

## Descrição do negócio

O Grupo Fleury (IBOV: FLRY3) é referência no setor de saúde e de medicina diagnóstica no Brasil, com mais de 500 unidades de atendimento em todo o país. A companhia foi fundada por Gastão Fleury Silva há quase um século, em 1926, em São Paulo. Desde então, o grupo vem ampliando suas áreas de atuação e dominando o setor. Abriu seu capital na bolsa de valores (B3) no segundo semestre de 2009, com ações no valor de R\$16,00 e com um valor de mercado de R\$2,1 bilhões e, atualmente, esse valor se encontra em R\$14,00 e R\$7,8 bilhões.

## Distribuição Geográfica

O Grupo Fleury, como líder no setor da saúde, estende sua influência por todo o território nacional com impressionantes números de operação: cerca de 500 unidades de atendimento distribuídas por 13 estados e especializadas em 24 áreas técnicas distintas (Figura 3). Com uma equipe que ultrapassa 20 mil funcionários e 4,3 mil médicos, a empresa também é proprietária de 39 marcas regionais consolidadas. Notavelmente, mais de 50% das suas unidades de atendimento estão concentradas na Região Sudeste do Brasil, seguida pela Região Nordeste, destacando a intensidade da presença da Fleury e Hermes Pardini nesses importantes mercados regionais.

## Estrutura e Monetização

**Fonte de receita:** O segmento de Medicina Diagnóstica, que compõe as unidades de atendimento, é a principal fonte de receita da companhia (figura 2), representando R\$4,5 bilhões da receita líquida (2023). Além disso, a empresa conta com a receita proveniente da Medicina Integrada (Lab-to-Lab, atendimentos a hospitais, novos elos, plataformas de saúde e outras operações) que representa R\$1,9 bilhões da receita líquida (2023).

- Medicina Diagnóstica B2C: Unidades de atendimento físicas e serviço de atendimento móvel.
- Medicina Diagnóstica B2B: Prestação de serviços para laboratórios de diagnósticos (lab-to-lab) e em hospitais em todo o país.
- Novos Elos: Clínicas de Infusão de Medicamentos, Ortopedia, Oftalmologia, Centro Cirúrgico Ambulatorial, Medicina Reprodutiva e Oncologia.
- Plataformas de Saúde: Plataformas digitais para integração entre marcas e laboratórios parceiros, e Marketplaces.

**Diferenciação:** As Unidades de Saúde contam com três segmentos socioeconômicos, permitindo assim, que a empresa alcance os mais variados públicos e tendo um valor agregado superior a concorrência, sendo eles: Serviço Premium (realizado pela marca Fleury Medicina e Saúde); Serviço Intermediário (realizado pelas marcas LABS, A+ medicina diagnóstica, LAFE e DiagMax); Serviço Básico (realizado pelo Laboratório Campana até o cliente).

## Fusões e aquisições: Estratégia de Expansão Contínua

**Ecosistema Fleury:** O Grupo Fleury adota uma abordagem integrada e abrangente para atender às diversas necessidades de saúde dos seus pacientes (Figura 6), para promover um cuidado integral e personalizado, criando um ecossistema que abrange desde a prevenção até a atenção especializada e cirúrgica. Começando por Prevenção (Checkups / Genômica / Vacinas), indo para Atenção Primária (Consultas de Atenção Primária), depois Atenção Secundária (Consultas em Especialidade Médica), até Atenção Terciária (Cirurgias).

**Aquisições:** No início dos anos 2000, a companhia iniciou o processo para aquisição de marcas do setor que resultou na aquisição de 39 marcas do ramo (Figura 7). Diante das aquisições, o Fleury tem como estratégia buscar ativos com reconhecida reputação e fortes marcas em seu mercado de atuação na área de medicina diagnóstica. As estimativas das sinergias advindas da combinação ficam entre R\$ 200 e 220 milhões, com perspectivas de captura ao longo dos próximos três anos. As sinergias previstas são oriundas da consolidação da estratégia de crescimento; eficiência operacional, logística, produção e custos; e alavancagem do portfólio de negócios

**Grupo Pardini:** O grupo Fleury anunciou em 2022 a aquisição do laboratório Hermes Pardini pelo valor de R\$2,5 bilhões. O Grupo Pardini, líder nacional no mercado B2B, ou 'lab to lab', amplia significativamente o portfólio da Fleury (Figura 5). A receita bruta anual combinada entre as empresas incorporadas somam R\$6,1 bilhões, com aumento do EBITDA entre R\$160 milhões e R\$190 milhões. Assim, a Fleury se aproxima da líder no setor de diagnósticos, Dasa, que teve receita de R\$6,5 bilhões em 2021.

Figura 3: Mapa de Unidades por Região

### Fleury e Hermes Pardini

Fonte: RI da Companhia

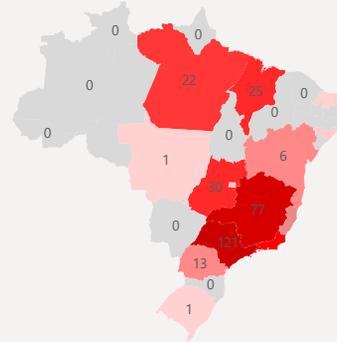


Figura 4: Breakdown da Receita por segmento e por marca

Fonte: RI da Companhia

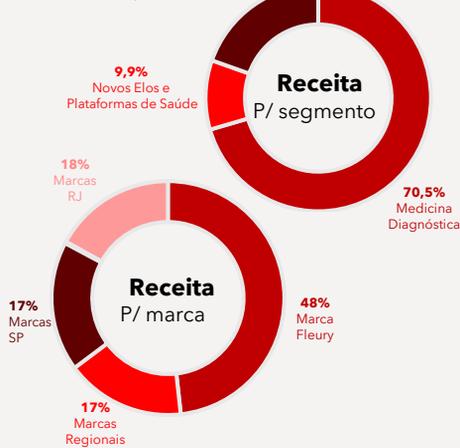


Figura 5: Segmentos da receita Fleury x Pardini

[Mi R\$] | Fonte: RI da Companhia

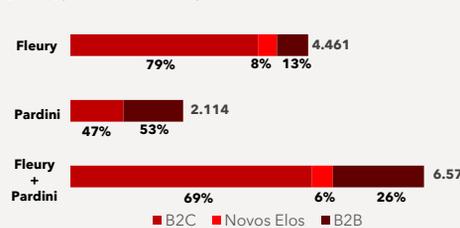


Figura 6: Pilares Estratégicos da Fleury

| Fonte: RI da Companhia



Figura 7: Linha do tempo

Fonte: RI da Companhia



# Análise Setorial

O setor financeiro da indústria de saúde brasileira está em processo de recuperação gradual após enfrentar desafios significativos durante a pandemia. O retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) da indústria, que havia diminuído consideravelmente, apresenta sinais de melhoria. Neste contexto, o setor de saúde privada, que atende a 23% da população em comparação aos 77% atendidos pelo setor público, movimenta aproximadamente 50% a mais em receitas do que o setor público, com R\$420 bilhões em comparação aos R\$290 bilhões. Este cenário indica um momento otimista para o setor privado de saúde no Brasil.

## Evolução da demanda: exames em alta pós pandemia

Durante a pandemia do Covid-19, que teve início em 2020, houve uma redução significativa na demanda por serviços de saúde não urgentes, afetando outras áreas da medicina. A frequência de exames diagnósticos estabilizou-se em níveis significativamente mais altos em comparação ao período pré-pandemia (Figura 8). Dados recentes indicam um crescimento robusto no número de exames per capita, com um aumento de 16% no 2T23 em comparação ao 2T19 e um aumento de 2% em relação ao 2T22. Esse aumento pode ser atribuído a uma demanda geral maior por serviços de saúde pelos beneficiários e a uma maior prescrição de exames pelos médicos. Essas tendências sugerem que os altos volumes na indústria de medicina diagnóstica são sustentáveis no curto prazo, beneficiando a setor com essa demanda elevada.

## Aumento da renda e queda da taxa de desemprego

O enriquecimento do país e a consequente queda da taxa de desemprego que chegou ao final de 2023 em 7,4% em comparação a 7,9% em 2022, impactam diretamente no desenvolvimento do setor de saúde no Brasil (Figura 9). Com a criação de novos postos de trabalho, aumenta-se também a adesão de planos de saúde principalmente para o segmento corporativo, que representa atualmente 70,5% do total (Figura 10). Além disso, com a melhoria na taxa de desemprego, mais pessoas aderem aos planos de saúde privados, o que não apenas amplia o acesso aos cuidados médicos, mas também fortalece o setor de saúde como um todo, impulsionando a demanda por serviços médicos, o crescimento dos gastos com saúde no país e o aumento da taxa de cobertura (penetração) das seguradoras.

## O Impacto do envelhecimento populacional

Nos últimos anos foi possível observar o aumento no envelhecimento populacional (Figura 11) e o consequente aumento da utilização dos serviços de saúde. Essa distribuição da população brasileira por faixa etária tende a beneficiar o setor de saúde, uma vez que a maior parte dos gastos com serviços médicos concentra-se nas faixas etárias mais altas, onde a penetração de planos de saúde é maior, já que apresentam mais complicações de saúde em relação ao restante da população. No entanto, o número de beneficiários na saúde suplementar vem crescendo nos últimos anos, atingindo pico histórico em 2023 (Figura 12). Diante dessa perspectiva, o setor vem, desde 2022, buscando aumentar seu público e atender a base da pirâmide etária nos planos de saúde. Essa busca por novos mercados garante maior rentabilidade em vista da longevidade dos planos ao mesmo tempo que o nível de assistência requerido é menor que os planos do topo da pirâmide, que está em crescimento com o envelhecimento populacional em ascensão.

## Planos de saúde: Desafios e Oportunidades da baixa penetração

Os gastos brasileiros per capita com saúde ainda são significativamente baixos comparados a outros países, a carência dos governos em gerenciar os tais serviços públicos com qualidade é verificada com a manutenção do percentual dos gastos privados com saúde em relação ao total dos gastos, evidenciada principalmente no Brasil (Figura 13). Assim, mesmo com a baixa penetração dos planos de saúde, devido ao custo elevado, a população brasileira depende dos serviços públicos, os quais são limitados e ineficientes, criando uma demanda reprimida por serviços de saúde adicionais. Assim, evidencia-se o alto potencial de crescimento dos planos de saúde privados para expandir sua oferta e alcance

## Sinistralidade: Flutuação na pandemia

A sinistralidade é um indicador nos contratos de planos de saúde, representando a relação entre as despesas incorridas com a utilização dos serviços médicos e a receita obtida pela operadora através das mensalidades pagas pelos beneficiários. Desse modo, quanto menor for esse índice, maior será a margem de lucro da empresa, mesmo após o pagamento das despesas assistenciais. De janeiro de 2019 a março de 2020, período que antecedeu a pandemia, a sinistralidade acumulada em 12 meses manteve-se relativamente estável. No entanto, com a chegada da pandemia e a implementação de medidas de distanciamento social, houve uma redução significativa na sinistralidade. Isso ocorreu devido à diminuição drástica na realização de procedimentos eletivos e consultas médicas não urgentes, que são frequentemente responsáveis por uma parte significativa das despesas assistenciais dos planos de saúde

Figura 8: Frequência de exames no setor privado

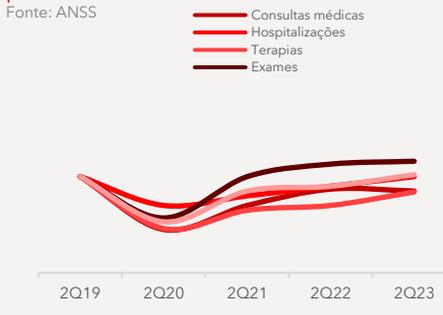


Figura 9: Evolução anual da taxa de desemprego com o desenvolvimento do setor



Figura 10: Beneficiários por tipo de plano de saúde

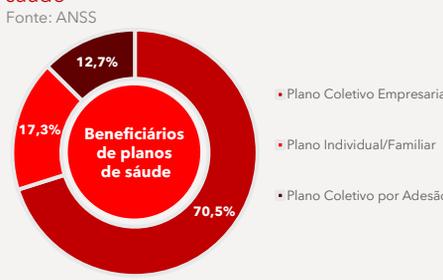


Figura 11: Envelhecimento populacional 2018 x 2060

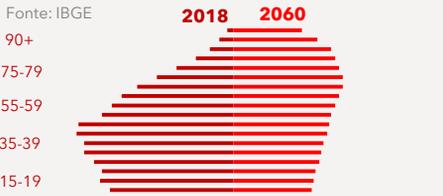
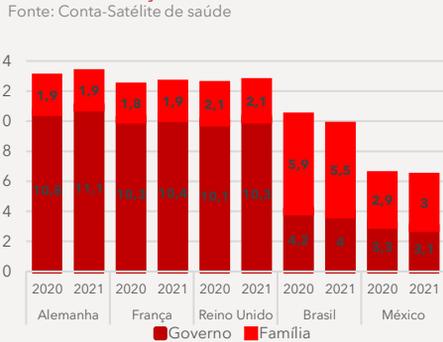


Figura 12: Número de beneficiários de planos privados de saúde



Figura 13: Gastos públicos e privados com saúde em relação ao PIB



# Análise Competitiva

## Crescimento por Aquisições: Expandindo Horizontes

**Sinergias:** A análise de ações do Grupo utiliza um framework de Fusões e Aquisições (M&A), que incorpora uma avaliação de fatores qualitativos e quantitativos para identificar potenciais alvos de aquisição, fundamental para estratégias de crescimento eficazes. As sinergias resultantes não apenas fortalecem a escala e eficiência operacional da Fleury, mas também ajudam a mitigar desafios potenciais relacionados à expansão em novos verticais de menor margem. A combinação das operações visa otimizar recursos, reduzir custos e expandir a capacidade da empresa em oferecer uma ampla gama de serviços diversificados aos clientes. Além disso, essas sinergias impulsionam a rentabilidade ao aumentar a produtividade dos Centros de Serviço ao Paciente e integrar tecnologias avançadas de diagnóstico, fortalecendo a vantagem competitiva da Fleury no dinâmico mercado de saúde.

**Fusão com Hermes Pardini:** No exercício específico de avaliação das sinergias provenientes da Pardini até 2026, a empresa precisa capturar aproximadamente 30%-40% das sinergias estimadas pela gestão para compensar completamente os desafios à lucratividade decorrentes da expansão em novos segmentos e da plataforma de saúde, conforme demonstrado na análise de sensibilidade realizada. De acordo com a estimativa de aumento do Fleury para sinergias derivadas da Pardini (Figura 21), essas sinergias são essenciais não apenas para equilibrar os impactos negativos potenciais dos novos investimentos, mas também para sustentar e possivelmente melhorar a rentabilidade global da Fleury no longo prazo diagnóstica.

## Estratégia de verticalização: Integrando Novos Mercados

**Verticalização:** O Grupo Fleury incorpora uma estratégia de verticalização, integrando clínicas em áreas especializadas de infusão, ortopedia, oftalmologia, oncologia e outros (Figura 22). Desse modo, as verticais permitem a entrada do grupo em novos mercados e a diversificação de seu portfólio. Essa abordagem não só fortalece sua posição competitiva como oferece um ecossistema mais completo de serviços de saúde. Tal expansão estratégica posiciona a empresa para capturar uma fatia maior do mercado ao longo do tempo (Figura x) conforme esses novos verticais amadureçam e contribuam mais substancialmente para a lucratividade consolidada.

## Segmentação da marca: Oportunidades e Implicações para serviços

**Segmentos socioeconômico:** O Grupo Fleury detém como vantagem competitiva a segmentação das unidades de atendimento, atendendo a três grupos distintos e envolvendo a maior parte da população. Com a análise do número de beneficiários de planos de saúde dentro dos três principais segmentos de renda (premium, intermediário e de nível de entrada), tem-se a Fleury como líder no segmento premium de medicina diagnóstica e uma significativa diferença na participação de mercado entre os segmentos premium e de renda mais baixa (Figura 23). Para marcas de nível de entrada/intermediárias, a participação de mercado é mais baixa (3% e 17% respectivamente), o que implica oportunidades para alcançar uma produtividade maior ao firmar novos contratos com pagadores de menor ticket em unidades existentes (como a+SP e marcas regionais), onde ainda há capacidade ociosa.

**Serviços domiciliares:** Os serviços domiciliares da Fleury têm sido um motor de crescimento significativo para a empresa, impulsionado pela otimização de rotas, expansão para novas áreas e a melhoria do portfólio de serviços oferecidos (Figura 24). No entanto, a penetração desses serviços varia consideravelmente entre as diferentes marcas da Fleury por segmento. Enquanto a marca premium da Fleury alcança penetração de dois dígitos, outras localidades como RJ e MG (nível de entrada/intermediário) mostram penetração em dígitos únicos baixos a médios.

## Redução do ticket médio: vantagem competitiva para Fleury

No último ano, observou-se um aumento moderado nos preços regulados dos planos de saúde individuais. Diante desse cenário, as empresas de saúde privada enfrentam o desafio de equilibrar receitas e despesas, o que pode resultar em uma estagnação ou até mesmo em uma redução do ticket médio. Este fenômeno dependerá das estratégias adotadas para gerenciar preços e controlar custos operacionais. A implementação gradual dos aumentos de preços anunciados pela ANS nos próximos meses até 2025 poderá limitar o crescimento do ticket médio a curto prazo, à medida que a indústria se adapta às novas dinâmicas do mercado. Para a Fleury, a estabilização ou redução do ticket médio é vista positivamente, pois proporciona previsibilidade financeira, permite o equilíbrio da estratégia de precificação para manter a competitividade e melhora as margens de lucro. Além disso, essa abordagem pode ampliar a acessibilidade dos serviços, expandir a base de clientes e fortalecer a fidelidade à marca.

## Gestão de Inovação: Diferencial Competitivo

Em 2023, o Grupo Fleury introduziu 581 novos produtos, serviços e metodologias, evidenciando um forte compromisso com a inovação contínua. Os esforços de inovação incremental resultaram em ganhos significativos, incluindo reduções de custo e prazos de entrega mais rápidos, proporcionando uma redução de custo anual de mais de R\$20 milhões. Essa gestão reforça sua capacidade de atender às necessidades emergentes do mercado. Desse modo, a empresa posiciona-se como líder em oferecer soluções avançadas e eficientes, representando um diferencial competitivo significativo frente aos concorrentes. Enquanto muitas empresas do setor de saúde concentram-se na prestação de serviços existentes, o Fleury demonstra uma capacidade robusta de desenvolver e implementar novas tecnologias e metodologias.

Figura 21: Estimativa do Fleury para as sinergias derivadas da Pardini

Fonte: Goldman Sachs data

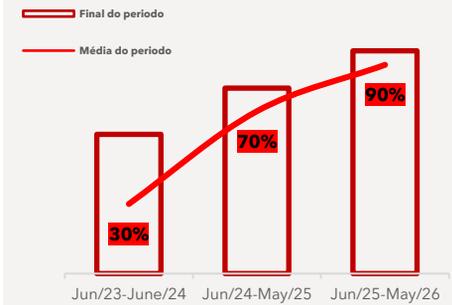


Figura 22: Market Share das verticais da Fleury

[bi] | Fonte: Goldman Sachs data

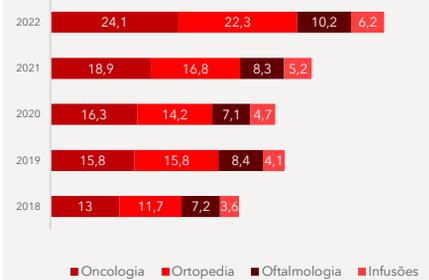


Figura 23: Market Share da Fleury por segmento socioeconômico

Fonte: Goldman Sachs data

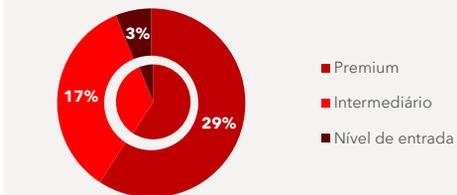


Figura 24: Penetração dos serviços domiciliares

Fonte: Goldman Sachs data

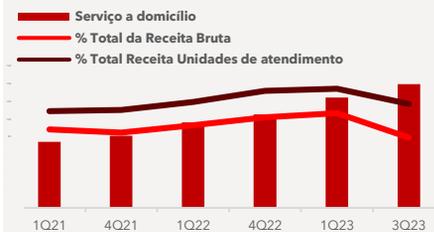
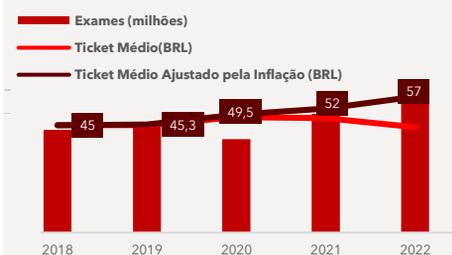


Figura 25: Ticket médio do setor privado

[mi] | Fonte: Goldman Sachs data



# Análise Financeira

**Retomada da receita:** Nos últimos 5 anos, a empresa apresentou um crescimento gradual da sua receita líquida (Figura 34), resultado da sua expansão de segmentos médicos, aquisição e uma boa gestão. O resultado da receita nos anos da pandemia, 2020 e 2021, se mostrou resiliente, não sendo fortemente impactado, porém os anos pós pandemia, apresentou ótimos crescimentos, muito relacionado também com a aquisição da Hermes Pardini.

## Gestão de dívidas, um ponte forte da Fleury

**Um ponto forte:** A alavancagem da dívida líquida/EBITDA da Fleury é excelente, com baixos índices, ele permite a companhia enfrentar com maior resiliência o ambiente com maiores taxas de juros. Além de permitir que a companhia pague suas dívidas em um curto período de tempo, estando com o índice considerado saudável pelos instrumentos de dívida.

**Composição da dívida:** A dívida da Companhia é composta principalmente por emissão de debêntures, financiamentos e aquisição.

## Margens e retornos sólidos num setor resiliente

**Margem Bruta:** 1T24 reflete uma margem bruta de 29,7% com aumento de 128 bps, a variação pode ser explicada por (i) Material Direto e Intermediação de Exames (-208 bps) alteração de mix decorrente do crescimento de infusões (Saha, CIP e Fleury Infusões) e exame de Genômica; (ii) Pessoal e Serviços Médicos (+186 bps) reflexo da disciplina de gestão de custos; (iii) Serviços com Ocupação e Utilidades (+142 bps): A linha é composta majoritariamente por custos fixos que tendem a ser diluídos com o crescimento. A diluição reflete a alavancagem operacional pelo crescimento da receita

**Margem EBITDA:** Acompanhando a trajetória de crescimento da margem bruta, a margem EBITDA também vem apresentando uma expansão. O EBITDA totalizou R\$ 517,1 milhões com margem de 27,2%, aumento de 11,1% em comparação ao mesmo período do ano anterior, embora esteja sob pressão devido ao aumento de 44 bps de despesas operacionais em relação ao mesmo trimestre do ano anterior. Essa variação é consequência principalmente de (i) aumento de 5 bps de Despesas Gerais e Administrativas e (ii) diminuição de 33 bps de Depreciação e Amortização, explicada principalmente pela mais valia consequente da combinação de negócios com o Grupo Pardini.

## Indicadores de rentabilidade

**ROE:** Em 2019 a companhia apresentava um ROE de 17,7%, ou seja, um retorno muito bom sobre o Patrimônio Líquido da empresa. No entanto, nos anos seguintes essa margem caiu consideravelmente, chegando a atingir 7,2% em 2023. Um retorno bem baixo, nos mostrando um pequeno crescimento empresarial.

**ROIC:** A Fleury apresentou o maior ROIC da empresa em 2019, porém ao decorrer dos anos esse índice foi diminuindo, indicando um menor retorno aos investimentos feito à empresa.

## Para expandir é necessário investimento e inovação

**Inovação:** A inovação faz parte da cultura do Grupo Fleury e sua conexão com o planejamento estratégico é essencial para construir acesso a saúde mais sustentável e integrada. Atua em quatro diferentes frentes de inovação: (i) relacionamentos com instituições acadêmicas e científicas, (ii) inovação aberta com startups, (iii) Inteligência Artificial e (iv) Novos Negócios. Tais elementos são fundamentais para o avanço como um player que aumenta produtividade e integra a jornada de saúde dos clientes

**Capex:** No 1T24, os investimentos totalizaram R\$ 67,3 milhões, redução de 4,9% em relação ao mesmo período do ano anterior. O Capex é estruturado em (i) TI/Digital, inclui gastos com tecnologia e digitalização, caiu 32,0%, passando de 37,7 milhões para 25,6 milhões, indicando uma mudança nas prioridades; (ii) Renovação de equipamentos diagnósticos e manutenção, aumentou 42,3%, subindo de 8,9 milhões para 12,7 milhões, sugerindo um maior investimento em manutenção e modernização de equipamentos, possivelmente para melhorar a eficiência operacional; e (iii) Novas unidades e expansão de oferta, cresceram 20,1%, de 24,1 milhões para 29,0 milhões, refletindo um foco em ampliar a capacidade e explorar novos mercados ou produtos.

## M&A mostra seu papel

**Resultado da sinergia:** No primeiro trimestre de 2024, a integração do Grupo Fleury com o Instituto Hermes Pardini gerou resultados expressivos. A Receita Bruta contábil alcançou R\$ 2,1 bilhões, um impressionante aumento de 54,5% em relação ao mesmo período do ano passado, enquanto a Receita Bruta pro forma cresceu 7,0%. A combinação dos negócios impulsionou áreas-chave, como Novos Elos, que teve um crescimento pro forma de 26,7%, e Medicina Diagnóstica B2B, com alta de 11,9%. A aquisição da Retina Clínica e o recente ingresso no mercado B2C em Santa Catarina através do São Lucas Centro de Diagnóstico exemplificam a eficácia da estratégia de diversificação e expansão. Esses resultados reforçam a base financeira sólida do grupo e destacam o sucesso da integração, contribuindo para um desempenho superior e um posicionamento fortalecido no mercado.

Figura 34: Receita Líquida [M R\$] | Fonte: R.I da companhia

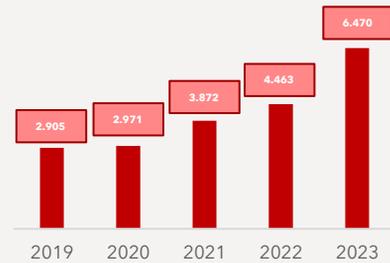


Figura 35: Dívida Líquida e Alavancagem | Fonte: Status Invest

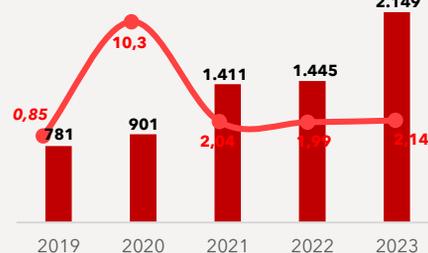


Figura 36: Perfil da dívida | Fonte: R.I da companhia

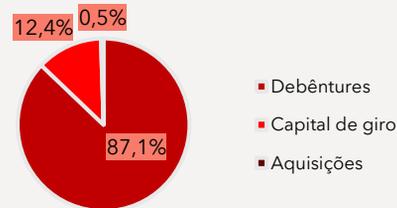


Figura 36: Projeção de margens | Fonte: R.I da companhia

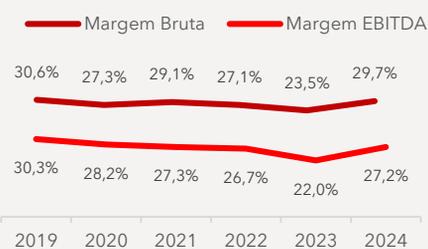


Figura 37: ROE X ROIC | Fonte: Status Invest

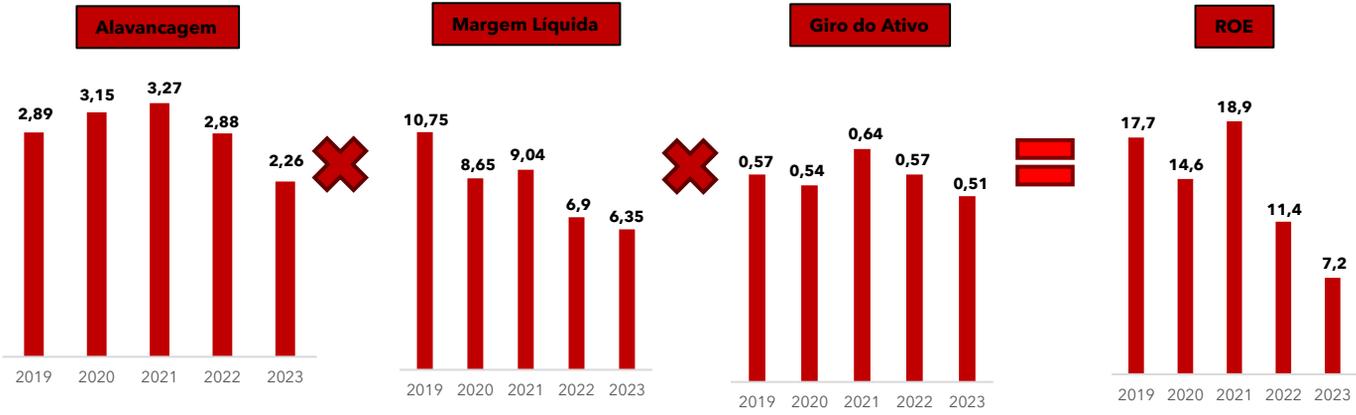


Figura 38: Aumento da Receita Líquida | Fonte: RI da Empresa



# Análise DuPont

**Análise DuPont:** Os indicadores de margem líquida, ROE, ROIC e alavancagem demonstraram um bom equilíbrio. Apesar dos altos juros advindos do ambiente macroeconômico e a pressão do setor da saúde, as taxas de Margem Líquida são muito maiores do que sua grande concorrente, a Dasa. A Alavancagem da companhia apresenta boas taxas também, permitindo-a capturar oportunidades de estratégia de construção de um ecossistema de saúde, assim como ela já vem fazendo. A eficiência empresarial é confirmada a partir do giro do ativo com taxas maiores de 0,54. Segundo a Análise DuPont e em comparação com a maior concorrente da Fleury, a Dasa, vimos taxas ótimas para a companhia.



# Valuation

## Premissas

**Receita:** A projeção foi elaborada com base na análise detalhada do histórico de desempenho da empresa, considerando os três segmentos principais: **PSC (Pronto Atendimento e Serviços Clínicos)**, **B2B (Business to Business)** e **Novos Elos**. A receita de cada segmento foi calculada a partir da multiplicação do volume de serviços prestados pelo preço médio praticado, o que reflete a interação entre a demanda por serviços e a estratégia de precificação adotada pela empresa.

A análise histórica revelou uma oscilação no desempenho da receita ao longo dos trimestres. No primeiro trimestre, houve uma queda na receita, influenciada por fatores sazonais e variáveis externas, como mudanças no comportamento dos consumidores e flutuações no mercado de saúde. Nos trimestres seguintes (2º e 3º), a receita se estabilizou, mostrando um desempenho consistente. No quarto trimestre, observou-se um crescimento, sugerindo uma recuperação robusta, com aumento na demanda e eficácia nas estratégias implementadas. A partir de 2022, com a fusão entre a Fleury e o Grupo Pardini, foi possível observar um aumento significativo no segmento B2B, que era uma área de forte atuação do Pardini. O foco do Pardini nesse segmento contribuiu para a expansão da Fleury no mercado corporativo e interinstitucional, impulsionando ainda mais a receita nesse nicho específico. Essa dinâmica de oscilação e crescimento ao longo do ano é característica do setor de saúde, que sofre influências de sazonalidade e variáveis externas. No entanto, a Fleury demonstrou flexibilidade e capacidade de adaptação, ajustando suas operações e diversificando suas fontes de receita, o que ajudou a mitigar as flutuações e a garantir um desempenho mais equilibrado e sustentável.

**Custos:** A análise dos custos no valuation da Fleury foi realizada com base na relação histórica entre os custos e a receita da empresa. Para a projeção futura, utilizou-se a média da variação histórica do custo em relação à receita, de forma a refletir como os custos têm acompanhado o crescimento da receita ao longo do tempo. Essa metodologia permite que a evolução dos custos seja projetada de maneira consistente com o comportamento observado no passado, levando em consideração o contexto de expansão da empresa. Os custos estão acompanhando proporcionalmente a receita, com um aumento significativo nos últimos períodos, especialmente devido à expansão acelerada da Fleury. A fusão com o Grupo Pardini, em 2022, teve um impacto direto nesse aumento, uma vez que a integração de novas operações e o fortalecimento do segmento B2B resultaram na necessidade de maior capacidade operacional, recursos logísticos e infraestrutura. Esse crescimento, portanto, reflete a ampliação das operações e a expansão dos serviços, o que naturalmente leva a um aumento nos custos. A projeção de custos foi estabelecida com base nessa dinâmica de expansão, adotando uma taxa fixa até 2030, que considera a média das variações históricas dos custos em relação à receita. Essa abordagem foi escolhida para capturar de maneira realista as condições operacionais da empresa nos próximos anos, mantendo uma visão clara de como os custos evoluirão à medida que a Fleury continua a se expandir e consolidar sua posição no mercado.

Figura 39: Projeção Receita

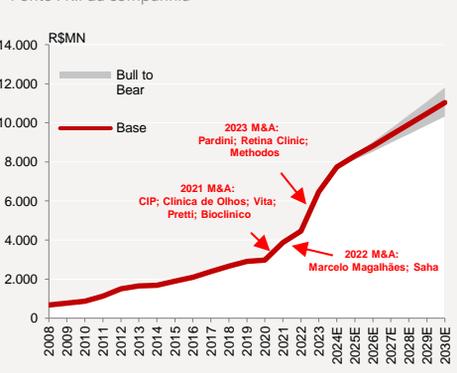


Figura 40: Volume (test mn) x Preço por teste

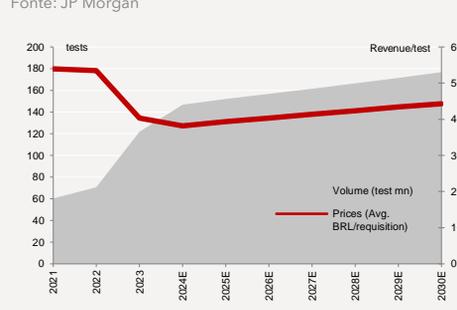
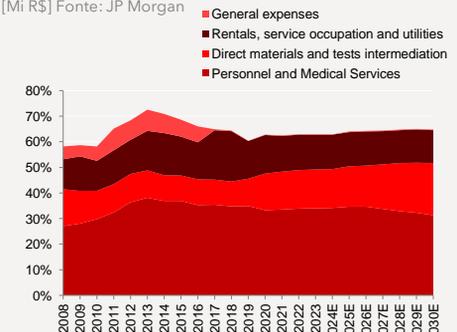


Figura 40: Custos por segmento



## Expansão da Empresa

A análise foi estruturada em diferentes categorias, refletindo os principais investimentos da empresa ao longo dos anos. A divisão do CAPEX foi realizada em cinco áreas principais: novas unidades, expansões de serviços e áreas técnicas, renovação de equipamentos, digital e TI, e reformas, manutenção e outros. Cada uma dessas categorias foi tratada de maneira específica, com base nas necessidades históricas e futuras de investimento da empresa.

**•Novas Unidades:** Esta categoria foi tratada de forma distinta, sendo atribuída uma quantia zero em todos os anos, com exceção de 2019, quando houve investimentos significativos relacionados à abertura de novas unidades. Este comportamento reflete a estratégia da empresa de focar em expansões e atualizações em suas operações existentes nos últimos anos, em vez de um grande número de inaugurações de novas unidades.

**•Expansões de Serviços e Áreas Técnicas:** Os investimentos aqui estão relacionados à ampliação das capacidades operacionais da empresa, incluindo a ampliação de unidades existentes e a adição de novos serviços e especialidades. Estes investimentos foram projetados para acompanhar o crescimento da demanda e garantir a qualidade dos serviços prestados.

**•Renovação de Equipamentos:** A renovação de equipamentos foi tratada como uma necessidade contínua, dada a natureza do setor de saúde, que exige tecnologia de ponta para a realização de exames e outros serviços médicos. Essa categoria foi projetada de acordo com as necessidades históricas e futuras, alinhada à estratégia da Fleury de manter seus equipamentos sempre atualizados para atender com qualidade e eficiência.

**•Digital e TI:** O investimento em digitalização e TI foi projetado com uma taxa de crescimento de 20% ao ano, refletindo a crescente importância da tecnologia para a operação da empresa, especialmente no contexto da transformação digital do setor de saúde. Isso inclui desde a modernização de sistemas internos até a implementação de plataformas de atendimento e gestão digital.

**•Reformas, Manutenção e Outros:** Os investimentos nesta categoria são destinados à manutenção das unidades existentes e à melhoria contínua das instalações. Inclui também custos com reformas, adequação de espaços e outras despesas operacionais necessárias para garantir a eficiência e o bom funcionamento das unidades da Fleury.

A projeção do CAPEX foi feita com base na porcentagem do custo sobre a receita, distribuída entre essas categorias de forma a refletir as prioridades de investimento e os planos de expansão da empresa. Esse modelo de alocação permitiu uma projeção realista do fluxo de caixa relacionado aos investimentos, com base no comportamento histórico e nas necessidades de crescimento da Fleury.

Além disso, foi considerada uma amortização de 10 anos para os investimentos realizados, o que reflete a vida útil esperada dos ativos adquiridos, como equipamentos e infraestrutura. Esse prazo de amortização é uma prática comum no setor de saúde, onde os investimentos em ativos de longo prazo exigem um horizonte adequado para distribuir o impacto desses custos ao longo do tempo.

Essa abordagem de CAPEX foi fundamental para entender o perfil de investimentos da Fleury, alinhando os custos de expansão e manutenção com o crescimento projetado da receita

Figura 41: Evolução do Capex

Fonte: Elaboração Própria

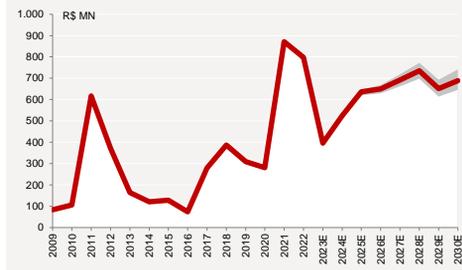


Figura 42: Depreciação/ PP&E e sales

Fonte: JP Morgan

