

Fleury (FLRY3): Resultado do 2T21

Nós estamos neutros

Após resultados sólidos nos últimos trimestres, os números do segundo trimestre desapontaram com a fraqueza das margens, refletindo o declínio nos testes da Covid-19 e o aumento de novas iniciativas de receita que podem trazer quedas de lucratividade. À medida que Fleury se afasta gradualmente de seu negócio principal altamente lucrativo (suas novas iniciativas podem superar sua marca mais lucrativa, Fleury), ainda não está claro se ele terá sucesso em manter sua lucratividade historicamente forte. Dado todas essas mudanças em curso na estratégia da empresa, permanecemos neutros. Também aproveitamos esta oportunidade para atualizar nossas estimativas e incorporar o mais recente custo de capital do Brasil, nos deixando com um novo preço-alvo de R\$ 26/ação (vs. R\$ 28 anteriormente).

Base de comparação fraca levou a um forte crescimento ano/ano; margens decepcionantes.

O Fleury publicou os resultados do segundo trimestre (que foram abaixo de nossos números) mostrando forte expansão na demonstração do resultado a/a, ajudado por: (i) base de comparação fácil (já que o 2T20 foi fortemente afetado pelos efeitos colaterais da Covid-19, quando o EBITDA caiu 91% ano a/a; (ii) retomada dos volumes em toda a linhas de negócio; (iii) fluxo de receita (muito lucrativo) relacionado à Covid; e (iv) novas iniciativas de receita (impulsionadas pela consolidação de Moacir Cunha e CIP). Mais precisamente, a receita líquida ficou em R\$ 932 milhões (1% abaixo de nós), um aumento de 105% a/a. Observamos que, apesar de representar 8% da receita do Fleury no 2T21, o teste da Covid-19 tem diminuído constantemente (vs. 10% no 1T21, 11% no 4T20, 11% no 3T20 e 17% no 2T20). O EBITDA ajustado (excluindo R\$ 29 milhões em despesas de consultoria relacionadas ao incidente de ataque cibernético e reestruturação organizacional) foi de R\$ 249 milhões (vs. R\$ 19,5 milhões no 2T20), ficando 10% abaixo de nós, devido a despesas com pessoal e despesas básicas acima do esperado. Notamos que a margem EBITDA ajustada de 26,7% diminuiu 5p.p. vs. 2T19 e 1T21, um dos principais pontos negativos do 2º trimestre. Finalmente, o Fleury postou lucro líquido ajustado de R\$ 87 milhões (vs. -R\$ 73 milhões no 2T20; 17% abaixo de nós).

O teste da Covid foi de 8% da receita líquida

Como esperado, as vendas nas mesmas lojas (SSS) do Fleury dispararam no segundo trimestre, uma vez que os números do 2T20 foram abalados pelo distanciamento social no início da 1ª onda da pandemia. Por segmento, o SSS foi: (i) + 107% a/a na marca Fleury; (ii) + 123% na marca A+; (iii) + 93% nas marcas regionais ex-Rio; e (iv) + 137% no Rio. Em outros lugares, as receitas de B2B aumentaram 50% a/a. Indicamos que parte dessa recuperação foi novamente impulsionada pelos testes da Covid-19 (8% da receita bruta do 2º trimestre, ou 7% das unidades de atendimento e 16% da divisão de B2B), o que provavelmente ajudou a aumentar as margens (apesar da deterioração sequencial observada no 2º trimestre) já que esses exames são altamente escaláveis

BTG Pactual – Equity Research:

Samuel Alves

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Yan Cesquim

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Marcel Zambello

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Analise.Acoes@btgpactual.com

Fleury (FLRY3)

Data	30/07/2021
Ticker	FLRY3
Rating	Neutro
Preço Alvo (R\$)	26,0
Preço (R\$)	24,0
Listagem	Novo Mercado

Dados Gerais:

Market Cap. (RS mn)	7.612,36
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	50,52

Valuation:

	2021E	2022E
P/L	16,5x	15,6x
EV/EBITDA	8,4x	7,7x

Stock Performance:

Julho (%)	-7,2%
LTM (%)	-0,5%



Endividamento saudável + melhor geração de fluxo de caixa operacional

Desta vez, o capex orgânico aumentou 114% a/a para R\$ 86 milhões, refletindo principalmente projetos de expansão e investimentos em software/TI. A dívida líquida aumentou 29% t/t para R\$ 1,16 bilhão (de R\$ 905 milhões no 1T21), permanecendo em 1x dívida líquida/EBITDA. Este aumento da dívida líquida reflete a consolidação das aquisições recentes, nomeadamente Moacir Cunha (R\$ 29 milhões) e CIP (R\$ 120 milhões). Por fim, a geração de caixa operacional atingiu R\$ 286 milhões (+ 44% t/t).

Novas iniciativas médicas

Mais uma vez, as novas iniciativas do Fleury mostraram um crescimento interessante. As análises clínicas domiciliares aumentaram para 8,1% das vendas no segundo trimestre (acima dos 7,7% do primeiro trimestre), provavelmente devido a ganhos de participação de mercado, mudanças no comportamento do consumidor e acelerado pelo distanciamento social em alguns locais. A plataforma do Fleury (Saúde ID), também apresentou forte crescimento, atingindo 14,5% dos 1,1 milhão de vidas atendidas pelo Fleury no segundo trimestre (contra 9,8% no primeiro trimestre), enquanto realizou 228 mil atendimentos de telemedicina (contra 177 mil no primeiro trimestre). Por fim, em Genômica, a receita bruta atingiu R\$ 21 milhões (2% do total), um aumento de 100% a/a.

Valuation	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E	12/2023E
RoiC (EBIT) %	13,0	10,6	14,9	15,5	17,9
EV/EBITDA	10,2	11,0	8,4	7,7	7,2
P/L	23,7	28,8	16,5	15,6	13,3
Dividend Yield %	4,0	3,0	5,5	6,2	7,2

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E	12/2023E
Receita	2.905	2.972	3.786	3.998	4.138
EBITDA	881	837	1.147	1.243	1.328
Lucro Líquido	312	257	460	487	571
LPA (R\$)	0,99	0,81	1,45	1,54	1,80
DPA líquido (R\$)	0,97	-0,53	0,85	1,49	1,73
Dívida Líquida/Caixa	-1.575	-1.648	-1.940	-1.877	-1.832

Fonte: Relatórios da empresa, Bovespa, estimativas do BTG Pactual S.A. / Valuations: com base no último preço das ações do ano; (E) com base no preço das ações de R\$ 24,06, em 30 de julho de 2021.

Informações Importantes

Para informações complementares e detalhadas entre em contato com o seu assessor ou com a Equipe de Renda Variável do Banco BTG Pactual Digital.

- Preços das ações refletem preços de fechamento no mercado à vista.
- Rentabilidades passadas não oferecem garantias de resultados futuros.
- Os retornos indicados como performance são baseados em valorização do capital incluindo dividendos e excluindo custos de transação da B3, da Corretora, comissionamentos, juros cobrados sobre limites de crédito, margens etc. Ajustar o desempenho da carteira aos custos resultará em redução dos retornos totais demonstrados.

Disclaimer Global

O conteúdo dos relatórios não pode ser reproduzido, publicado, copiado, divulgado, distribuído, resumido, extraído ou de outra forma referenciado, no todo ou em parte, sem o consentimento prévio e expresso do BTG Pactual digital. Nossas análises são baseadas em informações obtidas junto a fontes públicas que consideramos confiáveis na data de publicação, dentre outras fontes. Na medida em que as opiniões nascem de julgamentos e estimativas, estão naturalmente sujeitas a mudanças. O conteúdo dos relatórios é gerado consoante as condições econômicas, de mercado, entre outras, disponíveis na data de sua publicação, de modo que as conclusões apresentadas estão sujeitas a variações em virtude de uma gama de fatores sobre os quais o BTG Pactual digital não tem qualquer controle. Cada relatório somente é válido na sua respectiva data, sendo que eventos futuros podem prejudicar suas conclusões. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. O BTG Pactual digital não assume nenhuma responsabilidade em atualizar, revisar, retificar ou anular tais relatórios em virtude de qualquer acontecimento futuro.

Nossos relatórios possuem caráter informativo e não representam oferta de negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros em qualquer jurisdição. As análises, informações e estratégias de investimento têm como único propósito fomentar o debate entre os analistas do BTG Pactual digital e os seus clientes. O BTG Pactual digital ressalta que os relatórios não incluem aconselhamentos de qualquer natureza, como legal ou contábil. O conteúdo dos relatórios não é e nem deve ser considerado como promessa ou garantia com relação ao passado ou ao futuro, nem como recomendação para qualquer fim. Cada cliente deve, portanto, desenvolver suas próprias análises e estratégias.

As informações disponibilizadas no conteúdo dos relatórios não possuem relação com objetivos específicos de investimentos, situação financeira ou necessidade particular de qualquer destinatário específico, não devendo servir como única fonte de informações no processo decisório do investidor que, antes de decidir, deverá realizar, preferencialmente com a ajuda de um profissional devidamente qualificado, uma avaliação minuciosa do produto e respectivos riscos face a seus objetivos pessoais e à sua tolerância a risco. Portanto, nada nos relatórios constitui indicação de que a estratégia de investimento ou potenciais recomendações citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas às circunstâncias individuais do destinatário e tampouco constituem uma recomendação pessoal.

Os produtos e serviços mencionados nos relatórios podem não estar disponíveis em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Adicionalmente, a legislação e regulamentação de proteção a investidores de determinadas jurisdições podem não se aplicar a produtos e serviços registrados em outras jurisdições, sujeitos à legislação e regulamentação aplicável, além de previsões contratuais específicas.

O recebimento do conteúdo dos relatórios não faz com que você esteja automaticamente enquadrado em determinadas categorias de investimento necessárias para a aplicação em alguns produtos e serviços. A verificação do perfil de investimento de cada investidor deverá, portanto, sempre prevalecer na checagem dos produtos e serviços aptos a integrarem sua carteira de investimentos, sendo certo que nos reservamos ao direito de eventualmente recusarmos determinadas operações que não sejam compatíveis com o seu perfil de investimento.

O Banco BTG Pactual S.A. mantém, ou tem a intenção de manter, relações comerciais com determinadas companhias cobertas nos relatórios. Por esta razão, os clientes devem estar cientes de eventuais conflitos de interesses que potencialmente possam afetar os objetivos dos relatórios. Os clientes devem considerar os relatórios apenas como mais um fator no eventual processo de tomada de decisão de seus investimentos.

O Banco BTG Pactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTG Pactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTG Pactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTG Pactual S.A. (excluindo os diretores do banco de investimento). A remuneração do analista não é baseada nas receitas do banco de investimento, entretanto a remuneração pode ser relacionada às receitas do Banco BTG Pactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTG Pactual digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTG Pactual digital tampouco irá dividir qualquer ganho de investimentos com os investidores assim como não irá aceitar qualquer passivo causado por perdas. Investimentos envolvem riscos e os investidores devem ter prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTG Pactual digital, suas empresas afiliadas, subsidiárias, seus funcionários, diretores e agentes não se responsabilizam e não aceitam nenhum passivo oriundo de perda ou prejuízo eventualmente provocado pelo uso de parte ou da integralidade do conteúdo dos relatórios.

Certificação dos analistas: Cada analista da área de Análise & Research primariamente responsável pelo conteúdo desse relatório de investimentos, total ou em parte, certifica que: i) Todos os pontos de vista expressos refletem suas opiniões e pontos de vista pessoais sobre as ações e seus emissores e tais recomendações foram elaboradas de maneira independente, inclusive em relação ao BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas, conforme o caso. ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas aqui contidas ou relacionadas ao preço de qualquer valor mobiliário discutido neste relatório.

Parte da remuneração do analista é proveniente dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas.

Quando aplicável, o analista responsável por este relatório e certificado de acordo com as normas brasileiras será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

O Banco BTG Pactual S.A., atuou como coordenador-líder ou coordenador de uma oferta pública dos ativos de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório nos últimos 12 meses. Também atua como formador de Mercado de ativo de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório.

Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx