

Tese de Investimento

Grupo Fleury (FLRY3)

Piuzana Capital – UFMG

Danton Jota

Felipe Santos

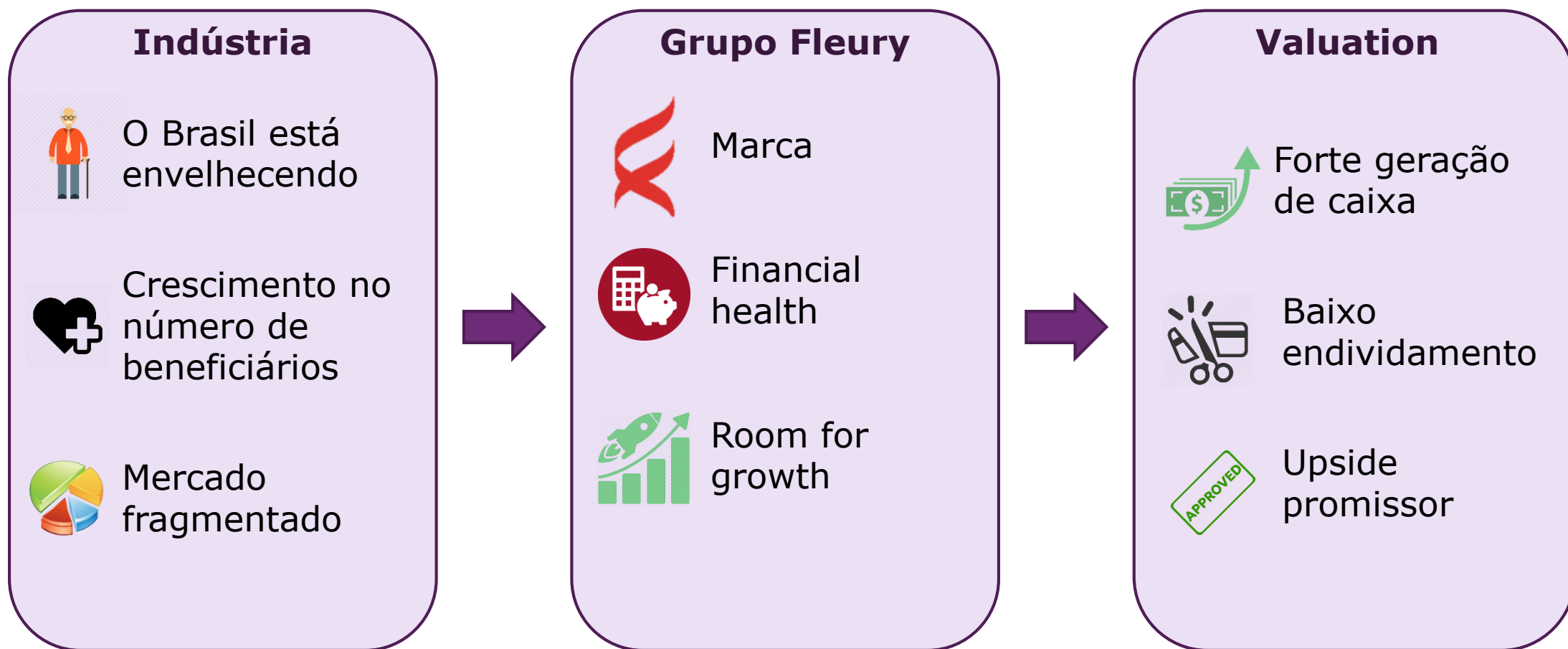
Jéssica Torres

João Rodarte

Você seria sócio do Grupo Fleury? Por quê?

Você seria sócio do Grupo Fleury? Por quê?

SIM



Recomendação

Saúde
Suplementar

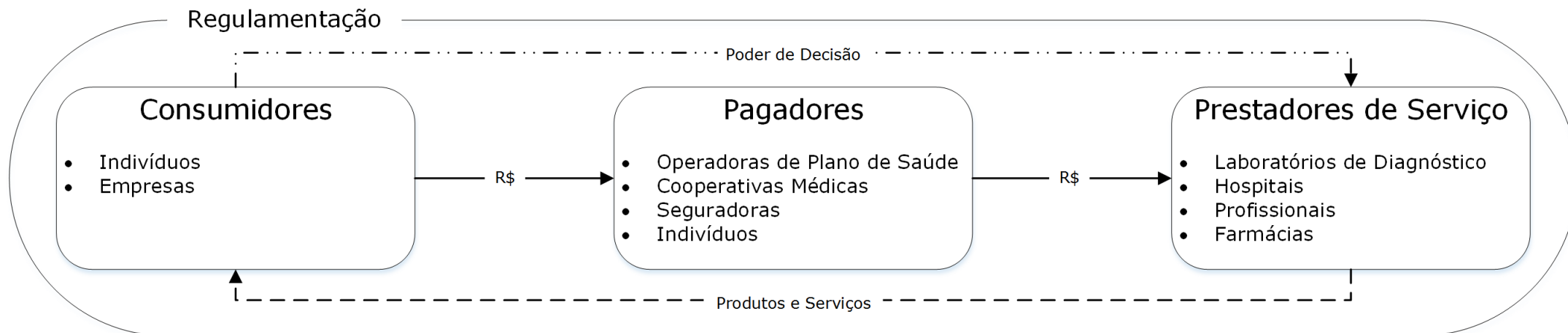
Medicina
Diagnóstica

Grupo Fleury

SWOT

Análise
Financeira e
Valuation

Saúde Suplementar no Brasil



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

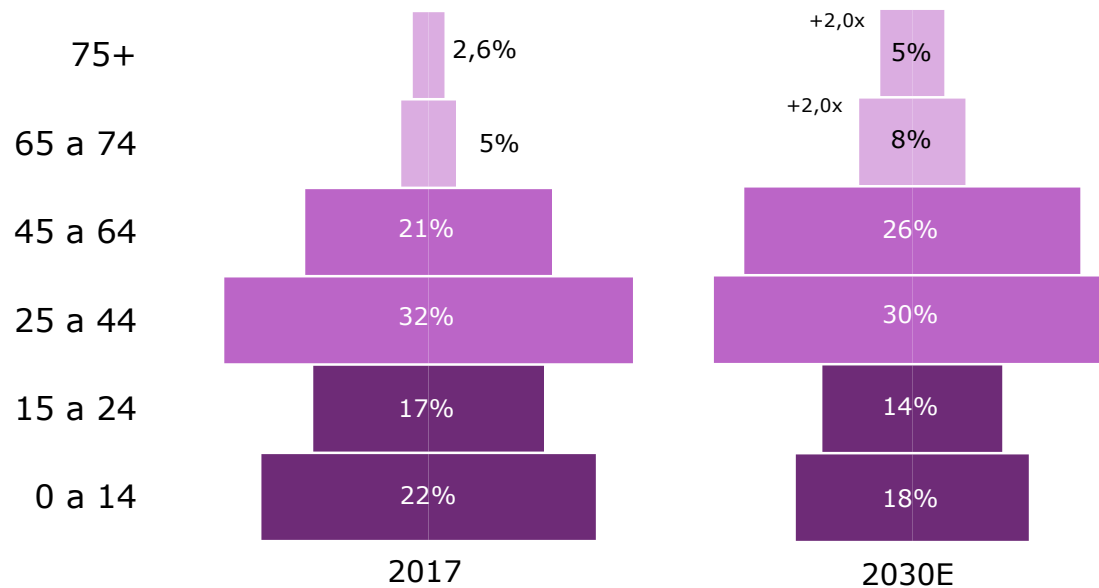
Saúde
Suplementar

Medicina
Diagnóstica

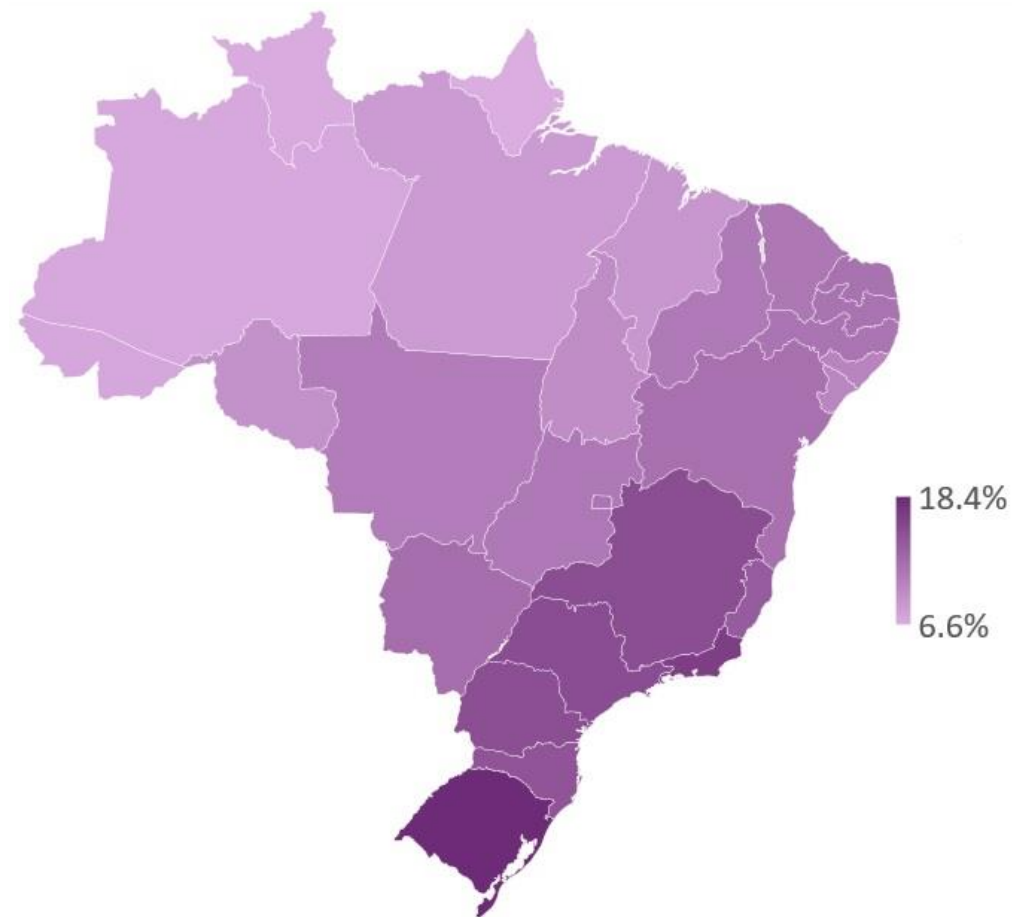
Grupo Fleury

SWOT

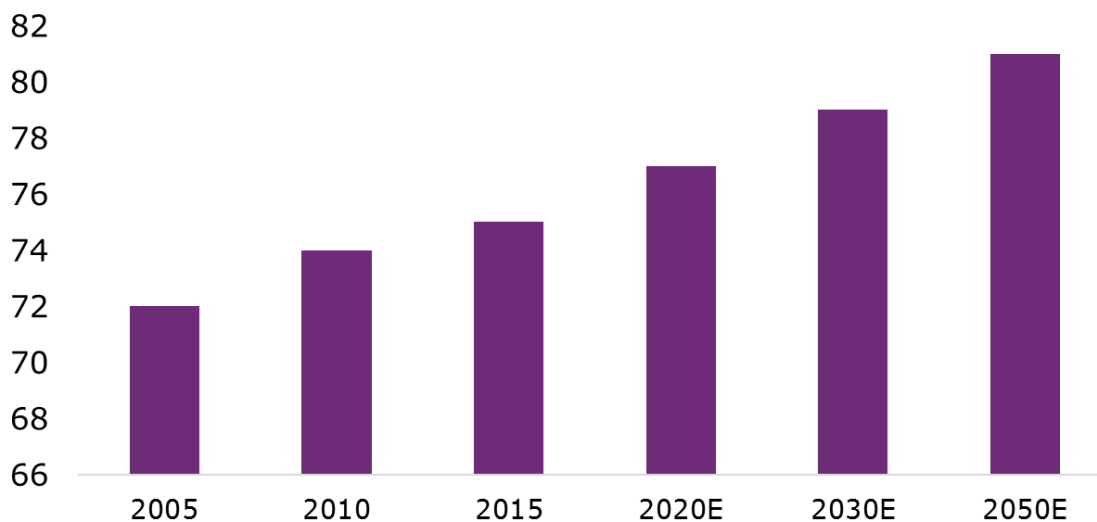
Análise
Financeira e
Valuation



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

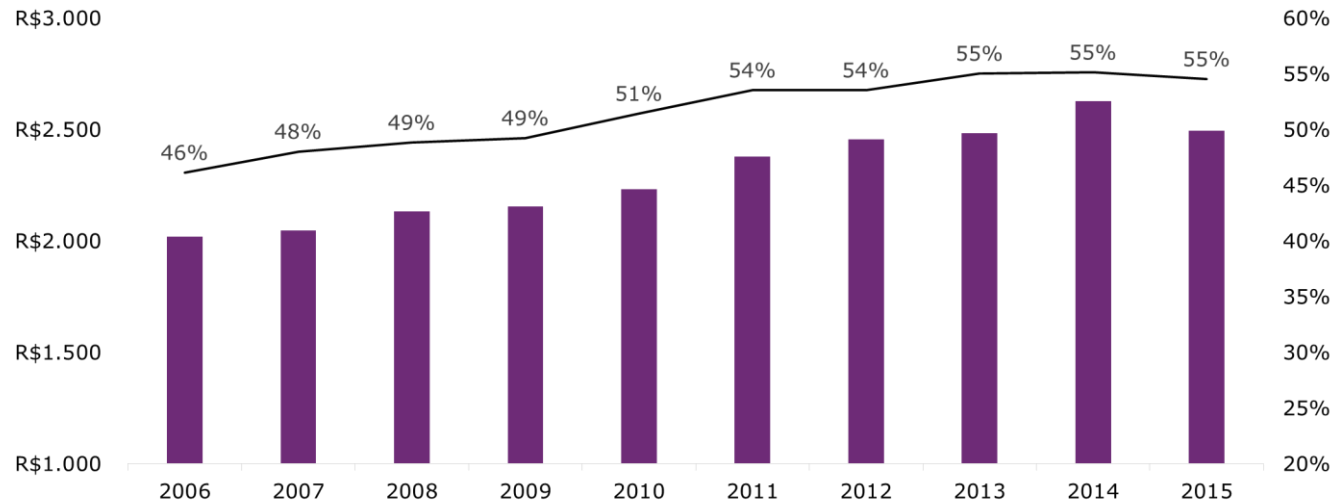
Grupo Fleury

SWOT

Análise Financeira e Valuation

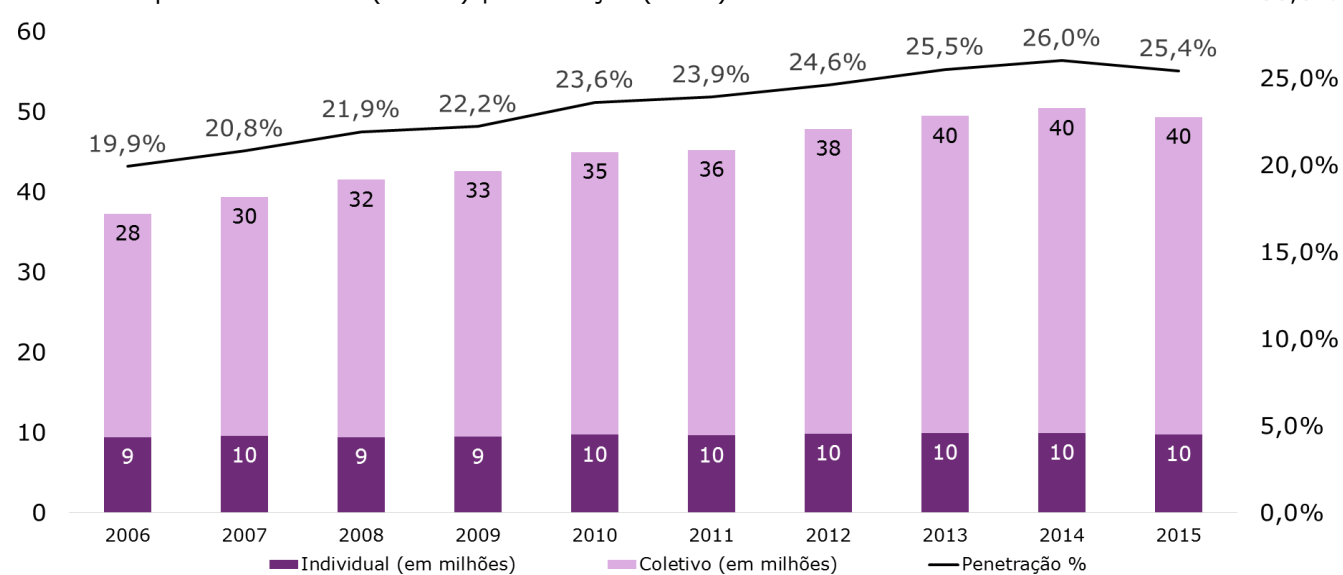
Crescimento da Renda Mensal Real e da Formalização do emprego

Rendimento médio (Barras) | Empregos formais (Linha)



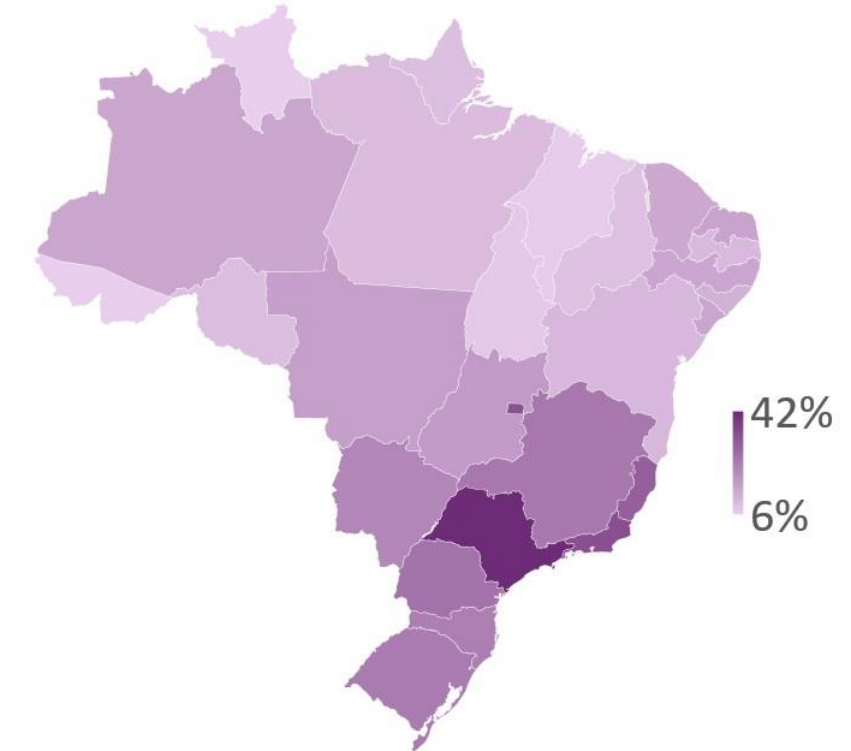
Penetração e população coberta por tipo de contratação

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

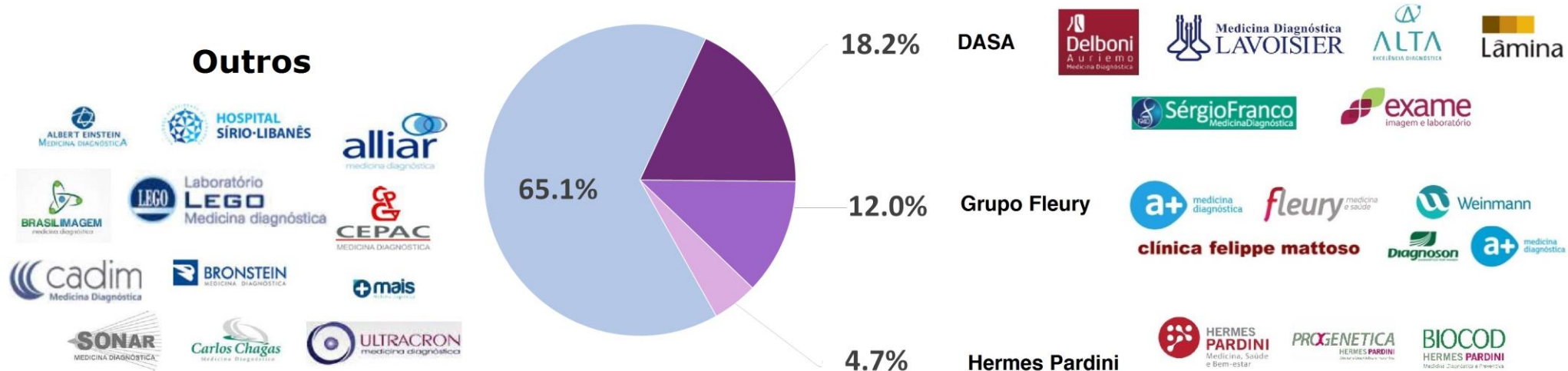
Saúde Suplementar

Medicina Diagnóstica

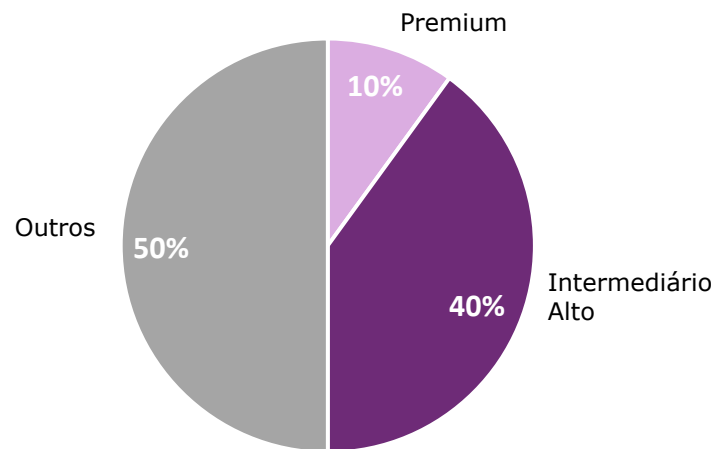
Grupo Fleury

SWOT

Análise Financeira e Valuation

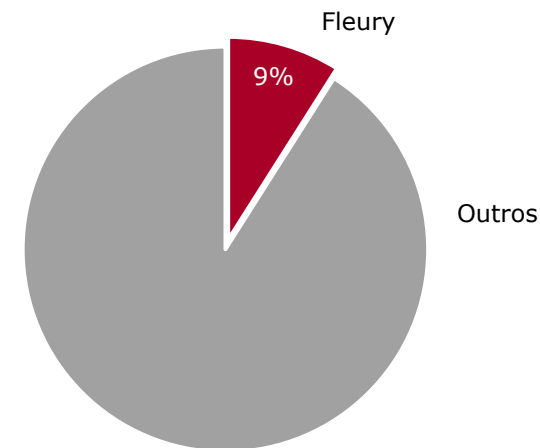


Segmentos *Premium* e *Intermediário alto* representam metade do mercado de Saúde Suplementar de São Paulo



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

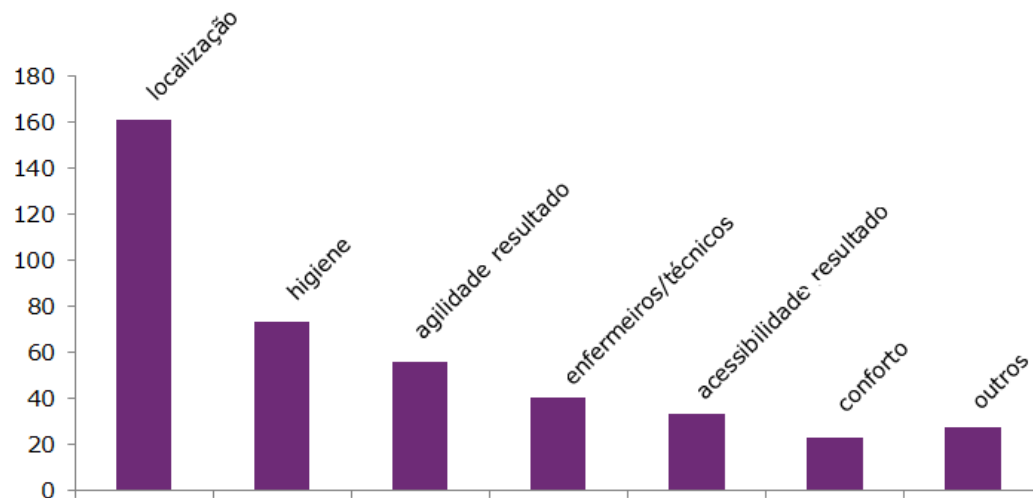
fleury → Pasteur

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

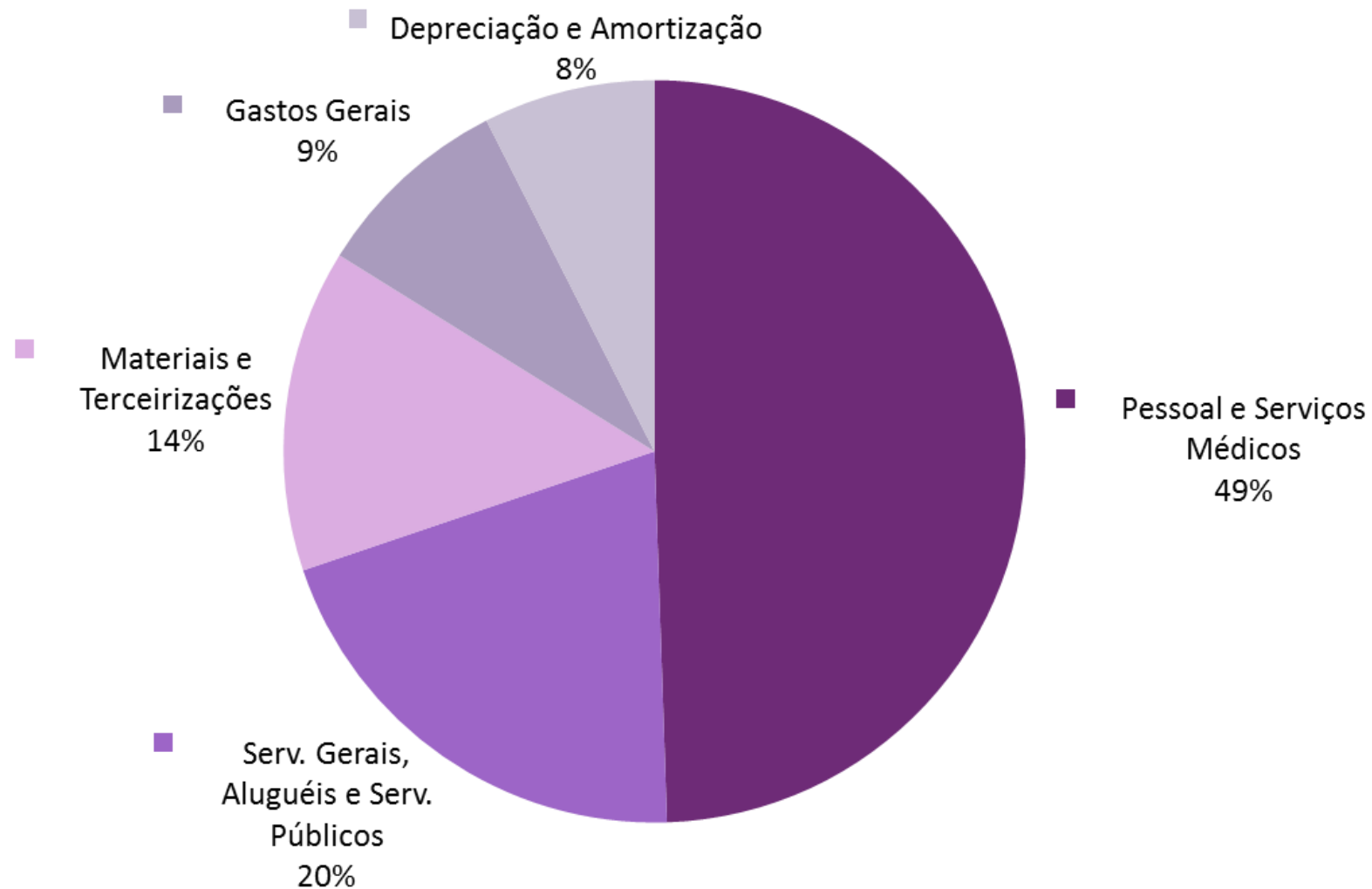
Medicina
Diagnóstica

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

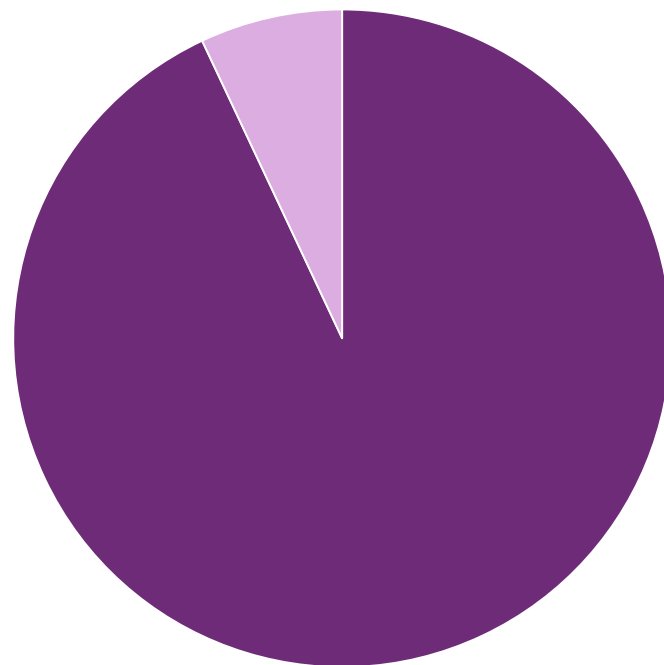
Grupo Fleury

SWOT

Análise
Financeira e
Valuation

Imagens compõem menos de 10% dos serviços prestados

Proporção do volume de vendas

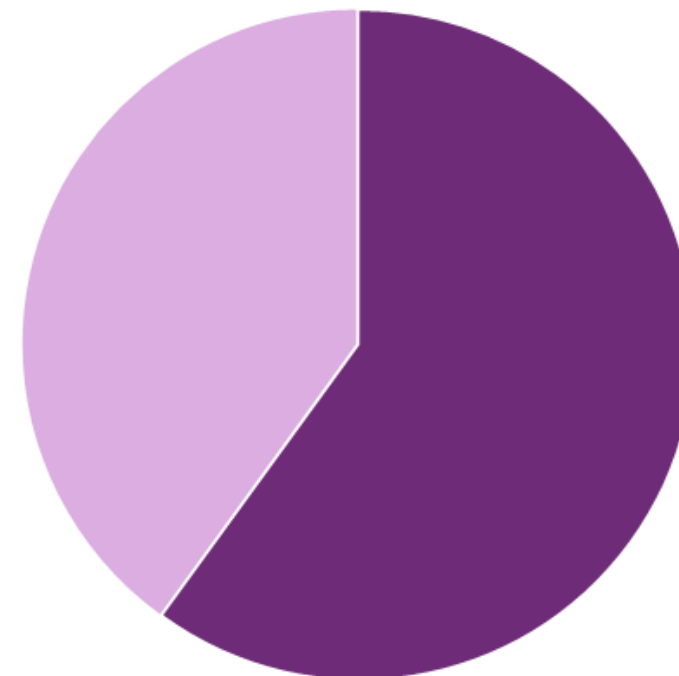


Exames clínicos constituem a maior fração da receita

Proporção da receita líquida

■ Exames Clínicos

■ Imagem



O Grupo Fleury está localizado em praças promissoras

Recomendação

Saúde
Suplementar

Medicina
Diagnóstica

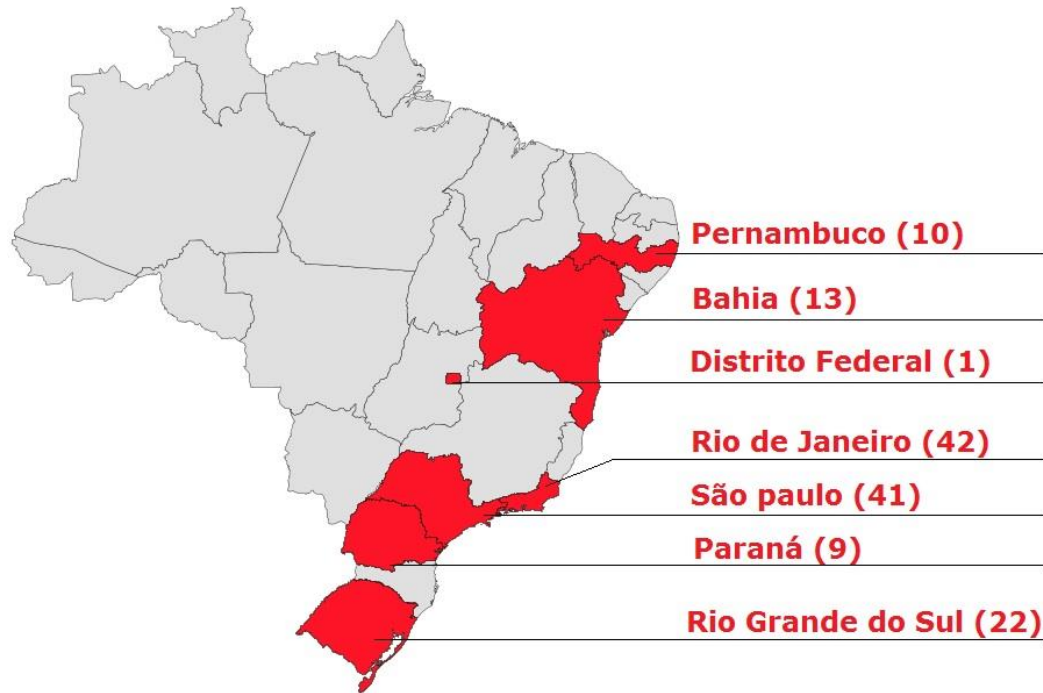
Grupo Fleury

SWOT

Análise
Financeira e
Valuation

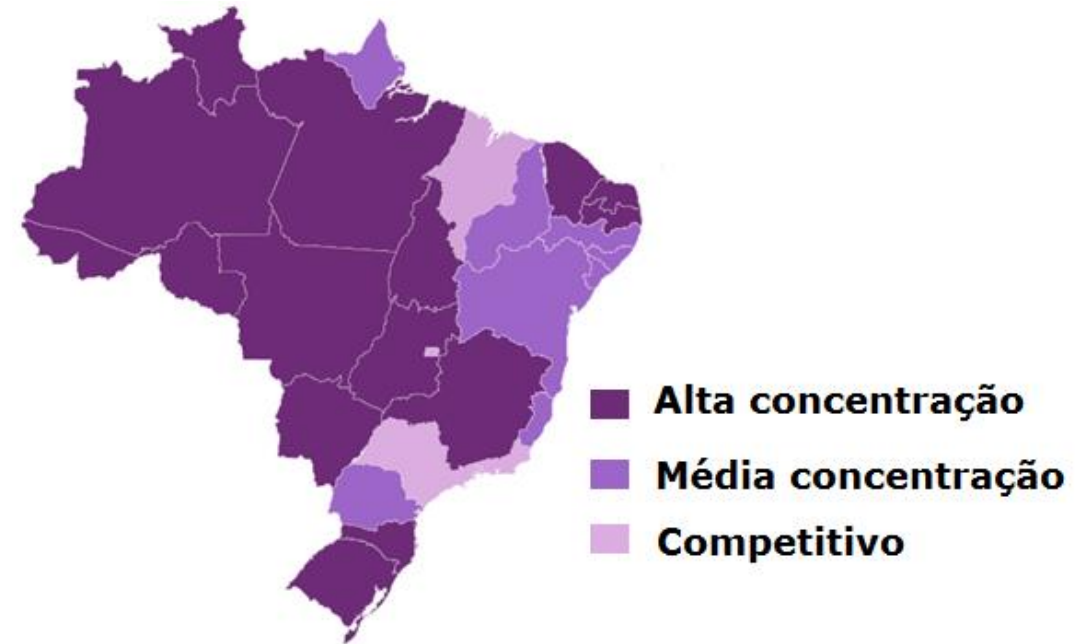
Presença do Grupo Fleury no Brasil

Número de UAs por UF



Concentração de pagadores na capital por UF

Baseado no Índice de Herfindahl



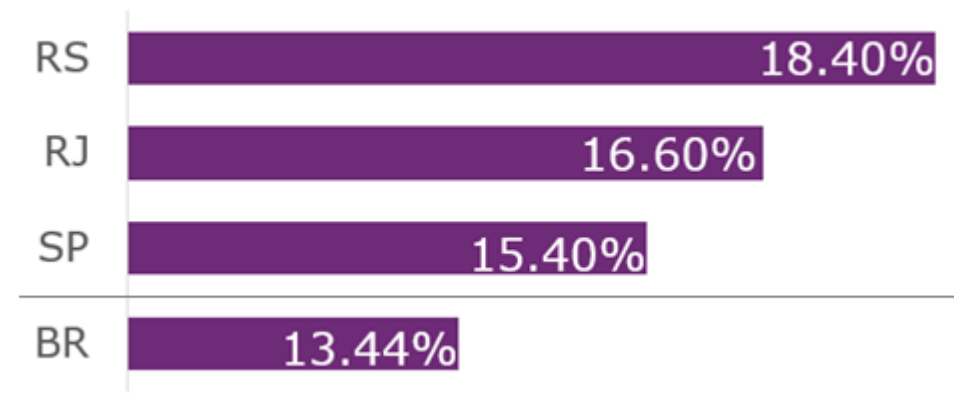
Número de vidas cobertas

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*

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

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

Análise Financeira e Valuation

Expansão focada nas unidades de atendimento

Recomendação

Saúde
Suplementar

Medicina
Diagnóstica

Grupo Fleury

SWOT

Análise
Financeira e
Valuation

Premissas

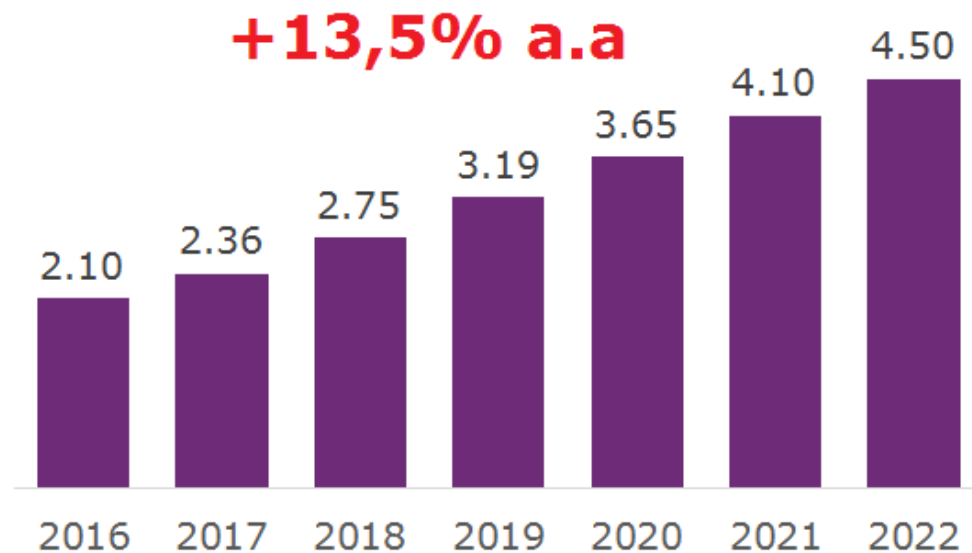
DEMANDA

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

UNIDADES DE ATENDIMENTO

- Inauguração de novas UAs totalizando 37.000m² nos próximos 5 anos
- Aumento da eficiência gera aumento no número de exames por m²
- 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

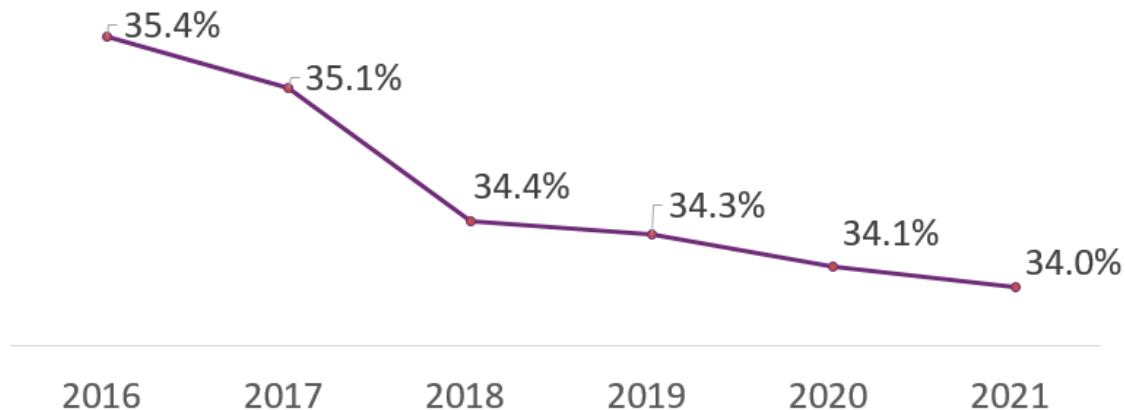
Grupo Fleury

SWOT

Análise
Financeira e
Valuation

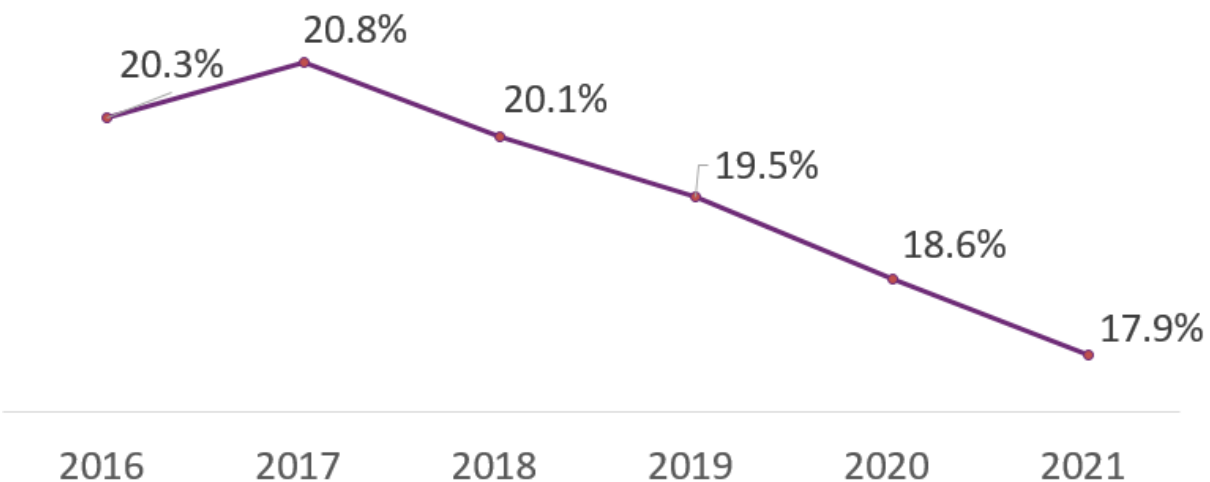
Custos de pessoal e serviços médicos

Porcentagem da receita líquida



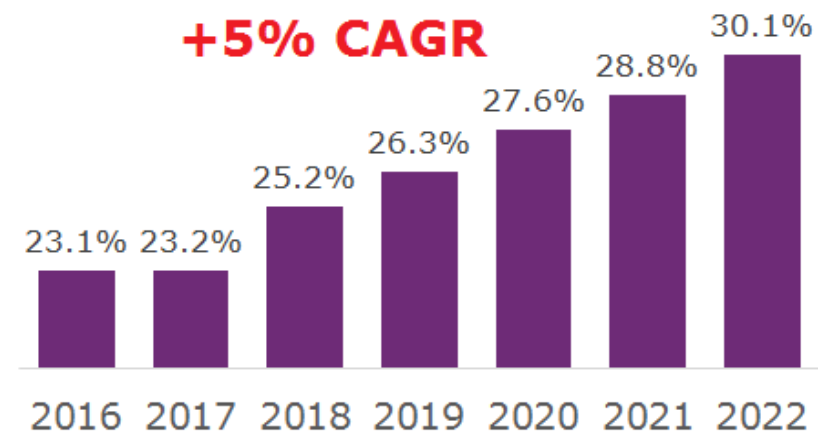
Custos de aluguéis, serviços com ocupação e utilidades

Porcentagem da receita líquida



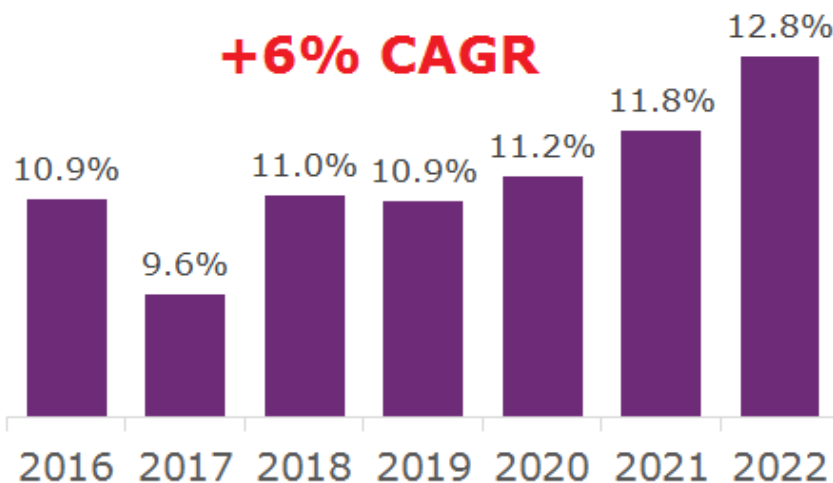
Margem EBITDA

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			
FCFE (R\$)	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

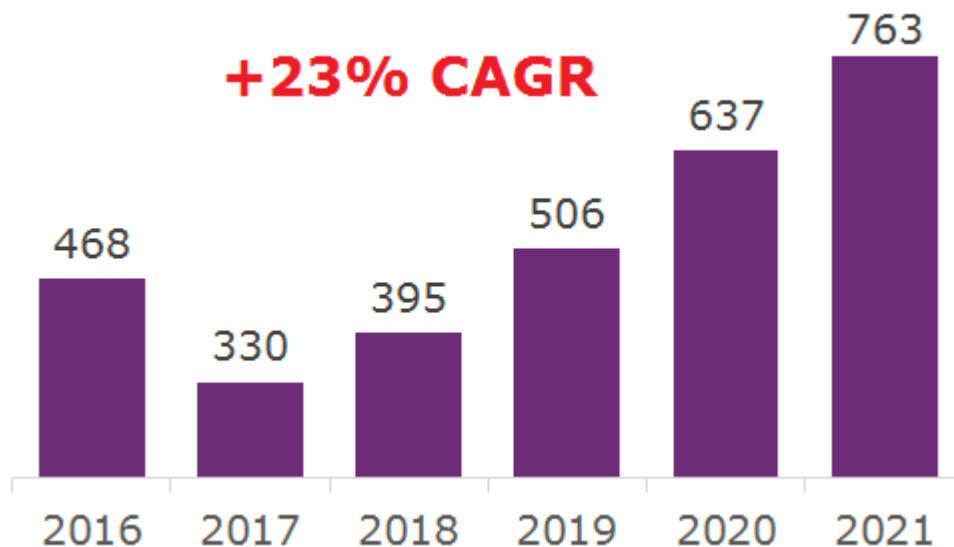
Grupo Fleury

SWOT

Análise
Financeira e
Valuation

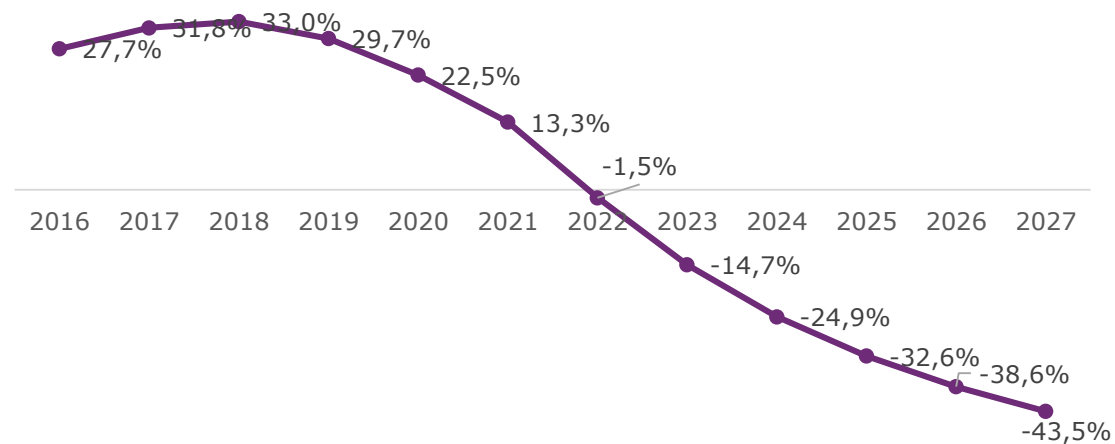
Geração de caixa operacional

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

Recomendação

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

Saúde
Suplementar

Medicina
Diagnóstica

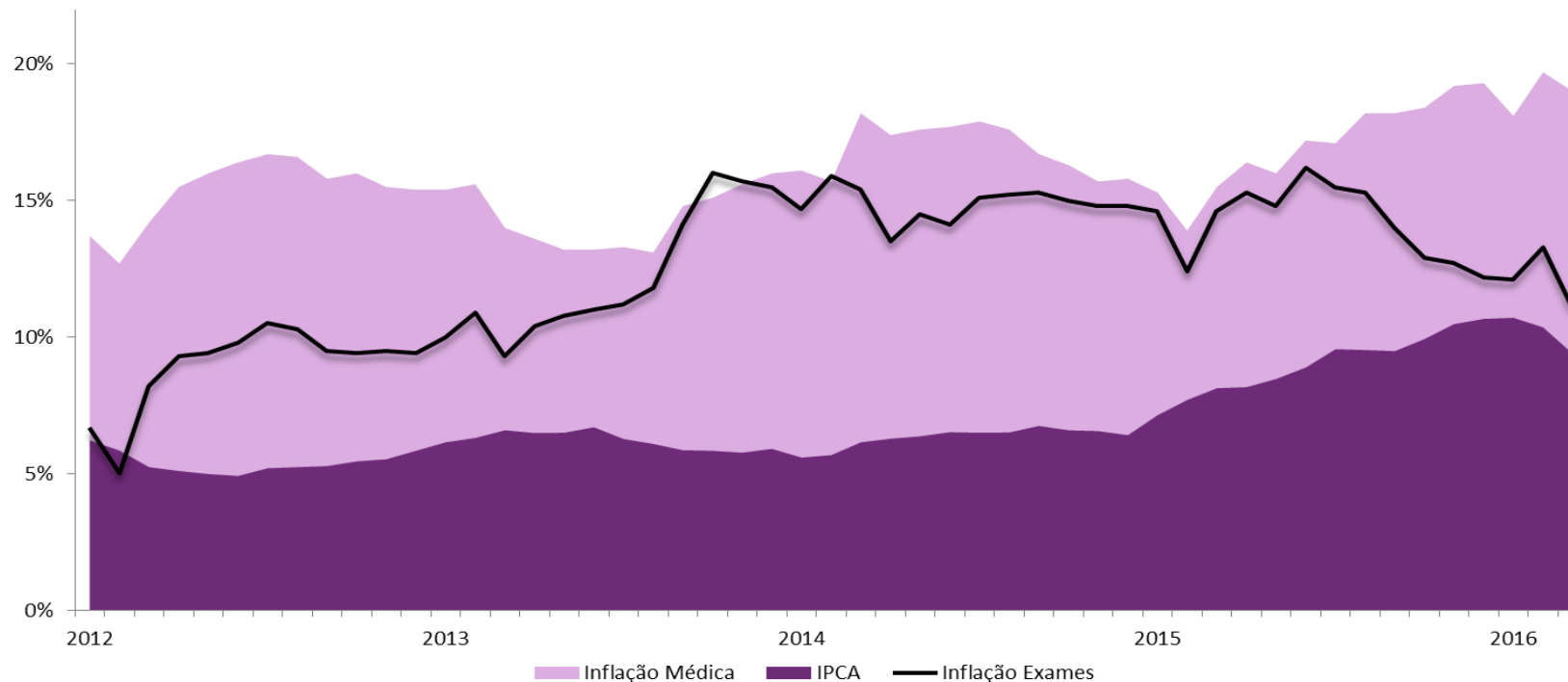
Grupo Fleury

SWOT

Análise
Financeira e
Valuation

Inflação sobre o preço de exames é inferior ao VCMH

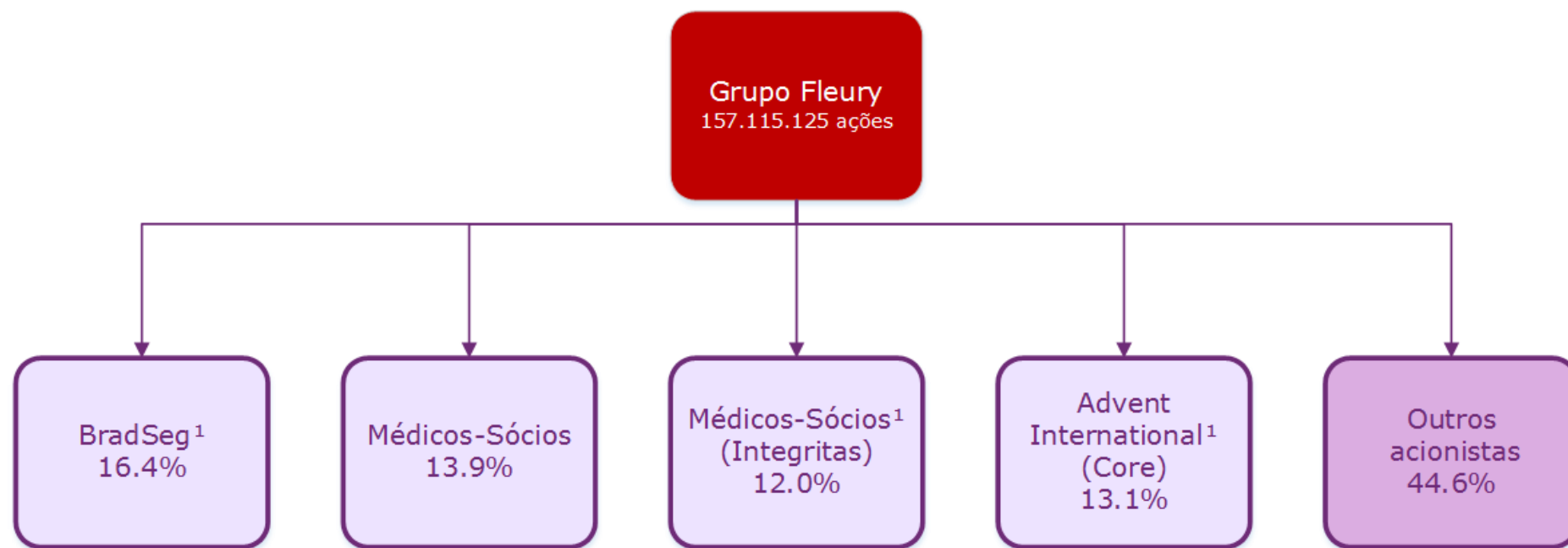
Aumento % referente aos últimos 12 meses



Q&A

Anexos

Estrutura acionária



Premissas sobre as receitas

Unidades de atendimento

Premissa	Descrição
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

Premissa	Descrição
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

