

Fleury

Crescimento bom para saúde!

Raio-X

Com mais de 90 anos de história, o Grupo Fleury realiza aproximadamente 62 milhões de exames ao ano, divididos entre 3,5 mil tipos de testes em 37 áreas diferentes, um portfólio completo em medicina diagnóstica. Conta com cerca de 8,8 mil colaboradores e 1,8 mil médicos prestando serviços nos principais centros econômicos do Brasil. São 145 unidades de atendimento, além de 22 operações em hospitais. Além da marca Fleury, a empresa conta nomes fortes como Clínica Felipe Mattoso, Weinmann Laboratório, A+, Diagnoson a+ e Labs a+.

Desconcentrando o negócio

Frequentemente associada à sua principal marca e carro-chefe Fleury, o Grupo vem promovendo uma ampliação de seu portfólio para atuar em mais segmentos e regiões. Se em 2010 a marca Fleury representava 60% da receita do grupo, em 2017 este patamar está em 50%. A empresa continua investindo na marca líder no segmento premium (foram 8 inaugurações no último trimestre), mas o segmento intermediário deve ser o foco das 90 novas lojas previstas para serem inauguradas até 2021. Nesse campo a companhia tem a A+ como marca nacional lançada em 2011. Aliado a isso, o Grupo Fleury segue na trajetória de se tornar referência nacional para parcerias estratégicas com hospitais (70% dos médicos apontam como melhor e mais confiável centro de diagnóstico segundo o Ibope e possui um NPS de 72%).

Aquisições

Após 6 anos sem realizar aquisições, (em 2011 adquiriu a Lab's no Rio de Janeiro), o Grupo Fleury retornou ao mercado e comprou a Serdil, laboratório especializado em exames de imagem de Porto Alegre. Segundo informações da empresa, cerca de 20 outros laboratórios em várias regiões do Brasil estão no radar para futuras aquisições, sendo que um terço deles estão em negociações avançadas e 3 estão em processo de diligência. Atualmente presente em 6 Estados e no Distrito Federal, o grupo afirma que deve ampliar presença geográfica via essa nova rodada de aquisições. O grupo Fleury tem marcas fortes e um histórico positivo de incorporações. Somado a um pilar de inovação interno que tem aumentado a rentabilidade de suas unidades, a Fleury tem uma previsibilidade interessante e particularmente a nova rodada de aquisições tende a ser uma oportunidade para valorização mais forte do ativo.

Precariedade Setor de Saúde

Segundo a última pesquisa Datafolha, a saúde supera a corrupção como principal problema do país (24%), e 93% da população está insatisfeita com os serviços no Brasil. Com a situação fiscal crítica do país, o investimento em saúde não deverá ter um grande salto no curto/médio prazo. Assim, vemos que existe um espaço muito grande para o setor privado conquistar nos próximos anos. Em um mercado pouco concentrado (existem cerca de mil operadoras de planos de saúde), vemos uma subpenetração de convênios com apenas 25% da população possuindo um plano de saúde, e o Datafolha aponta que ter um plano de saúde é a terceira maior prioridade dos brasileiros, atrás somente de educação e casa própria, respectivamente. A retomada da atividade deve favorecer uma busca por serviços de maior qualidade por parte da população.

Recomendação

A empresa vem se destacando com uma redução de custos em torno de 16,9% desde 2016, além de uma melhora na margem EBITDA em 42,3% e um CAGR de 16,5% (2009 até hoje). Assim, mesmo entendendo que a empresa negocie a múltiplos caros, 32 P/E, ainda vemos espaço para upside até o final de 2018. Acreditamos que pouco dessa nova rodada de aquisições está precificado no mercado, o que torna o papel bem atrativo em um setor resiliente. Conforme os anúncios forem feitos o ativo deve valorizar-se, além do pano de fundo com perspectiva positiva de expansão das marcas atuais do Grupo Fleury.

Positivo

Preço Atual: R\$ 31.38
23-out-17

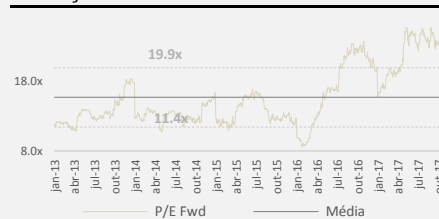
Celson Plácido, CNPI
(11) 3526-1866
celson.placido@xpi.com.br

Marco Saravalle, CNPI
(11) 3027-2285
marco.saravalle@xpi.com.br

Bruna Pezzin, CNPI
(11) 3526-1452
bruna.pezzin@xpi.com.br

Gustavo Cruz, CNPI
(11) 3526-1886
gustavo.cruz@xpi.com.br

Evolução P/E Est - FLRY3



Cenários de Preço 2018

| | P/E | Preço | Var % |
|--------|-------|-----------|--------|
| Hoje | 32.0x | R\$ 31.38 | - |
| Base | 29.6x | R\$ 37.00 | 18% ↑ |
| Ótimo | 32.0x | R\$ 40.00 | 27% ↑ |
| Stress | 21.6x | R\$ 27.00 | -14% ↓ |

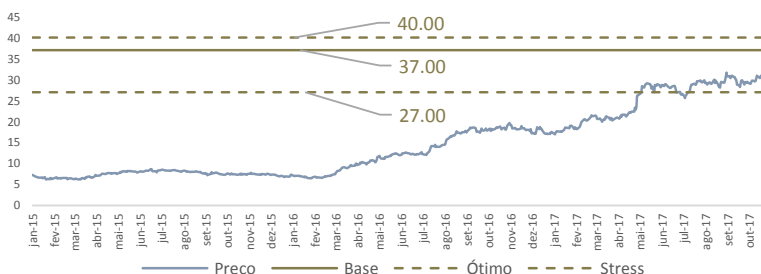
Fontes: XP Investimentos

Principais Múltiplos

| | 2017E | 2018E |
|---------------------|-------|-------|
| P/E | 31.0x | 25.1x |
| EV/EBITDA | 16.5x | 13.8x |
| P/B | 5.8x | 5.1x |
| Dividend Yield* | 1.8% | |
| Dívida Líq/EBITDA** | 0.5x | |

Fontes: Bloomberg e XP Investimentos. *2017. **2T17.

Gráfico 1. Histórico de Preço e Possíveis Cenários / 2018E



Fontes: Bloomberg e XP Investimentos.

CENÁRIO BASE

R\$ 37,00 (+18%)

A empresa aproveita o momento de retomada da economia para seguir sua expansão, tanto de novas unidades, quanto de aquisições, e segue se consolidando.

CENÁRIO ÓTIMO

R\$ 40,00 (+27%)

As aquisições da empresa surpreendem e impulsionam o preço do ativo. A retomada da economia vem acima do projetado hoje e a base de clientes da empresa cresce em um ritmo acelerado.

CENÁRIO STRESS

R\$ 27,00 (-14%)

As novas unidades decepcionam e levantam questionamentos sobre o ritmo de expansão. As aquisições são tidas como erros de estratégia e reduzem otimismo com o ativo.

Tabela 1. Consenso Bloomberg

| R\$ Milhões | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Receita Líquida | 1,895 | 2,096 | 2,407 | 2,774 |
| Crescimento A/A | | 11% | 15% | 15% |
| EBITDA | 369 | 482 | 624 | 743 |
| Crescimento A/A | | 31% | 29% | 19% |
| Margem EBITDA | 19.5% | 23.0% | 25.9% | 26.8% |
| Lucro Líquido | 114 | 228 | 318 | 393 |
| Crescimento A/A | | 99% | 40% | 24% |
| Margem Líquida | 6.0% | 10.9% | 13.2% | 14.2% |

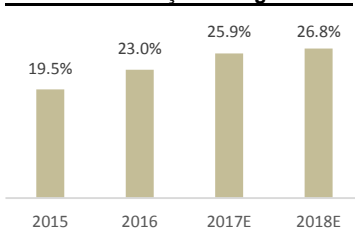
Fontes: Bloomberg, Empresa e XP Investimentos

Tabela 2. Outras Informações

| R\$ Milhões (Exceto %) | |
|----------------------------|-------|
| Dívida (Caixa) Líquido | 371 |
| Ações em Circulação* | 315 |
| Market Capitalization | 9,878 |
| Performance da Ação | |
| Últ. Semana | 0% |
| Últ. Mês | 47% |
| Acumulada Ano | 79% |
| Últimos 12 Meses | 69% |

Fontes: Bloomberg e XP Investimentos. *ON's e PN's.

Gráfico 2. Evolução da Mg. EBITDA



Fontes: Bloomberg, Empresa e XP Investimentos

CATALISADORES

1. Melhora Econômica. A empresa é resiliente em momentos de crise dado sua oferta de serviços. No entanto, é natural associar uma melhora econômica à busca por serviços melhores. Acreditamos que uma retomada acima da projetada atualmente pode impulsionar os serviços da empresa.

2. Aquisições. Pouco foi divulgado sobre essa nova onda de aquisições em que o Grupo Fleury está entrando. Sabe-se que são em torno de 20 alvos potenciais, e que a incursão em novos Estados é uma possibilidade. O mercado é muito fragmentado, o que permite o grupo realizar compras interessantes a preços competitivos. No segmento lab-to-lab, a empresa particularmente está bem distante da líder.

3. Melhora tecnológica. Um dos pilares da empresa é a inovação. A busca por ser digital abre um leque de oportunidades com grande potencial para impulsionar a empresa nos próximos anos. A utilização de apps para aproximação com clientes e ganhos de eficiência em diagnósticos mostra um dinamismo interessante.

RISCOS

1. Cenário Político. As eleições de 2018 tendem a ter um desfecho positivo, com um candidato reformista assumindo em 2019. No entanto, a campanha deve ter candidatos contrários a agenda de reformas que vem sendo implementada, o que pode desestabilizar os preços da economia.

2. Concorrência. Da mesma maneira que a empresa pode se beneficiar do mercado ainda fragmentado, nada impede que algum concorrente comece uma série de aquisições que coloque em risco os patamares alcançados pelo grupo.

3. Mudança regulatória. A empresa pode ser prejudicada por algum tipo de interferência na forma como são cobrados os procedimentos médicos. Dada a sensibilidade do tema, não é uma hipótese descartável.

Disclaimer

- 1) Este relatório de análise foi elaborado pela XP Investimentos CCTVM S.A. ("XP Investimentos ou XP") de acordo com todas as exigências previstas na Instrução CVM nº 483, de 6 de julho de 2010, tem como objetivo fornecer informações que possam auxiliar o investidor a tomar sua própria decisão de investimento, não constituindo qualquer tipo de oferta ou solicitação de compra e/ou venda de qualquer produto. As informações contidas neste relatório são consideradas válidas na data de sua divulgação e foram obtidas de fontes públicas. A XP Investimentos não se responsabiliza por qualquer decisão tomada pelo cliente com base no presente relatório.
- 2) Este relatório foi elaborado considerando a classificação de risco dos produtos de modo a gerar resultados de alocação para cada perfil de investidor.
- 3) O(s) signatário(s) deste relatório declara(m) que as recomendações refletem única e exclusivamente suas análises e opiniões pessoais, que foram produzidas de forma independente, inclusive em relação à XP Investimentos e que estão sujeitas a modificações sem aviso prévio em decorrência de alterações nas condições de mercado, e que sua(s) remuneração(es) é(são) indiretamente influenciada por receitas provenientes dos negócios e operações financeiras realizadas pela XP Investimentos.
- 4) O analista responsável pelo conteúdo deste relatório e pelo cumprimento da Instrução CVM nº 483/10 está indicado acima, sendo que, caso constem a indicação de mais um analista no relatório, o responsável será o primeiro analista credenciado a ser mencionado no relatório.
- 5) Os analistas da XP Investimentos estão obrigados ao cumprimento de todas as regras previstas no Código de Conduta da APIMEC para o Analista de Valores Mobiliários e na Política de Conduta dos Analistas de Valores Mobiliários da XP Investimentos.
- 6) O atendimento de nossos clientes é realizado por empregados da XP Investimentos ou por agentes autônomos de investimento que desempenham suas atividades por meio da XP, em conformidade com a ICVM nº 497/2011, os quais encontram-se registrados na Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários – ANCORD. O agente autônomo de investimento não pode realizar consultoria, administração ou gestão de patrimônio de clientes, devendo atuar como intermediário e solicitar autorização prévia do cliente para a realização de qualquer operação no mercado de capitais.
- 7) Os produtos apresentados neste relatório podem não ser adequados para todos os tipos de cliente. Antes de qualquer decisão, os clientes deverão realizar o processo de suitability e confirmar se os produtos apresentados são indicados para o seu perfil de investidor. Este material não sugere qualquer alteração de carteira, mas somente orientação sobre produtos adequados a determinado perfil de investidor.
- 8) A rentabilidade de produtos financeiros pode apresentar variações e seu preço ou valor pode aumentar ou diminuir num curto espaço de tempo. Os desempenhos anteriores não são necessariamente indicativos de resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. As informações presentes neste material são baseadas em simulações e os resultados reais poderão ser significativamente diferentes.
- 9) Este relatório é destinado à circulação exclusiva para a rede de relacionamento da XP Investimentos, incluindo agentes autônomos da XP e clientes da XP, podendo também ser divulgado no site da XP. Fica proibida sua reprodução ou redistribuição para qualquer pessoa, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento expresso da XP Investimentos.
- 10) A Ouvidoria da XP Investimentos tem a missão de servir de canal de contato sempre que os clientes que não se sentirem satisfeitos com as soluções dadas pela empresa aos seus problemas. O contato pode ser realizado por meio do telefone: 0800 722 3710.
- 11) O custo da operação e a política de cobrança estão definidos nas tabelas de custos operacionais disponibilizadas no site da XP Investimentos: www.xpi.com.br.
- 12) A XP Investimentos se exime de qualquer responsabilidade por quaisquer prejuízos, diretos ou indiretos, que venham a decorrer da utilização deste relatório ou seu conteúdo.
- 13) A Avaliação Técnica e a Avaliação de Fundamentos seguem diferentes metodologias de análise. A Análise Técnica é executada seguindo conceitos como tendência, suporte, resistência, candelas, volumes, médias móveis entre outros. Já a Análise Fundamentalista utiliza como informação os resultados divulgados pelas companhias emissoras e suas projeções. Desta forma, as opiniões dos Analistas Fundamentalistas, que buscam os melhores retornos dadas as condições de mercado, o cenário macroeconômico e os eventos específicos da empresa e do setor, podem divergir das opiniões dos Analistas Técnicos, que visam identificar os movimentos mais prováveis dos preços dos ativos, com utilização de "stops" para limitar as possíveis perdas.
- 14) *O investimento em ações é indicado para investidores de perfil moderado e agressivo, de acordo com a política de suitability praticada pela XP Investimentos. Ação é uma fração do capital de uma empresa que é negociada no mercado. É um título de renda variável, ou seja, um investimento no qual a rentabilidade não é preestabelecida, varia conforme as cotações de mercado. O investimento em ações é um investimento de alto risco e os desempenhos anteriores não são necessariamente indicativos de resultados futuros e nenhuma declaração ou garantia, de forma expressa ou implícita, é feita neste material em relação a desempenhos. As condições de mercado, o cenário macroeconômico, os eventos específicos da empresa e do setor podem afetar o desempenho do investimento, podendo resultar até mesmo em significativas perdas patrimoniais. A duração recomendada para o investimento é de médio-longo prazo. Não há quaisquer garantias sobre o patrimônio do cliente neste tipo de produto.*
- 15) *O investimento em opções é preferencialmente indicado para investidores de perfil agressivo, de acordo com a política de suitability praticada pela XP Investimentos. No mercado de opções, são negociados direitos de compra ou venda de um bem por preço fixado em data futura, devendo o adquirente do direito negociado pagar um prêmio ao vendedor tal como num acordo seguro. As operações com esses derivativos são consideradas de risco muito alto por apresentarem altas relações de risco e retorno e algumas posições apresentarem a possibilidade de perdas superiores ao capital investido. A duração recomendada para o investimento é de curto prazo e o patrimônio do cliente não está garantido neste tipo de produto.*
- 16) *O investimento em termos é indicado para investidores de perfil agressivo, de acordo com a política de suitability praticada pela XP Investimentos. São contratos para compra ou a venda de uma determinada quantidade de ações, a um preço fixado, para liquidação em prazo determinado. O prazo do contrato a Termo é livremente escolhido pelos investidores, obedecendo o prazo mínimo de 16 dias e máximo de 999 dias corridos. O preço será o valor da ação adicionado de uma parcela correspondente aos juros – que são fixados livremente em mercado, em função do prazo do contrato. Toda transação a termo requer um depósito de garantia. Essas garantias são prestadas em duas formas: cobertura ou margem.*
- 17) *O investimento em Mercados Futuros embute riscos de perdas patrimoniais significativos, e por isso é indicado para investidores de perfil agressivo, de acordo com a política de suitability praticada pela XP Investimentos. Commodity é um objeto ou determinante de preço de um contrato futuro ou outro instrumento derivativo, podendo consubstanciar um índice, uma taxa, um valor mobiliário ou produto físico. É um investimento de risco muito alto, que contempla a possibilidade de oscilação de preço devido à utilização de alavancagem financeira. A duração recomendada para o investimento é de curto prazo e o patrimônio do cliente não está garantido neste tipo de produto. As condições de mercado, mudanças climáticas e o cenário macroeconômico podem afetar o desempenho do investimento.*
- 18) ESTA INSTITUIÇÃO É ADERENTE AO CÓDIGO ANBIMA DE REGULAÇÃO E MELHORES PRÁTICAS PARA ATIVIDADE DE DISTRIBUIÇÃO DE PRODUTOS DE INVESTIMENTO NO VAREJO.