14.5x	13.0x	10.4x	8.6x	7.1x	5.9x	4.8x	4.2x	3.6x	3.1x	2.6x
P/E (x)	28.8x	28.9x	21.9x	19.0x	16.1x	13.6x	11.4x	10.4x	9.1x	8.0x	7.2x
FCF yield (%)	2.8%	0.5%	2.8%	4.5%	6.9%	9.3%	14.4%	16.4%	18.5%	20.3%	22.4%
Dividend yield (%)	6.6%	1.2%	1.6%	1.8%	2.2%	2.6%	3.1%	3.4%	3.9%	4.4%	4.9%
Net Debt / EBITDA (x)	0.9x	1.0x	0.9x	0.7x	0.5x	0.3x	0.0x	-0.4x	-0.6x	-0.9x	-1.1x
Dívida Líquida / Patrimônio	28%	32%	33%	30%	23%	13%	-2%	-15%	-25%	-33%	-39%
ROIC (%)	11.2%	12.8%	15.2%	15.7%	16.8%	18.5%	21.2%	23.0%	25.9%	28.6%	30.5%
ROE (%)	14.3%	14.2%	16.9%	17.5%	18.3%	19.1%	20.1%	19.4%	19.6%	19.6%	19.2%

# Forte geração de caixa operacional e baixa alavancagem consolidada

Recomendação

Saúde  
Suplementar

Medicina  
Diagnóstica

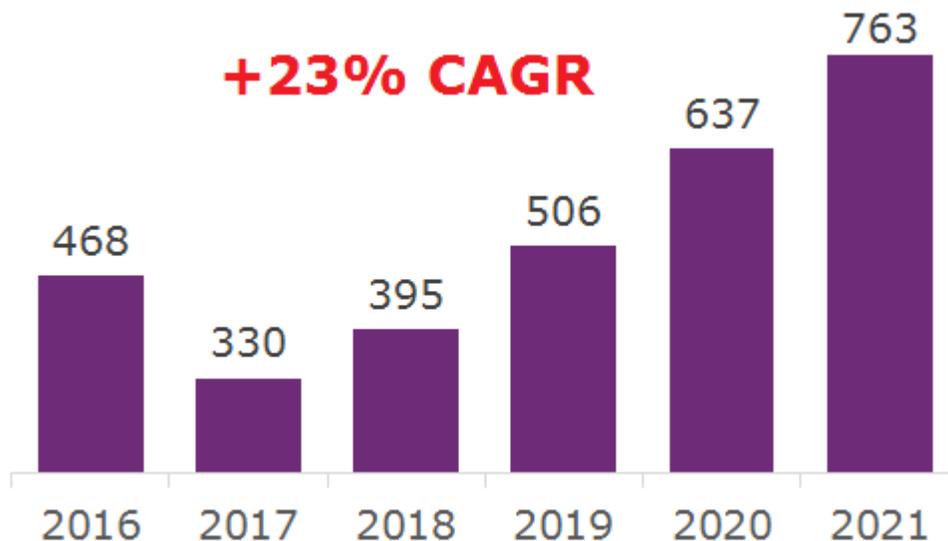
Grupo Fleury

SWOT

Análise  
Financeira e  
Valuation

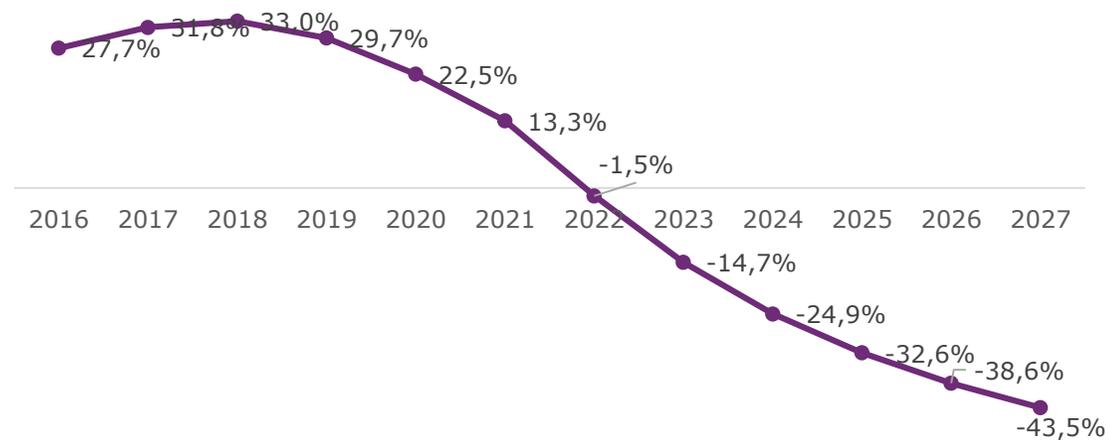
## Geração de caixa operacional

Milhões de Reais



## Alavancagem Financeira Consolidada

Dívida Líquida / Patrimônio Líquido



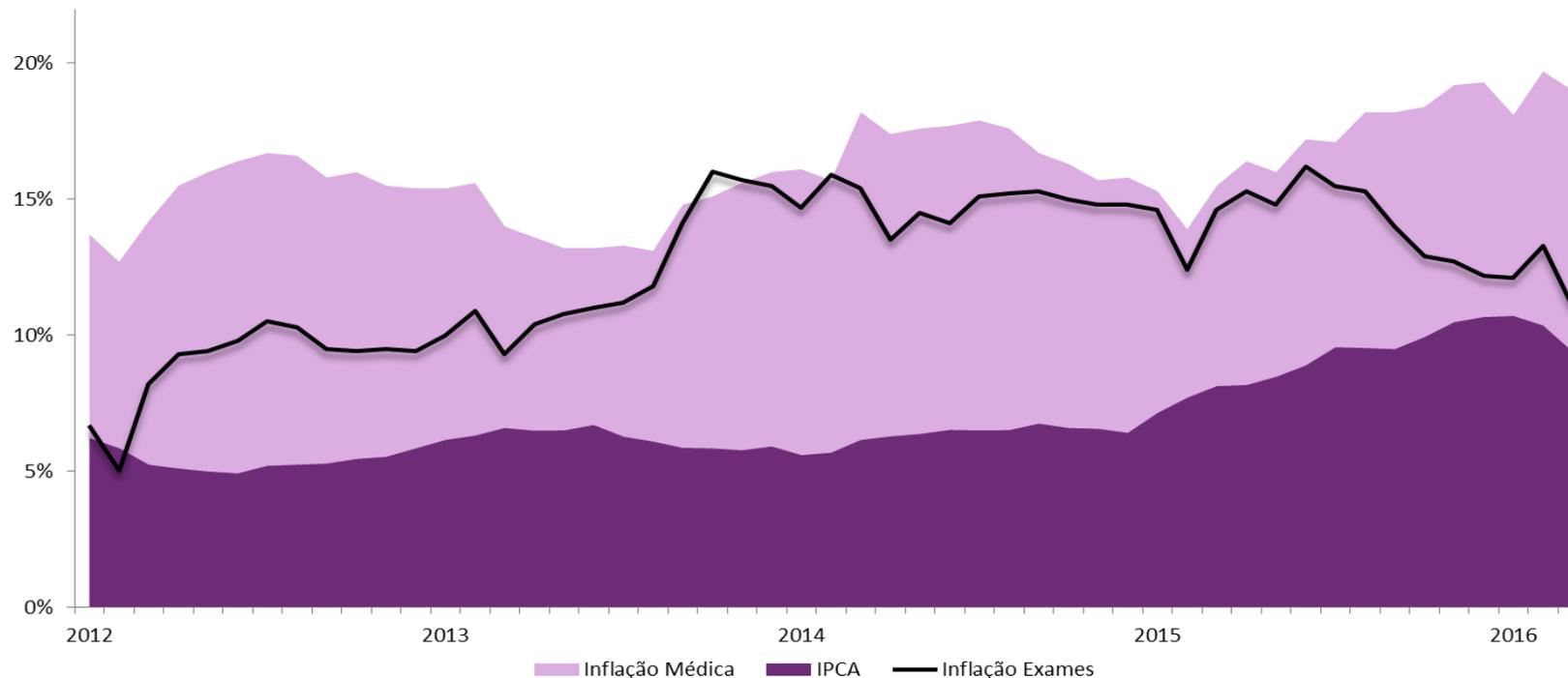
- Crescimento na geração de caixa operacional e baixa alavancagem financeira após o ciclo de expansão possibilitam uma maior distribuição de dividendos e possíveis aquisições

# O Grupo Fleury apresenta maneiras de mitigar os riscos da indústria

- Glosas
- Desaceleração na criação de empregos formais
- Aumento na concentração de pagadores
- Internalização dos serviços de medicina diagnóstica pelas operadoras de planos de saúde

## Inflação sobre o preço de exames é inferior ao VCMH

Aumento % referente aos últimos 12 meses



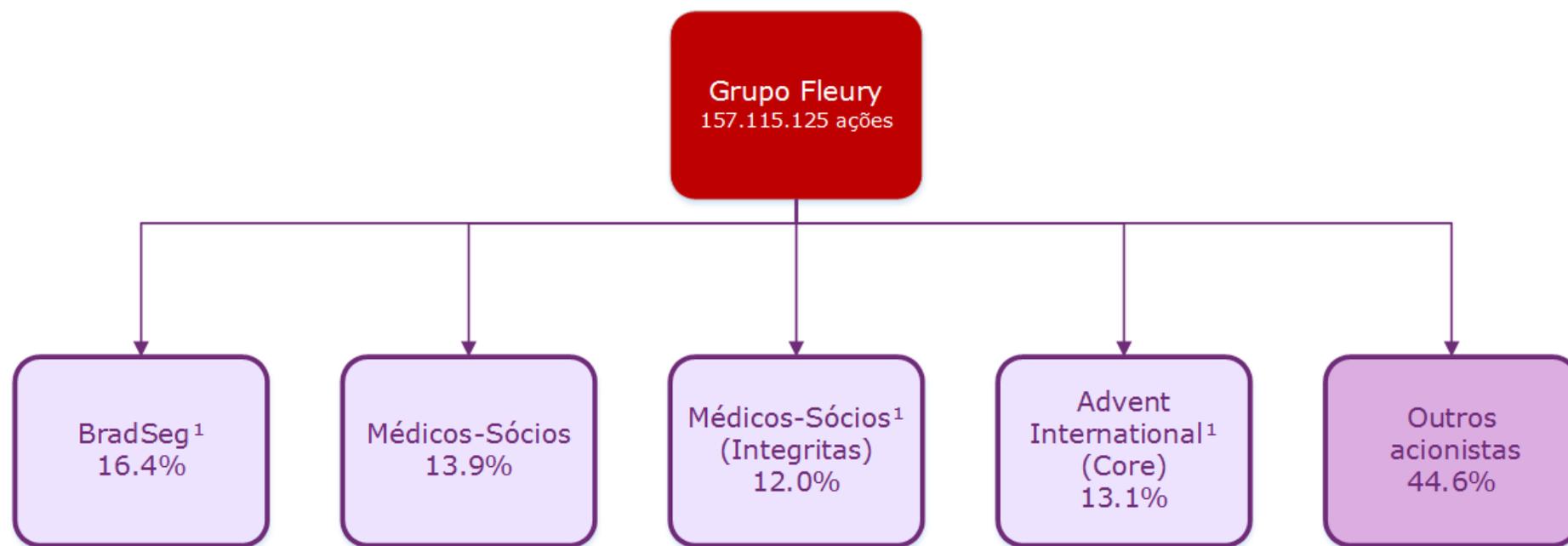
## Q&A

---

## Anexos

---

# Estrutura acionária



## Premissas sobre as receitas

### Unidades de atendimento

<b>Premissa</b>	<b>Descrição</b>
Plano de expansão	37 mil m2 em unidades de atendimento inauguradas nos próximos 5 anos
Desempenho das novas UAs	As UAs têm desempenho semelhante a média das já operantes em termos de número de exames, porém possuem um período de maturação de 3 anos até atingir este patamar
Ticket Médio	Ajustado a 80% do IPCA (histórico)
Ganho de eficiência	Crescimento de exames/m2 de 6% ao ano (ligeiramente abaixo das ultimas médias) até 2022, então 4% até 2027 (ganho de eficiência atinge limites)

### Segmento B2B

<b>Premissa</b>	<b>Descrição</b>
Plano de expansão	Fechamento de alguns novos contratos
No de exames de procedimentos	Crescimento YoY de 1.5% refletindo possibilidade de novos contratos
Ticket Médio	Ajustado na média histórica (0.6 IPCA)

## Premissas sobre os custos

### Custos de pessoal

Premissa	Descrição
Pessoas/m2	Mantem a média atual
Aumento de pessoas e reajustes salariais	Aumento de pessoal proporcional ao aumento de m2 e reajuste salarial por ano
Aumento gradativo de pessoas	Como as novas unidades demoram a atingir operação máxima, o número de pessoas acrescidas por unidade é ajustado em relação a sua % de operação
Limite nos ganhos de escala	O ganho de eficiência dado por um maior aumento da receita em relação ao aumento de pessoas é considerado apenas até 2022, e então mantido até 2027

**Custos de materiais e terceirizações:** Sem variações impactantes como % da receita líquida

### Custos de aluguéis, serviços com ocupação e utilidades

Premissa	Descrição
Aumento do número de m2	Adição de 37 mil m2 em UAs como imóveis alugados
Aluguel por UA	Reajustado pelo IPCA
Limite nos ganhos de escala	O ganho de eficiência dado por um maior aumento da receita em relação ao aumento de m2 é considerado apenas até 2022, e então mantido até 2027

**Outros custos:** Sem variações impactantes como % da receita líquida

## Outras premissas

### Melhoria de processos internos

Premissa	Descrição
A melhoria tecnológica e nos processos internos reduz o gasto com glosas	As glosas passam de 2,4% da receita para 2% da receita em 5 anos
A melhoria de processos internos reduz as contas a receber	Dias da RL em contas para receber caem de 70 para 65 em 5 anos

### Dívidas

Premissa	Descrição
Contração de dívida de modo a manter uma proporção passivos/ativos	A proporção 0,48 entre ativos e passivos dos últimos 4 anos é mantida
Custo da dívida	98% do CDI, ou 11,8%

### Imposto de renda

Premissa	Descrição
Não será considerado o efeito de distribuição de JCP sobre a alíquota	IR de 34%, conforme projetado pelo RI da Fleury

### CAPEX

Premissa	Descrição
CAPEX projetado pelo RI da Fleury até 2022	Mantem a média de 90m por trimestre, corrigido pela inflação
CAPEX além de 2022	Mantém a média histórica anterior, corrigido pela inflação

## Estudo de sensibilidade das premissas

Upside original 34%

Mudança de cenário	Hipotese numérica	Novo upside
O projeto de expansão não se concretiza por completo	-50% m2 inaugurados	24%
A melhoria de eficiência é menor que o esperado no numero de exames/m2	-20% variação de exames UA/m2 por ano	14%
O reajuste do ticket médio das UAs é menor que o esperado	-25% reajuste do ticket médio das UAs	19%
O reajuste do ticket médio do B2B é menor que o esperado	-33% reajuste do ticket médio de B2B	32%
Novos contratos no setor B2B não são negociados	Não há variação do numero de exames B2B	31%
Nenhuma melhoria nas glosas é alcançada	Glosas continuam como 2,4% da receita bruta	31%
Reajuste salarial é maior do que o esperado	+20% de reajuste salarial	22%

## CONCLUSÃO

Alguns fatores como uma menor melhoria de exames/m2 e o reajuste do ticket médio possuem um maior impacto no *valuation*, porém nenhuma dessas mudanças de cenário são suficientes para causar uma mudança na sugestão de compra

## Previsão do Demonstrativo de Resultados do Exercício (2016 – 2027)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Receita Bruta	\$ 2,300	\$ 2,593	\$ 3,018	\$ 3,496	\$ 3,992	\$ 4,476	\$ 4,918	\$ 5,243	\$ 5,589	\$ 5,959	\$ 6,354	\$ 6,776
Impostos e cancelamentos	\$ (204)	\$ (229)	\$ (264)	\$ (303)	\$ (343)	\$ (380)	\$ (418)	\$ (446)	\$ (475)	\$ (507)	\$ (540)	\$ (576)
Receita Líquida	\$ 2,096	\$ 2,364	\$ 2,754	\$ 3,193	\$ 3,649	\$ 4,095	\$ 4,500	\$ 4,797	\$ 5,114	\$ 5,453	\$ 5,814	\$ 6,200
Custo dos Serviços Prestados	\$ (1,495)	\$ (1,675)	\$ (1,899)	\$ (2,215)	\$ (2,525)	\$ (2,812)	\$ (3,040)	\$ (3,239)	\$ (3,410)	\$ (3,594)	\$ (3,804)	\$ (4,041)
Pessoal e médicos	\$ (743)	\$ (831)	\$ (946)	\$ (1,094)	\$ (1,244)	\$ (1,391)	\$ (1,516)	\$ (1,616)	\$ (1,723)	\$ (1,837)	\$ (1,959)	\$ (2,089)
Materiais e terceirizações	\$ (208)	\$ (236)	\$ (275)	\$ (319)	\$ (365)	\$ (410)	\$ (450)	\$ (480)	\$ (511)	\$ (545)	\$ (581)	\$ (620)
Aluguéis e serviços	\$ (424)	\$ (492)	\$ (553)	\$ (622)	\$ (680)	\$ (732)	\$ (765)	\$ (816)	\$ (870)	\$ (927)	\$ (989)	\$ (1,054)
Outros custos	\$ (7)	\$ (8)	\$ (10)	\$ (11)	\$ (13)	\$ (14)	\$ (16)	\$ (17)	\$ (18)	\$ (19)	\$ (21)	\$ (22)
Despesas operacionais	\$ (209)	\$ (227)	\$ (250)	\$ (276)	\$ (304)	\$ (331)	\$ (357)	\$ (380)	\$ (403)	\$ (429)	\$ (456)	\$ (485)
Outras receitas/despesas liq	\$ (20)	\$ (23)	\$ (26)	\$ (31)	\$ (35)	\$ (39)	\$ (43)	\$ (46)	\$ (49)	\$ (52)	\$ (56)	\$ (60)
EBITDA	\$ 484	\$ 547	\$ 693	\$ 839	\$ 1,009	\$ 1,178	\$ 1,353	\$ 1,443	\$ 1,540	\$ 1,643	\$ 1,753	\$ 1,871
Margem EBITDA	23.1%	23.2%	25.2%	26.3%	27.6%	28.8%	30.1%	30.1%	30.1%	30.1%	30.2%	30.2%
Resultado financeiro liq	\$ 484	\$ 547	\$ 693	\$ 839	\$ 1,009	\$ 1,178	\$ 1,353	\$ 1,443	\$ 1,540	\$ 1,643	\$ 1,753	\$ 1,871
EBT	\$ 346	\$ 458	\$ 527	\$ 621	\$ 734	\$ 875	\$ 960	\$ 1,104	\$ 1,255	\$ 1,395	\$ 1,526	\$ -
Imposto de renda	\$ (44)	\$ (61)	\$ (87)	\$ (93)	\$ (97)	\$ (100)	\$ (98)	\$ (80)	\$ (61)	\$ (43)	\$ (27)	\$ (12)
Lucro líquido	\$ 229	\$ 228	\$ 302	\$ 348	\$ 410	\$ 484	\$ 577	\$ 634	\$ 729	\$ 829	\$ 921	\$ 1,007
Margem líquida	10.9%	9.6%	11.0%	10.9%	11.2%	11.8%	12.8%	13.2%	14.3%	15.2%	15.8%	16.2%

## População brasileira com idade > 65 anos

% da População Total

