



# Fleury

Introduzindo o Preço-Alvo de R\$23,50 (2022E); Substituindo o Preço-Alvo de R\$29,20 (2021E)  
Mantendo a Recomendação de "Manutenção"

## Fleury (FLRY3)

**Introduzindo o Preço-Alvo de R\$23,50 (2022E); Substituindo o Preço-Alvo de R\$29,20 (2021E)**

Mantendo a Recomendação de "Manutenção"

**Caio Moscardini; Ricardo Peretti**

**Resumo:** Assumimos a cobertura da Fleury (FLRY3) com um preço-alvo de R\$ 23,50 para o ano de 2022 e com uma recomendação de "Manutenção". A preços atuais, vemos as ações da FLRY sendo negociadas a 23x P/L para 2022, em linha com a média histórica dos últimos três anos. Sendo assim, em nossa opinião, não há quaisquer indicativos de que o lucro por ação (LPA) fornecerá um suporte para uma reclassificação significativa. Projetamos, ainda, uma queda de aproximadamente 22% no LPA em 2022, impulsionada por (i) pressões nas margens, (ii) maior alavancagem e (iii) taxa Selic de dois dígitos, afetando negativamente as suas despesas financeiras.

**Queda esperada de 22% no LPA em 2022.** A Fleury está carregando uma maior alavancagem, após uma emissão de R\$ 1 bilhão em debêntures e pagamentos de M&A. Sendo assim, esperamos uma despesa financeira de R\$ 311 milhões em 2022 (vs. R\$ 170 milhões em 2021). Neste nível, a alavancagem (Dívida Líquida/EBITDA em 2,2x), não é preocupante para nós, apesar das pressões das despesas financeiras.

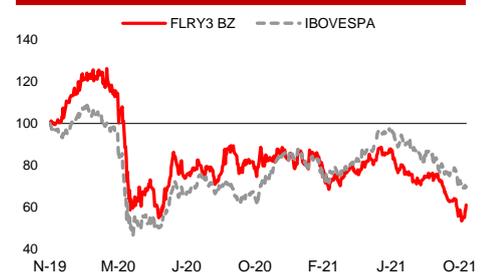
**As pressões de margem também são uma preocupação.** Nós esperamos que a margem EBITDA contraia 44 bps, impulsionado por (i) seu *mix* de portfólio e (ii) pressões de despesas gerais e administrativas. A Fleury tem expandido seu mercado endereçável através da aquisição de negócios com margens menores. Ao nosso ver, isso é positivo, mas pressiona as margens no curto prazo. Nós esperamos que os negócios *non-core* irão entregar 20% de margem EBITDA vs. 27% do negócio principal da companhia. Tendo isso em vista, projetamos que o seu EBITDA cresça 8% a.a. em 2022.

**Ao nosso ver, o crescimento de receita pode surpreender positivamente.** Um dos principais debates no segmento da saúde tem sido a respeito de como as empresas do setor irão compensar a perda da receita esperada com a diminuição dos números de testes de Covid no fim da pandemia. No caso do Fleury, vemos o crescimento orgânico e M&A compensando esse obstáculo e suportando o crescimento de receita de 10% a.a. no próximo ano.

## Manutenção

Preço-Alvo: R\$ 23,50

### Desempenho de Preços (R\$)



## Fleury

### Destaques Financeiros: Demonstração de Resultados e Balanço, 2020–23E em Milhões

	R\$			
P&L ACCOUNT	2020A	2021E	2022E	2023E
Total Revenue	2,972	3,863	4,243	4,497
YoY change (%)	2.3	30.0	9.8	6.0
Gross Profit	810	1,114	1,218	1,328
YoY change (%)	(8.7)	37.6	9.3	9.0
EBITDA	837	1,048	1,133	1,242
YoY change (%)	(4.9)	25.2	8.0	9.7
As % of Revenue	28.2	27.1	26.7	27.6
Operating Income	479	661	697	774
YoY change (%)	(14.6)	38.0	5.6	10.9
As % of Revenue	16.1	17.1	16.4	17.2
Financial Results	(138)	(170)	(311)	(325)
Taxes	(84)	(131)	(104)	(124)
Net Profit	257	360	282	325
YoY change (%)	(17.7)	40.2	(21.6)	15.0
As % of Revenue	8.6	9.3	6.7	7.2
<b>CASH FLOW</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
Depreciation & Amortization	(358)	(388)	(436)	(469)
Other Noncash Items	(98)	(106)	(150)	(160)
Changes in Working Capital	(66)	(119)	(56)	(85)
Operating Cash Flow	451	524	512	549
Capital Expenditures	(188)	(308)	(339)	(360)
Free Cash Flow	264	216	173	189
Other Invest./Divestments	-	-	-	-
Change in Debt	343	339	0	0
Dividends	(229)	(274)	(160)	(225)
Capital Increases/Other	6	5	0	0
<b>BALANCE SHEET</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
Cash and Equivalents	1,042	904	532	496
Current Assets	1,880	1,885	1,575	1,631
Fixed Assets	3,504	4,178	4,646	4,746
Total Assets	5,588	6,288	6,445	6,601
Current Liabilities	1,110	1,244	1,306	1,391
Long-Term Liabilities	2,727	3,247	3,271	3,310
Shareholders' Equity	1,751	1,794	1,865	1,897
Total Financial Debt	2,690	3,140	3,169	3,218
ST Debt	577	533	539	548
LT Debt	2,112	2,607	2,630	2,670
<b>FINANCIAL RATIOS</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
Net Debt	1,648	2,236	2,637	2,722
Capital Employed	3,399	4,034	4,505	-
Net Debt/EBITDA	2.0	2.1	2.3	2.2
Net Debt/Equity	0.9	1.2	1.4	1.4
Capex/Revenue (%)	6.3	8.0	8.0	8.0
Int Cover (%)	11.6	8.5	3.8	4.5
Dividend Payout (%)	73.3	106.5	44.3	79.6
ROCE (%)	16.5	19.6	17.8	-
ROE (%)	14.6	20.3	15.4	17.3
<b>MARKET RATIOS</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
P/E	33.7	18.2	23.3	20.3
P/CE	14.1	8.8	9.2	8.3
FV/EBITDA	12.3	8.4	8.1	7.5
FV/EBIT	21.6	13.3	13.2	12.0
FV/Revenue	3.5	2.3	2.2	2.1
P/BV	5.0	3.7	3.5	3.5
FCF Yield (%)	3.0	3.3	2.6	2.9
Div Yield (%)	2.6	4.2	2.4	3.4
<b>PER SHARE DATA</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
EPS	0.81	1.13	0.89	1.02
DPS	0.23	0.40	0.67	0.92
BVPS	5.52	5.65	5.87	5.97

## Atualizando Estimativas

Nossas estimativas de receita mudaram principalmente devido: (i) aos resultados recentes do último trimestre, que superaram as nossas expectativas, (ii) à consolidação dos M&A já anunciados e (iii) à nossa nova estimativa macroeconômica (Selic em 11,5% no final de 2022). Nossa receita e EBITDA aumentaram 18% e 7%, respectivamente, na média, para 2021E, 2022E e 2023E. Contudo, reduzimos nossas estimativas de lucro líquido para 2022 e 2023 tendo em vista a projeção de alta da taxa Selic e o impacto negativo que isso deve gerar em suas despesas financeiras (vide Figura 1).

No longo prazo, notamos que nossa receita para 2030E está 15% acima das estimativas anteriores. Isso ocorre principalmente devido à: (i) consolidação de M&A e (ii) maiores expectativas de crescimento relacionadas com novos negócios (oftalmologia, infusão de medicamentos e outros).

Figura 1. Valuation de Fluxo de Caixa Livre da Firma (R\$ em milhões)

Changes to our estimates					Santander vs. Consensus				
		2021E	2022E	2023E			2021E	2022E	2023E
Net Revenues	New	3,863	4,243	4,497	Net Revenues	Santander	3,863	4,243	4,497
	Old	3,340	3,551	3,796		Consensus	3,746	4,141	4,472
	Change	16%	19%	18%		Vs. consensus	3%	2%	1%
EBITDA	New	1,048	1,133	1,242	EBITDA	Santander	1,048	1,133	1,242
	Old	989	1,057	1,136		Consensus	1,039	1,134	1,230
	Change	6%	7%	9%		Vs. consensus	1%	0%	1%
EBITDA margin	New	27.1%	26.7%	27.6%	EBITDA margin	Santander	27.1%	26.7%	27.6%
	Old	29.6%	29.8%	29.9%		Consensus	27.7%	27.4%	27.5%
	Change	-2.5%	-3.1%	-2.3%		Vs. consensus	-0.6%	-0.7%	0.1%
Net income	New	360	282	325	Net income	Santander	360	282	325
	Old	364	390	409		Consensus	361	339	407
	Change	-1%	-28%	-21%		Vs. consensus	0%	-17%	-20%

Fontes: Bloomberg e Estimativas Santander.

O nosso preço-alvo para o fim de 2022 é substancialmente menor comparado ao do fim de 2021 devido a uma maior taxa de desconto. Agora, nós projetamos um WACC médio de 12,3% (13% Ke) vs. um Ke de 10,4% anteriormente. Nosso valor de fluxo de caixa descontado (FCD) por ação mudou ±R\$2,00 por ação para cada mudança, na média, de ±50bps na nossa suposição de Ke.

Nosso modelo também é sensível à margem EBITDA perpétua. Nosso valor de FCD por ação muda ±R\$1,70 por ação para cada mudança de ±100 bps em nossa margem EBITDA perpétua. Isso é particularmente importante porque a Fleury vem diversificando seus negócios, e seus novos empreendimentos apresentam margens menores em relação ao core business (análises clínicas e imagem), em nossa opinião.

Figura 2. Preço-Alvo: Drivers de Mudanças (R\$/ação)



Fonte: Estimativas Santander.

Figura 3. Análise de Sensibilidade do Preço-Alvo

Ke	Terminal EBITDA margin				
	28%	29%	30%	31%	32%
11.0%	31.20	32.90	34.70	36.40	38.10
11.5%	28.00	29.50	31.10	32.60	34.10
12.0%	25.40	26.70	28.10	29.40	30.80
12.5%	23.20	24.40	25.60	26.80	28.00
13.0%	21.30	22.40	<b>23.50</b>	24.60	25.70
13.5%	19.80	20.70	21.70	22.70	23.70
14.0%	18.40	19.30	20.20	21.10	22.00
14.5%	17.20	18.00	18.80	19.70	20.50
15.0%	16.10	16.90	17.70	18.40	19.20

Fonte: Estimativas Santander.

## Valuation

Nosso preço-alvo de R\$23,50 para o fim de 2022 é baseado na metodologia de fluxo de caixa livre para a firma (vs. fluxo de caixa livre para o acionista, usada anteriormente), assumindo um WACC médio de 12,3% nos próximos anos, um custo de capital próprio de aprox. 13% (vs.10,4% anteriormente) e de 6% de crescimento perpétuo em termos nominais.

Figura 4. Valuation de Fluxo de Caixa Livre da Firma (R\$ em Milhões)

FCFF	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	Perp
<b>EBIT</b>	<b>697,444</b>	<b>773,665</b>	<b>867,807</b>	<b>980,478</b>	<b>1,068,098</b>	<b>1,138,788</b>	<b>1,214,524</b>	<b>1,298,187</b>	<b>1,381,780</b>	<b>1,469,709</b>	
(-) Lease rent (IFRS16)	-233,370	-247,362	-264,167	-283,337	-302,381	-321,781	-341,698	-362,875	-384,824	-408,119	
(+) Adjustments											
Tax rate (%)	27%	28%	29%	30%	30%	30%	30%	30%	31%	31%	
<b>NOPAT</b>	<b>339,179</b>	<b>380,745</b>	<b>428,161</b>	<b>490,388</b>	<b>536,377</b>	<b>571,041</b>	<b>608,778</b>	<b>650,973</b>	<b>692,666</b>	<b>735,366</b>	
(+) D&A	435,735	469,124	498,690	530,103	562,776	597,024	632,981	671,182	711,387	754,037	
(+/-) WK change	-56,205	-84,784	-48,960	-53,107	-52,144	-50,636	-51,424	-54,591	-56,126	-59,453	
(-) CAPEX	-723,947	-359,799	-336,213	-360,611	-384,849	-409,539	-434,888	-461,841	-489,776	-519,425	
<b>FCFF</b>	<b>-5,238</b>	<b>405,286</b>	<b>541,678</b>	<b>606,772</b>	<b>662,161</b>	<b>707,890</b>	<b>755,447</b>	<b>805,722</b>	<b>858,152</b>	<b>910,525</b>	<b>15,453,685</b>

Period	0.0	0.5	1.5	2.5	3.5	4.5	5.5	6.5	7.5	8.5	8.5
Discount Factor		0.94	0.84	0.75	0.67	0.59	0.53	0.47	0.42	0.37	0.37
Discounted FCFF		382,204	455,249	454,206	441,484	420,378	399,585	379,605	360,126	340,375	5,788,911

Terminal Growth rate

6.0%

Fonte: Estimativas Santander.

No nosso preço-alvo, a Fleury estaria negociando a 8,3x EV/EBITDA (2022E) vs. 7,5x para os preços atuais de aprox. R\$20,70. Já em relação ao P/L, nosso modelo implica uma reclassificação para 26,5x, vs. 23,3x (2022E) atualmente. Vemos o seu PEG a 1,0x, utilizando um CAGR de LPA pelos próximos 2 anos, o que entendemos ser uma precificação justa. Ao nosso ver, um declínio do LPA no próximo ano deveria impedir uma reclassificação mais significativa.

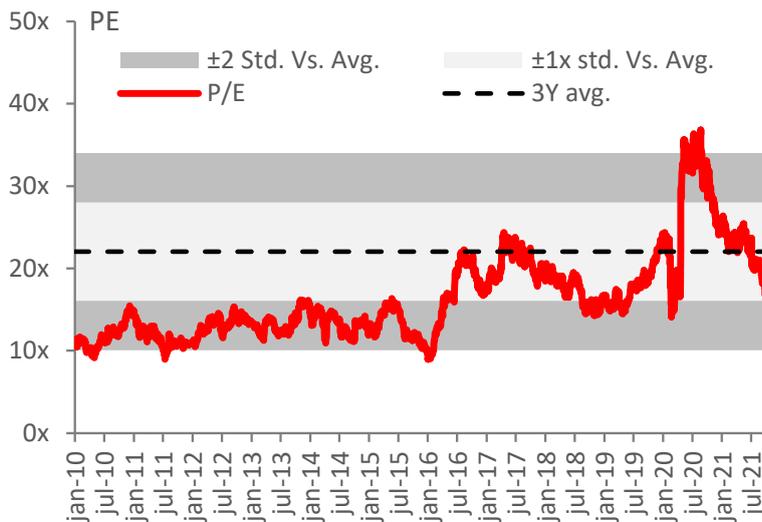
Figura 5. Indicadores EV/EBITDA e P/L com Base no Nosso Preço-Alvo (Target) e Preço Atual

Valuation	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
<b>@ Target</b>										
<b>EV/EBITDA (IFRS16)</b>	<b>8.3x</b>	<b>7.6x</b>	<b>6.9x</b>	<b>6.2x</b>	<b>5.8x</b>	<b>5.4x</b>	<b>5.1x</b>	<b>4.8x</b>	<b>4.5x</b>	<b>4.3x</b>
EV (BRLm)	9,415	9,451	9,404	9,397	9,404	9,419	9,436	9,454	9,476	9,478
Market Cap (BRLm)	7,472	7,472	7,472	7,472	7,472	7,472	7,472	7,472	7,472	7,472
Net Debt (BRLm)	1,943	1,979	1,933	1,926	1,932	1,948	1,965	1,983	2,004	2,006
Adj. EBITDA (BRLm)	1,133	1,242	1,366	1,510	1,630	1,735	1,847	1,968	2,092	2,223
<b>PE</b>	<b>26.5x</b>	<b>23.0x</b>	<b>17.5x</b>	<b>15.0x</b>	<b>13.5x</b>	<b>12.5x</b>	<b>11.6x</b>	<b>10.7x</b>	<b>10.0x</b>	<b>9.0x</b>
Adj. EPS (BRL)	0.89	1.02	1.34	1.57	1.74	1.88	2.03	2.19	2.35	2.60
<b>PEG (2y CAGR)</b>	<b>1.2x</b>	<b>1.0x</b>	<b>1.2x</b>	<b>1.6x</b>	<b>1.7x</b>	<b>1.6x</b>	<b>1.5x</b>	<b>1.2x</b>		
<b>@ Mkt prices</b>										
<b>EV/EBITDA (IFRS16)</b>	<b>7.5x</b>	<b>6.9x</b>	<b>6.2x</b>	<b>5.6x</b>	<b>5.2x</b>	<b>4.9x</b>	<b>4.6x</b>	<b>4.3x</b>	<b>4.1x</b>	<b>3.9x</b>
EV (BRLm)	8,521	8,557	8,511	8,504	8,510	8,526	8,543	8,561	8,582	8,585
Market Cap (BRLm)	6,578	6,578	6,578	6,578	6,578	6,578	6,578	6,578	6,578	6,578
Net Debt (BRLm)	1,943	1,979	1,933	1,926	1,932	1,948	1,965	1,983	2,004	2,006
EBITDA (BRLm)	1,133	1,242	1,366	1,510	1,630	1,735	1,847	1,968	2,092	2,223
<b>PE</b>	<b>23.3x</b>	<b>20.3x</b>	<b>15.4x</b>	<b>13.2x</b>	<b>11.9x</b>	<b>11.0x</b>	<b>10.2x</b>	<b>9.4x</b>	<b>8.8x</b>	<b>8.0x</b>
Adj. EPS (BRL)	0.89	1.02	1.34	1.57	1.74	1.88	2.03	2.19	2.35	2.60
<b>PEG (2y CAGR)</b>	<b>1.0x</b>	<b>0.8x</b>	<b>1.1x</b>	<b>1.4x</b>	<b>1.5x</b>	<b>1.4x</b>	<b>1.3x</b>	<b>1.1x</b>		

Fonte: Estimativas Santander.

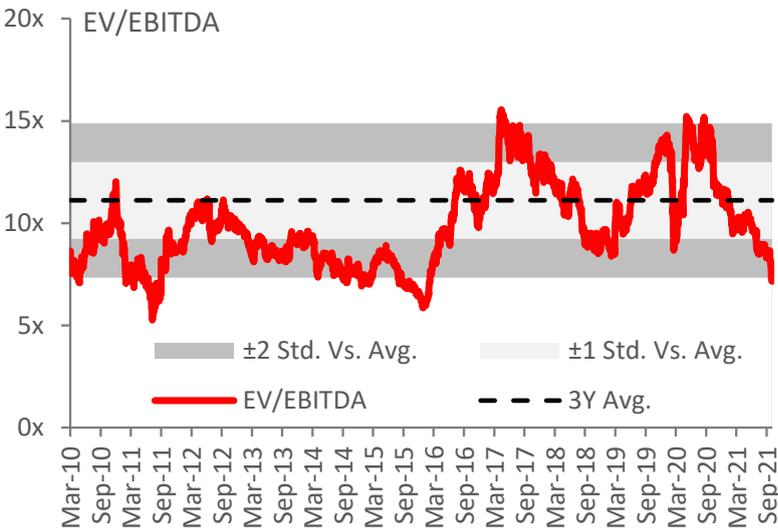
Rebaixamos o preço-alvo da Fleury devido à diminuição das nossas expectativas de crescimento, às pressões nas margens e ao potencial declínio no LPA em 2022. O consenso pode ainda não ter ajustado seus números e, em nossa opinião, esta é possivelmente a razão pela qual os múltiplos atuais mostram FLRY3 sendo negociado 1 desvio padrão abaixo da média histórica de 3 anos. Pelos nossos números, a Fleury estaria negociando ligeiramente acima da média histórica. Sendo assim, vemos um suporte limitado de LPA para uma reclassificação significativa no próximo ano.

Figura 6. P/L Histórico da Fleury



Fontes: Bloomberg e Estimativas Santander.

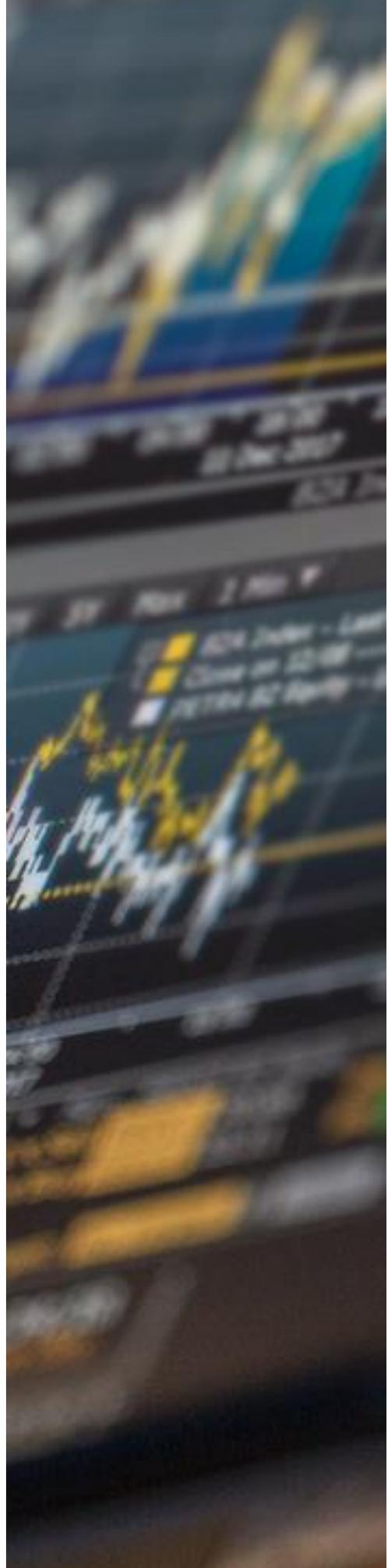
Figura 7. P/L Histórico da Fleury



Fontes: Bloomberg e Estimativas Santander.

## Riscos

Os riscos incluem: crescimento menor que o esperado, riscos de execução em novos negócios (oftalmologia, infusão de medicamentos e outros), deterioração das margens, maior competição e preços de M&A.



## Comunicado Importante

O presente relatório foi preparado pelo Banco Santander (Brasil) S.A. e destina-se somente para informação de investidores, não constituindo oferta de compra ou de venda de algum título e valor mobiliário contido ou não neste relatório (i.e., os títulos e valores mobiliários mencionados aqui ou do mesmo emissor e/ou suas opções, warrants, ou direitos com respeito aos mesmos ou quaisquer interesses em tais títulos e valores mobiliários).

Este relatório não contém, e não tem o escopo de conter, toda a informação relevante a respeito do assunto ora abordado. Portanto, este relatório não consiste e nem deve ser considerado como uma declaração e/ou garantia quanto à integridade, precisão, veracidade das informações aqui contidas.

Qualquer decisão de compra ou venda de títulos e valores mobiliários deverá ser baseada em informações públicas existentes sobre os referidos títulos e, quando apropriado, deve levar em conta o conteúdo dos correspondentes prospectos arquivados, e a disposição, nas entidades governamentais responsáveis por regular o mercado e a emissão dos respectivos títulos.

As informações contidas neste relatório foram obtidas de fontes consideradas seguras, muito embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis para assegurar que as informações aqui contidas não são incertas ou equívocas no momento de sua publicação, não garantimos sua exatidão, nem que as mesmas são completas e não recomendamos que se confie nelas como se fossem.

Todas as opiniões, estimativas e projeções que constam no presente relatório traduzem nossa opinião na data de sua emissão e podem ser modificadas sem prévio aviso, considerando nossas premissas relevantes e metodologias adotadas à época de sua emissão, conforme estabelecidas no presente relatório.

O Santander ou quaisquer de seus diretores ou funcionários poderão adquirir ou manter ativos direta ou indiretamente relacionados à(s) empresa(s) aqui mencionada(s), desde que observadas as regras previstas na Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021 ("Resolução CVM 20").

O Santander não será responsável por perdas diretas ou lucros cessantes que sejam decorrentes do uso do presente relatório.

O presente relatório não poderá ser reproduzido, distribuído ou publicado pelo seu destinatário para qualquer fim.

A fim de atender à exigência regulatória prevista na Resolução CVM 20, segue declaração do analista:

Nós, **Caio Moscardini** e **Ricardo Peretti**, analistas de valor mobiliário credenciados nos termos da Resolução CVM 20, de 25 de fevereiro de 2021, subscritores e responsáveis por este relatório, o qual é distribuído pelo Santander, com relação ao conteúdo objeto do presente relatório, declaramos que as recomendações refletem única e exclusivamente a nossa opinião pessoal, e foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação à instituição a qual estamos vinculado, nos termos da Resolução CVM 20. Adicionalmente, declaramos o que segue:

- (i) O presente relatório teve por base informações baseadas em fontes públicas e independentes, conforme fontes indicadas ao longo do documento;
- (ii) As análises contidas neste documento apresentam riscos de investimento, não são asseguradas pelos fatos, aqui contidos ou obtidos de forma independente pelo investidor, e nem contam com qualquer tipo de garantia ou segurança do analista, do Santander ou de quaisquer das suas controladas, controladores ou sociedades sob controle comum;
- (iii) O presente relatório não contém, e não tem o escopo de conter, todas as informações substanciais com relação ao setor objeto de análise no âmbito do presente relatório;

O Banco Santander (Brasil) S.A, suas controladas, seus controladores ou sociedades sob controle comum, declaram, nos termos da Resolução CVM 20, que:

- Têm interesse financeiro e comercial relevante em relação ao setor, à companhia ou aos valores mobiliários objeto desse relatório de análise.
- Recebem remuneração por serviços prestados para o emissor objeto do presente relatório ou pessoas a ele ligadas.
- Estão envolvidas na aquisição, alienação ou intermediação do(s) valor(es) mobiliário(s) objeto do presente relatório de análise.
- Podem ter (a) coordenado ou coparticipado da colocação de uma oferta pública dos títulos de companhia(s) citada(s) no presente relatório nos últimos 12 meses; (b) ter recebido compensações de companhia(s) citada(s) no presente relatório por serviços de bancos de investimento prestados nos últimos 12 meses; (c) espera receber ou pretende obter compensações de companhia(s) citada(s) no presente relatório por serviços de banco de investimento prestados nos próximos 3 meses.
- Prestaram, prestam ou poderão prestar serviços financeiros, relacionados ao mercado de capitais, ou de outro tipo, ou realizar operações típicas de banco de investimento, de banco comercial ou de outro tipo a qualquer empresa citada neste relatório.

O conteúdo deste relatório é destinado exclusivamente à(s) pessoa(s) e/ou organizações devidamente identificadas, podendo conter informações confidenciais, as quais não podem, sob qualquer forma ou pretexto, ser utilizadas, divulgadas, alteradas, impressas ou copiadas, total ou parcialmente, por pessoas não autorizadas pelo Santander.

Este relatório foi preparado pelo analista responsável do Santander, não podendo ser, no todo ou em parte, copiado, fotocopiado, reproduzido ou distribuído a qualquer pessoa além daquelas a quem este se destina. Ainda, a informação contida neste relatório está sujeita a alteração sem prévio aviso.

Os potenciais investidores devem buscar aconselhamento financeiro profissional sobre a adequação do investimento em valores mobiliários, outros investimentos ou estratégias de investimentos aqui discutidos, e devem entender que declarações sobre perspectivas futuras podem não se concretizar. Os potenciais investidores devem notar que os rendimentos de valores mobiliários ou de outros investimentos, se houver, referidos neste relatório podem flutuar e que o preço ou o valor desses títulos e investimentos pode subir ou cair. Assim, potenciais investidores podem não receber a totalidade do valor investido. O desempenho passado não é necessariamente um guia para o desempenho futuro.

Eventuais projeções, bem como todas as estimativas a elas relacionadas, contidas no presente relatório, são apenas opiniões pessoais do analista, elaboradas de forma independente e autônoma, não se constituindo compromisso por obtenção de resultados ou recomendações de investimentos em títulos e valores mobiliários ou setores descritos neste relatório.

© 2021 Copyright Banco Santander (Brasil) S/A. Direitos Reservados

Este relatório é uma versão em português do original publicado por Santander Investment Securities Inc. em 08/11/2021. Responsável pela tradução: Ricardo Peretti.

 **Santander**  
Corporate & Investment Banking