

## RELATÓRIO DE CRÉDITO\* Fleury S.A.

19 de julho de 2021

Análise de crédito

### Novo Emissor

Ratings

#### Fleury S.A.

Rating Corporativo (CFR)	AA.br
5ª Emissão de Debêntures – 1ª Série	AA.br
5ª Emissão de Debêntures – 2ª Série	AA.br
6ª Emissão de Debêntures – 1ª Série	AA.br
6ª Emissão de Debêntures – 2ª Série	AA.br
6ª Emissão de Debêntures – 3ª Série	AA.br
Perspectiva	Estável

(\* Esta publicação não anuncia uma Ação de Rating e, portanto, não deve ser considerada um Relatório de Classificação de Risco de Crédito, nos termos do disposto no artigo 16 da Resolução CVM no 9/2020. Consulte a página [www.moodylocal.com/country/br](http://www.moodylocal.com/country/br) para visualizar os Comunicados relativos às Ações de Rating referenciadas nesta publicação.

#### CONTATOS

Patricia Maniero +55.11.3043.6066

Analyst

[patricia.maniero@moodys.com](mailto:patricia.maniero@moodys.com)

Thamara Abrão +55.11.3043.6064

VP-Senior Analyst/Manager

[thamara.abrao@moodys.com](mailto:thamara.abrao@moodys.com)

Bernardo Costa +55.11.3043.7353

Rating Manager

[bernardo.costa@moodys.com](mailto:bernardo.costa@moodys.com)

#### SERVIÇO AO CLIENTE

Brasil +55.11.3043.7300

	2017	2018	2019	2020	2021E-2022E
<b>Indicadores</b>					
Dívida/EBITDA	1,9x	2,1x	2,7x	3,3x	3,0x - 3,5x
EBIT/Despesas Financeiras	5,1x	5,2x	3,8x	3,2x	2,5x - 3,5x
CFO/Dívida	38,6%	42,0%	26,6%	20,9%	15% - 25%
<b>R\$ (milhares)</b>					
Receita	2.383	2.664	2.905	2.971	3.400 - 3.800
EBITDA	782	863	910	853	950 - 1.100

[1] Todas as métricas de crédito quantitativas incorporam os ajustes-padrão da Moody's para as demonstrações financeiras para companhias não-financeiras;

#### Resumo

O Rating Corporativo (CFR) do Fleury S.A. ("Fleury") e de suas 5ª e 6ª emissões de debêntures sem garantia real refletem as marcas fortes e bem reconhecidas da empresa, sua sólida posição de mercado no Brasil, foco na população com nível de renda mais elevado e as perspectivas positivas de longo prazo do setor de serviços de saúde no Brasil. Os ratings também consideram a crescente diversificação do Fleury em termos de marcas, perfil de clientes e presença geográfica, decorrente de sua estratégia de crescimento por aquisições, assim como seus recentes investimentos em uma plataforma de saúde e fortalecimento de sua presença nos ambientes digital e físico.

A empresa está em processo de evolução para um modelo de negócios mais focado na gestão de saúde, abrindo novas avenidas de crescimento para melhor se adaptar as mudanças na dinâmica do setor. Apesar de sua estratégia de crescimento agressiva, a Moody's Local espera que a liquidez e as métricas de crédito do Fleury continuem adequadas para sua categoria de rating. Também suporta o rating o resiliente modelo de negócios do Fleury. Ao longo dos anos a empresa sustentou adequadas métricas de crédito e se mostrou capaz de suportar eventuais volatilidades em suas operações.

Por outro lado, os ratings também incorporam a escala moderada do Fleury e a natureza fragmentada da indústria, que abre espaço para a atividade de M&A. Além disso, a Moody's Local enxerga que existem riscos relacionados aos planos de expansão do Fleury, que envolvem tanto o crescimento orgânico como através aquisições, além de elevados pagamentos de dividendos.

## Pontos fortes de crédito

- » Marcas fortes e reconhecidas no mercado local.
- » Fundamentos favoráveis no longo prazo para indústria da saúde.
- » Liquidez e métricas de crédito adequadas, apesar da estratégia agressiva de crescimento.
- » Aquisições disciplinadas e bem sucedidas.

## Desafios de crédito

- » Indústria altamente fragmentada, o que aumenta a possibilidade de futuras atividades de M&A.
- » Escala moderada quando comparada a outras empresas no mercado doméstico.
- » Potencial dificuldade em repassar preços em meio a cenários de pressão inflacionária.
- » Manutenção das margens em meio ao processo de crescente diversificação.

## Perspectiva do rating

A perspectiva estável do Fleury reflete nossas expectativas de que as métricas de crédito se manterão próximas aos níveis atuais nos próximos 12-18 meses e de que a empresa continuará tendo uma gestão prudente de sua estratégia de crescimento e distribuição de dividendos, de forma a preservar sua liquidez e perfil de crédito.

## Fatores que poderiam levar a uma elevação dos ratings

Uma elevação dos ratings do Fleury ocorreria se a empresa continuasse seguindo sua estratégia de expansão, mantendo níveis estáveis de rentabilidade. Quantitativamente os ratings poderiam ser elevados se o índice de alavancagem bruta ajustada, medida por dívida bruta sobre EBITDA, se mantiver abaixo de 3,0x e se a empresa for capaz de manter uma liquidez adequada mesmo em condições macroeconômicas adversas. Além disso, uma pressão positiva exigiria que a empresa consiga administrar bem a integração das aquisições recentes.

## Fatores que poderiam levar a um rebaixamento dos ratings

Os ratings podem ser rebaixados se a empresa não conseguir crescer organicamente ou não mantiver uma margem EBITDA próxima ao nível atual. Os ratings também podem sofrer pressão negativa caso a alavancagem bruta permaneça acima de 3,5x, se o fluxo de caixa livre permanecer negativo de forma consistente ou se a liquidez deteriorar.

## Perfil

Fundado em 1926, o Fleury S.A. ("Fleury") é um dos principais fornecedores de serviços de medicina diagnóstica de alta qualidade no Brasil, atuando por meio das unidades de atendimento ao paciente e B2B (operações em hospitais, laboratórios de referência e medicina preventiva), que representam 82% e 18%, respectivamente, da receita bruta nos 12 meses encerrados em março 2021. O grupo possui um portfólio diversificado de marcas que atende a diferentes classes sociais em oito estados brasileiros e Distrito Federal por meio de suas unidades de atendimento. No mesmo período, o Fleury registrou receita líquida de R\$ 3,2 bilhões e uma margem EBITDA ajustada de 29,9%.

## Principais considerações de crédito

### Marcas fortes e reconhecidas no mercado local

O Fleury opera através de duas principais unidades de negócio - unidades de atendimento ao paciente e B2B, que engloba as operações diagnósticas em hospitais, laboratórios de referência e medicina preventiva - sob 14 marcas nas principais regiões metropolitanas do Brasil, fornecendo serviços *premium* e de nível intermediário, principalmente para clientes em classes A e B (classes de renda mais alta no Brasil).

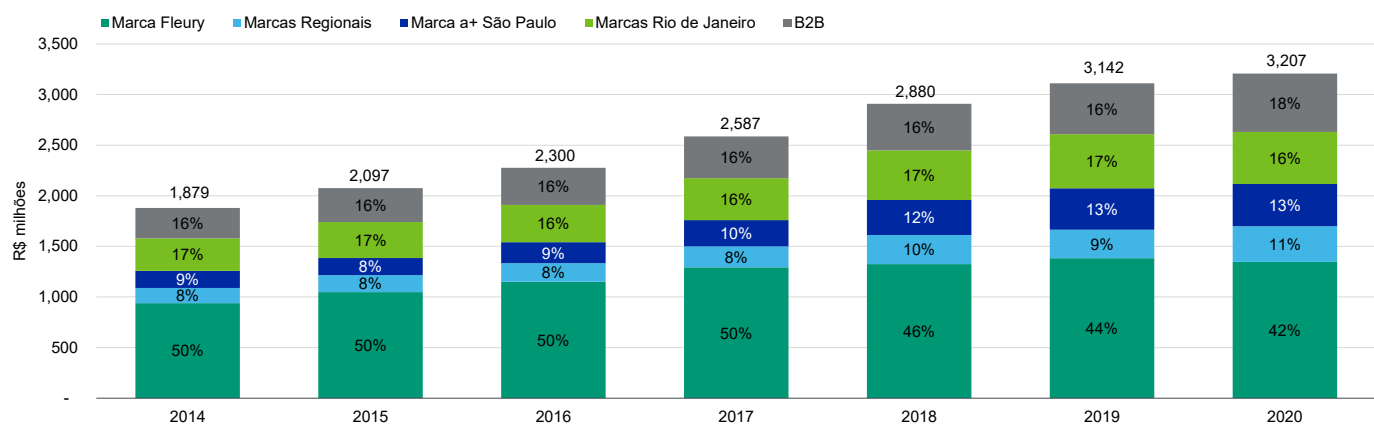
As unidades de atendimento, que geram cerca de 82% da receita bruta total, operam em 243 unidades em oito estados brasileiros e o Distrito Federal. As marcas Fleury, Clínica Felipe Mattoso e Weinmann Labs ocupam posições de destaque no segmento *premium* nos Estados de São Paulo, Rio de Janeiro e Rio Grande do Sul, respectivamente, algumas das regiões economicamente mais robustas do país, beneficiando-se assim da resiliência dos padrões de consumo do grupo populacional de maior renda, o que concede características

defensivas ao modelo de negócios do Fleury e permite um desempenho operacional adequado mesmo em ciclos econômicos de baixa. Este fator foi particularmente importante durante a recessão econômica no Brasil em 2015-16, quando as fracas condições macroeconômicas levaram a um aumento acentuado da taxa de desemprego e, conseqüentemente, uma redução no número total de beneficiários de planos de saúde.

Além das marcas posicionadas como *premium*, ao longo dos anos, a empresa passou a expandir seu portfólio de marcas com a estratégia de aumentar sua presença em outras regiões do país, atender planos de saúde de nível intermediário assim como expandir a oferta de produtos e serviços. Isso levou, por exemplo, ao lançamento da marca nacional a+ em 2011, e a recentes aquisições de empresas prestadoras de serviços de infusões assim como clínicas ortopédicas e oftalmológicas. Como resultado da estratégia adotada pela empresa buscando o crescimento por meio de expansão orgânica e aquisições, a receita do Grupo Fleury vem crescendo nos últimos anos, com as diferentes marcas ganhando uma participação maior no portfólio geral.

Em 2019, o Fleury lançou um laboratório 100% digital, o Campana até Você, considerado um novo segmento no portfólio da empresa pois atende clientes que atualmente não têm acesso ao Fleury e a+ em São Paulo. Com um mercado estimado em 2,6 milhões de vidas, a iniciativa online para offline tem permitido ao cliente agendar e monitorar seus resultados por meio do aplicativo, enquanto as coletas de análises clínicas são realizadas no local de preferência do cliente.

**Figura 1:**  
A contribuição das diferentes marcas do grupo vem aumentando ao longo dos últimos anos  
Abertura da receita bruta do Grupo Fleury



Fonte: Fleury S.A. e Moody's Local

Com participação de 16% na receita bruta consolidada, as operações de diagnósticos em hospitais estão presentes em 30 renomados centros médicos e operações hospitalares, com foco em análises clínicas, enquanto os laboratórios de referência, que contribuem com 2% da receita bruta total, proveem testes de alta complexidade para mais de 600 laboratórios em todo o Brasil.

#### Abrindo novas avenidas de crescimento para melhor se adaptar as mudanças na dinâmica do setor

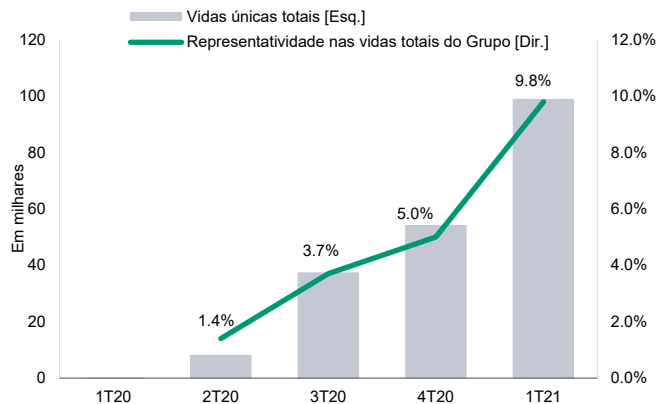
Com a pandemia da Covid-19, a empresa acelerou o crescimento de novas avenidas, tais como a prestação de serviços de telemedicina e atendimento móvel. Baseado nas premissas que o consumo de saúde se dará cada vez mais de forma híbrida e que a construção de uma plataforma de saúde é capaz de proporcionar aos pacientes soluções integradas, assim aumentando a recorrência dos atendimentos ao mesmo cliente, o Grupo Fleury tem investido em seu novo ciclo de crescimento. Tal ciclo tem como principal vetor o aumento na velocidade de sua expansão através da ampliação do número de vidas atendidas, a intensificação nas atividades de M&A e aceleração da transformação digital, com o objetivo de oferecer serviços na área da saúde de forma integrada em linha com o modelo de negócios baseado em plataforma, assim se posicionando para as potenciais mudanças no setor.

Nesse sentido, no final do ano passado, o Fleury lançou o Saúde ID, uma plataforma digital de saúde com o objetivo de se tornar um ecossistema de saúde aberto, viabilizando interações entre clientes e prestadores de serviço. A plataforma foi criada a partir da base de dados de SantéCorp, empresa adquirida em 2019, e iniciou com a gestão de sete milhões de vidas. Seu crescimento foi dividido em três etapas. A primeira delas foi com o oferecimento de serviços de telemedicina, todos os serviços já prestados pela SantéCorp assim como alguns do Grupo Fleury – como, Cuidado Integrado para Empresas, Centro de Infusões, coleta domiciliar. As outras duas etapas terão como objetivo aumentar a oferta de serviços através da parceria com terceiros, por exemplo, drogarias, profissionais da saúde. No 1T21, a plataforma atendeu em torno de 99 mil vidas, correspondendo a 9,8% de vidas atendidas pelo grupo no período, aumento relevante

quando comparado às 54,3 mil vidas atendidas (5%) no trimestre anterior. O Saúde iD se posiciona como uma alternativa de acesso à saúde de qualidade para pessoas que não possuem plano de assistência médica (aproximadamente 75% da população brasileira).

**Figura 2:**  
Quase 10% de vidas atendidas pelo grupo vieram do Saúde iD no 1T21,...

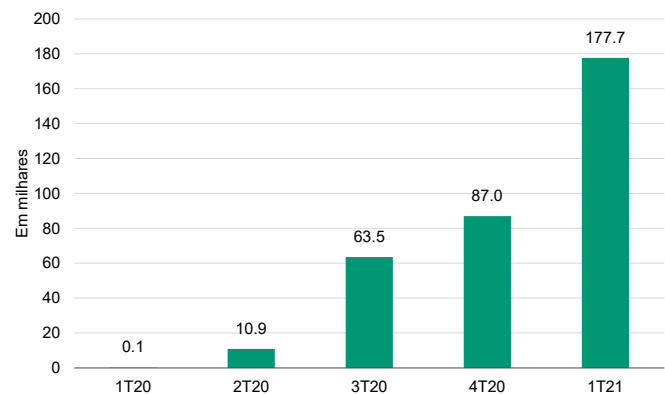
Evolução do número de vidas no Saúde iD



Fonte: Fleury S.A. e Moody's Local

**Figura 3:**  
...que possui o serviço de telemedicina que também tem apresentado um forte ritmo de crescimento

Consultas de telemedicina no Saúde iD



Fonte: Fleury S.A. e Moody's Local

Uma outra frente que vem expandindo fortemente, além da telemedicina, é o atendimento móvel, que correspondeu a 7,7% da receita bruta no primeiro trimestre de 2021, um crescimento de 86% em relação ao mesmo período de 2020. A receita gerada pelo atendimento móvel é maior que a de qualquer unidade física de qualquer outra marca do grupo.

Ao contrário dos Estados Unidos e de outros mercados, a escolha de um provedor de saúde no Brasil geralmente é determinada pelo paciente, e os procedimentos são realizados fora de hospitais e consultas médicas. Em nossa opinião, a bem sucedida estratégia de posicionamento de marca ilustrada pelo amplo reconhecimento da marca Fleury por pacientes e médicos, proporciona uma vantagem competitiva para a empresa durante processo de tomada de decisão. A ampla cobertura da empresa e as soluções integradas para médicos também contribuem para sua forte posição de mercado no Brasil.

#### Apesar do impacto da Covid-19 nas métricas de crédito, a recuperação foi mais rápida que a esperada

Durante o primeiro e segundo trimestres de 2020, o Fleury sofreu com uma queda substancial da demanda devido às medidas de distanciamento social que gerou atrasos ou suspensões dos exames e procedimentos. Em função de seus altos custos fixos, que representam aproximadamente 70% dos custos totais, a queda nos volumes resultou em uma compressão das margens, atingindo 5,5% de margem EBITDA no 2T20 frente a uma média histórica de 31%. Naquele momento, o Grupo Fleury tomou várias medidas para mitigar os impactos negativos, incluindo redução temporária de salários de grande parte de seus funcionários e ajustes na oferta de serviços em geral, ao mesmo tempo que intensificou a sua oferta de serviços digitais e móveis. Com a retomada da atividade econômica, a ampliação de serviços prestados - inclusive a realização exames para Covid-19 - assim como resultado de uma demanda represada, o desempenho financeiro do grupo se recuperou fortemente nos últimos dois trimestres do ano de 2020. Durante o ano de 2020 o Fleury registrou um aumento de 8% em sua receita líquida, que atingiu R\$ 3,0 bilhões. Tal desempenho se manteve no primeiro trimestre de 2021, impulsionado pela realização dos exames para Covid-19, avanço das novas avenidas de crescimento e retomada da demanda.

O modelo de negócios do Fleury provou ser resiliente ao longo dos anos, operando com métricas adequadas que pudessem suportar as potenciais volatilidades em suas operações, sem comprometer sua qualidade de crédito. No últimos doze meses encerrados em março de 2021, a alavancagem bruta ajustada pela Moody's Local foi de 2,9x, uma melhora considerável em comparação ao 2T20 quando a alavancagem atingiu 4,3x. Após a recente emissão de debêntures no valor de R\$ 1,0 bilhão esperamos que a alavancagem nos próximos 12 a 18 meses fique entre 3,0 e 3,5x. Os recursos desta emissão serão utilizados para alongar o cronograma de amortização de dívida da companhia e reforçar sua posição de caixa em antecipação aos desembolsos vinculados às recentes aquisições anunciadas, tais como: Laboratório Pretti Ltda. (valor de avaliação de R\$ 193,1 milhões), Laboratório BioClínico Ltda (valor de avaliação de R\$ 122 milhões) e 66,7% da Vita Ortopedia Serviços Médicos Especializados Ltda. e da Vita Clínicas Medicina Especializada Ltda. (valor de avaliação de R\$ 137 milhões). Vale ressaltar que entendemos que a empresa possui um compromisso em manter a rentabilidade de seus negócios atuais através do controle de custos e despesas, à medida que continua avançando em seus novos projetos.

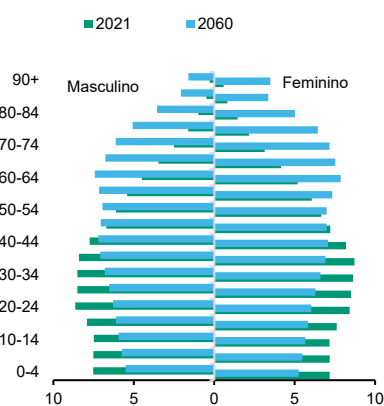
### Os fundamentos de longo prazo para o setor de saúde no Brasil permanecem favoráveis

O setor de saúde brasileiro apresenta perspectivas favoráveis de longo prazo. Em momentos desafiadores, tais como aqueles marcados por aumento do desemprego e menor renda média disponível, o setor não se mostrou imune mesmo considerando que os gastos com saúde tendem a ser relativamente resilientes aos ciclos econômicos. No entanto, diferentemente da tendência histórica, mesmo em meio ao aumento do desemprego impulsionado pela crise trazida pela pandemia da Covid-19, o número de beneficiários de planos de saúde no Brasil tem apresentado crescimento desde julho de 2020, atingindo um total de 48 milhões, o maior número desde 2016. Tal crescimento é explicado pela percepção da população de uma maior necessidade de serviços de saúde fora do Sistema Único de Saúde (SUS).

As marcas do Grupo Fleury têm se mostrado relativamente resilientes mesmo em momentos desafiadores, devido a serviços de alta qualidade, do forte reconhecimento de sua marca e do foco da empresa em clientes de alta renda, em adição aos fundamentos favoráveis do setor.

**Figura 4:**  
Envelhecimento da população suporta os fundamentos de longo-prazo,...

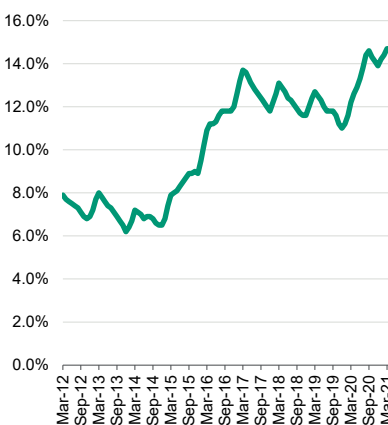
Habitantes, em milhões



Fonte: IBGE (estimativas)

**Figura 5:**  
...e apesar do aumento do desemprego no Brasil,...

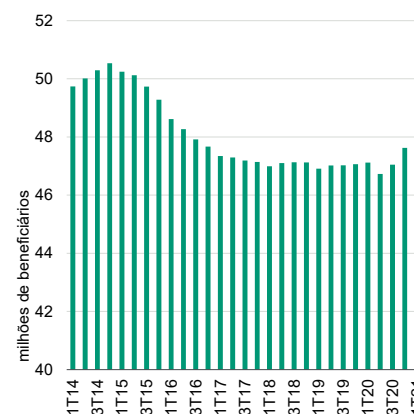
Índice de desemprego (%)



Fonte: IBGE

**Figura 6:**  
...vem se observando um aumento no número de beneficiários

Número de beneficiários de planos de saúde



Fonte: ANS

O aumento da renda média, da importância dos gastos com saúde para os brasileiros e ainda baixa taxa de penetração do seguro saúde são impulsionadores de longo prazo para o crescimento dos gastos privados com saúde. Além disso, o envelhecimento da população se refletirá em uma maior demanda por serviços de saúde no Brasil. De acordo com Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), a proporção de brasileiros com 60 anos ou mais deve chegar a 32% até 2060 (ou 73,5 milhões de habitantes) de uma estimativa de 15% em 2021. Além disso, o segmento de planos privados de saúde tem baixa penetração no país, principalmente em comparação com os países desenvolvidos. Estimamos que 2020, apenas cerca de 25% da população brasileira tinha um plano de saúde contratado, enquanto nas economias desenvolvidas a penetração foi maior - por exemplo, 95% na França e 60% nos Estados Unidos. Vale ressaltar que a taxa de penetração individual é superior à média do Brasil em estados mais desenvolvidos, como São Paulo (38%) e Rio de Janeiro (35%), onde Fleury tem uma presença particularmente forte.

### Indústria altamente fragmentada aumenta a probabilidade de atividades de M&A

O setor privado de saúde no Brasil é altamente fragmentado e não há uma empresa dominante, as quatro maiores do setor possuem em conjunto apenas 25% de participação de mercado em termos de receita. As maiores empresas do Brasil neste setor são DASA (R\$ 4,5 milhões, excluindo as operações hospitalares), Fleury (R\$ 3,0 bilhões) e Hermes Pardini (R\$ 1,5 bilhão). Existem atualmente mais de 16.000 fornecedores de medicina diagnóstica no país. Em uma indústria tão fragmentada, empresas maiores, como o Fleury, estão em uma posição vantajosa, com poder de barganha ao lidar com as contrapartes, como seguradoras de saúde e hospitais. As negociações com as seguradoras de saúde geralmente são feitas uma vez ao ano e incluem o reajuste de preços a ser implementado pelos prestadores de serviços de saúde.

### Aquisições disciplinadas e bem-sucedidas e crescimento orgânico mitigam os riscos de execução e integração

Desde o final de 2016, a empresa retomou seu plano de expansão por meio de expansão orgânica e atividades de M&A, que exigiram maiores investimentos. No caso da expansão orgânica realizada, houve certa pressão de custos, uma vez que as unidades possuem estágios de maturação próprios. Até o 1T21, 55 novas unidades de atendimento foram abertas de forma orgânica, principalmente em marcas regionais (incluindo a marca a+) e em sites rápidos - unidades menores que oferecem procedimentos mais simples, exigem menores investimentos e em geral possuem margens mais altas do que unidades maiores.

Além do crescimento orgânico, aquisições têm sido fundamentais para a estratégia de crescimento do Fleury ao longo dos anos. Embora as atividades de M&A envolvam desafios de execução e integração, a empresa tem administrado bem suas aquisições ao longo dos últimos anos. De 2013 a setembro de 2017, o Fleury não anunciou nenhuma aquisição e se concentrou na integração de negócios e eficiência de custos para recuperar a rentabilidade. Em setembro de 2017, o grupo voltou com suas atividades de M&A através da aquisição da Serdil, empresa de diagnóstico por imagem em Porto Alegre, por R\$ 30 milhões. Entre 2018 e 2019, a empresa adquiriu outras cinco marcas de diagnóstico: (i) IRN, uma empresa de diagnóstico por imagem com operações na cidade de Natal, Rio Grande do Norte, por R\$ 91 milhões em março de 2018; (ii) a marca Lafe, um serviço de suporte com análises clínicas por meio de 32 postos de atendimento, no Rio de Janeiro, por R\$ 170 milhões em dezembro de 2018; (iii) Grupo Diagmax, que oferece exames diagnósticos por imagens e análises clínicas por meio de seis unidades de atendimento na região metropolitana de Recife, Estado de Pernambuco, por R\$ 111,9 milhões em setembro de 2019; (iv) Centro de Patologia Clínica (CPC), tradicional empresa no segmento de análises clínicas, com sete postos de atendimento na região metropolitana de Natal, estado do Rio Grande do Norte, por R\$ 12 milhões em outubro de 2019; e (v) Inlab, provedora de exames de análises clínicas por meio de 21 unidades de atendimento e um laboratório central na região metropolitana de São Luís, Estado do Maranhão, por R\$ 90 milhões em novembro de 2019. Em 2020, o grupo anunciou a aquisição da Clínica de Olhos Moacir Cunha e Centro de Infusões Pacaembu por R\$ 29,5 milhões e R\$ 120 milhões, respectivamente, ampliando sua presença na cadeia de saúde. Já em 2021, anunciou três novas aquisições, entre eles: 66,7% da rede paulista Vita, referência em consultas e cirurgias ortopédicas e sessões de reabilitação, por R\$91,2 milhões; o Laboratório Pretti Ltda. por R\$193,1 milhões; e o Laboratório Bioclínico Ltda. por R\$122 milhões. Acreditamos que o Grupo Fleury continuará buscando aquisições estratégicas, porém esperamos que essas aquisições sejam bem administradas de forma a não comprometerem a qualidade de crédito do grupo.

Além das aquisições, a empresa está envolvida em diversos projetos buscando o crescimento do grupo, entre eles, o lançamento da plataforma de saúde (Saúde iD), lançamento da plataforma de testes genéticos (Sommos DNA), oferecimento de serviço de consultoria (Cuidado Integrado para Empresas, que já soma um total de 621 contratos) e inauguração do Centro de Medicina Reprodutiva Fleury. Em novembro de 2020, a empresa também comunicou que constituiu em conjunto com o Sabin Medicina Diagnóstica ("Grupo Sabin") um fundo de corporate venture capital de saúde (Kortex), que visa identificar oportunidades no mercado, sendo que tal iniciativa estará mais conectada ao ecossistema de *startups* e *healthtechs*.

### Considerações social-ambientais e de governança (ESG)

O Fleury é uma empresa de capital aberto desde 2009, com ações negociadas no Novo Mercado da B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão, o segmento da bolsa de valores brasileira com o mais alto nível de governança corporativa. Adicionalmente, a empresa tem adotado as principais práticas recomendadas pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa ("IBGC") em seu Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa.

Atualmente o Conselho de Administração da empresa é composto por 10 membros efetivos, dos quais quatro são membros independentes. A empresa é regida por um acordo de acionistas firmado entre os dois maiores acionistas, médicos-sócios (Integritas Participações S.A. e pessoas físicas) e Bradseg Participações S.A., válido até 2030, ou caso os acionistas deixarem de deter mais de 36% do capital social da empresa em conjunto. Além disso, a empresa possui um conselho fiscal e cinco comitês de assessoramento - auditoria, riscos e integridade; cultura e pessoas; transformação; investimento; e ESG. Em nossa opinião, a implementação de políticas financeiras formais em relação a uma meta de alavancagem e liquidez mínima seria positiva para as práticas de governança corporativa do Fleury.

No que diz respeito às considerações sociais, o setor de saúde tende a ser exposto às tendências demográficas e sociais. No Brasil, perspectivas de longo prazo para o setor são favoráveis em função do envelhecimento da população e a ainda baixa penetração de planos de saúde. Ao mesmo tempo, temos observado mudanças no setor para se adaptar à nova realidade tecnológica e transformação digital, que se acelerou em meio à pandemia da Covid-19.

O Fleury também está exposto a riscos de reputação e litígios, que podem surgir, por exemplo, de gestão de resíduos, questões de privacidade de dados e intercorrências médicas ou laudos incorretos. A empresa compila grandes quantidades de informações pessoais privadas e o potencial roubo ou o uso indevido dos dados do paciente pode prejudicar sua reputação, bem como sujeitá-la a penalidades

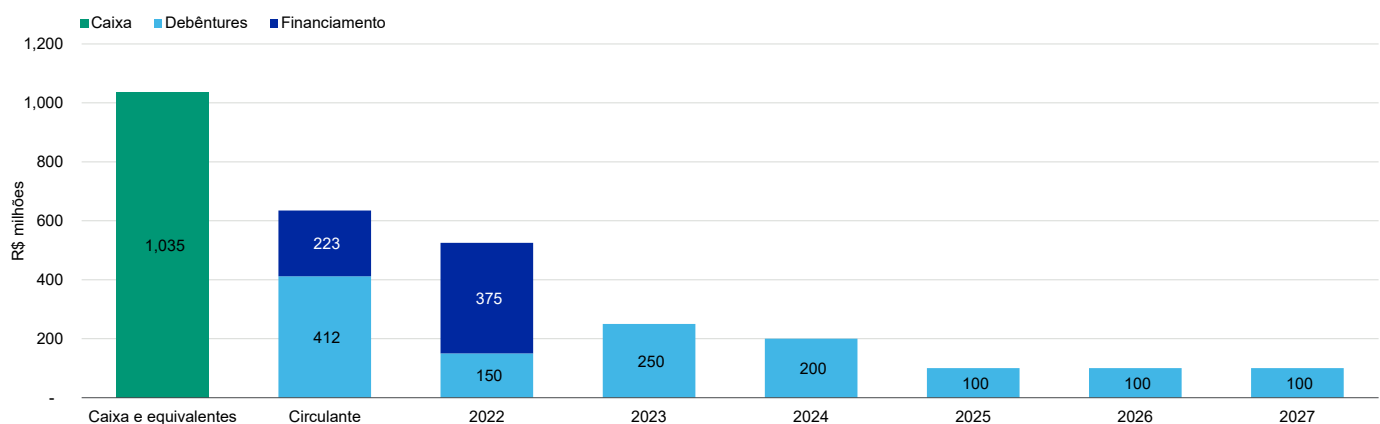
regulatórias ou litígios. Em junho de 2021, a companhia sofreu com uma tentativa de ataque cibernético que resultou na indisponibilidade em parte de seus sistemas e operação. De acordo com a empresa, sua base de dados se manteve íntegra e afirma que não há evidências de vazamento de dados e informações sensíveis; no entanto teve que operar em contingência durante alguns dias antes de retomar a normalidade. Entendemos que o risco cibernético na área da saúde vem se acentuando, principalmente com o aumento da oferta dos serviços mais integrados através da tecnologia. Dado o maior potencial de interrupções nas operações, risco reputacional assim como potencial litígios, acreditamos que o setor ficará sob pressão cada vez maior para aumentar seus investimentos em segurança cibernética. Atualmente, a empresa tem processos e diretrizes estabelecidos para mitigar esses riscos.

Outra consideração é a importância e a dependência em pessoas altamente qualificadas para garantir a qualidade e diferenciação dos serviços e inovações do Fleury, dada a limitada oferta e concorrência de profissionais qualificados no setor. Atualmente, cerca de 50% dos custos do Fleury são relacionados a pessoal.

## Análise de liquidez

A liquidez do Fleury é adequada e os vencimentos de suas dívidas são administráveis. Em março de 2021, a empresa possuía R\$1,0 bilhão em caixa e equivalentes, posição superior à média histórica de aproximadamente R\$ 600-700 milhões, frente a uma dívida de curto prazo, excluindo arrendamento mercantil, de R\$ 638 milhões. O aumento na posição de caixa da empresa é reflexo das iniciativas tomadas pela empresa no início da pandemia a fim de reforçar a posição de liquidez em meio aos cenários de incertezas.

**Figura 7:**  
**Cronograma de amortização de dívida do Fleury**  
Em março de 2021



Fonte: Fleury S.A.

No início de julho de 2021, o Fleury emitiu a 6ª emissão de debêntures sem garantia no valor de R\$ 1,0 bilhão, em três séries, sendo a primeira série no valor de R\$ 250 milhões, e a segunda e terceira séries no valor de R\$ 375 milhões cada. Os vencimentos, respectivamente, são em 2025, 2026 e 2028. Os recursos desta emissão serão utilizados para alongar o cronograma de vencimento da empresa e reforçar sua posição de caixa em antecipação aos desembolsos vinculados às recentes aquisições anunciadas. Proforma à emissão de debêntures, a Moody's Local espera que a alavancagem bruta ajustada atingirá 3,4x de 2,9x registrada em março de 2021. A dívida bruta ajustada da Moody's Local inclui os montantes referentes a financiamentos, debêntures, arrendamento mercantil e contas a pagar com aquisições de empresa.

As debêntures contarão com componente de sustentabilidade ("*sustainability-linked*"), sendo que a estrutura inclui mecanismos de step up e sobretaxa de taxa de juros, além de prêmio, caso indicadores chave de desempenho sustentável não sejam atendidos, mais especificamente, gerenciamento de resíduos biológicos e acesso à saúde para pacientes das classes sociais C, D e E.

O Fleury possui cláusulas financeiras restritivas aplicáveis às suas debêntures, definindo uma meta de alavancagem líquida máxima relatada de 3,0x (1,0x nos 12 meses encerrados em março de 2021, reportado) e cobertura de juros líquida mínima reportada de 1,5x (6,6 x nos 12 meses encerrados em março de 2021, reportado).

O fluxo de caixa operacional do Fleury deve ser suficiente para cobrir os gastos de capital, mas dada a estratégia da empresa de manter um alto pagamento de dividendos e buscar atividades de M&A, redução de dívida bruta deve ser limitada. Embora tenhamos a tendência de ver as distribuições de dividendos como uma consideração negativa de crédito, acreditamos que as métricas acomodam esses pagamentos de dividendos. Esperamos que o Fleury gerencie os gastos de capital, atividades de M&A e distribuições aos acionistas de maneira prudente, sendo capaz de gerar fluxo de caixa livre positivo e preservar seu perfil de liquidez, se necessário.

### **Metodologia utilizada nas Ações de Rating referenciadas neste Relatório de Crédito**

- » Metodologia de Rating para Empresas Não-Financeiras, publicada em 24 de junho de 2021, disponível em [www.moodyslocal.com/country/br](http://www.moodyslocal.com/country/br)

O presente relatório não deve ser considerado como publicidade, propaganda, divulgação ou recomendação de compra, venda, ou negociação dos instrumentos objeto destas classificações de risco de crédito.



© 2021 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. e/ou suas licenciadas e afiliadas (em conjunto, "MOODY'S"). Todos os direitos reservados.

OS RATINGS DE CRÉDITO ATRIBUÍDOS PELAS AFILIADAS DE RATINGS DE CRÉDITO DA MOODY'S SÃO AS OPINIÕES ATUAIS DA MOODY'S SOBRE O RISCO FUTURO RELATIVO DE CRÉDITO DE ENTIDADES, COMPROMISSOS DE CRÉDITO, DÍVIDA OU VALORES MOBILIÁRIOS EQUIVALENTES À DÍVIDA, DE MODO QUE OS MATERIAIS, PRODUTOS, SERVIÇOS E AS INFORMAÇÕES PUBLICADAS PELA MOODY'S (COLETIVAMENTE "PUBLICAÇÕES") PODEM INCLUIR TAIS OPINIÕES ATUAIS. A MOODY'S DEFINE RISCO DE CRÉDITO COMO O RISCO DE UMA ENTIDADE NÃO CUMPRIR COM AS SUAS OBRIGAÇÕES CONTRATUAIS E FINANCEIRAS NA DEVIDA DATA DE VENCIMENTO E QUAISQUER PERDAS FINANCEIRAS ESTIMADAS EM CASO DE INADIMPLETO ("DEFAULT"). VER A PUBLICAÇÃO APLICÁVEL DA MOODY'S RELACIONADA AOS SÍMBOLOS E DEFINIÇÕES DE RATINGS DE CRÉDITO PARA MAIS INFORMAÇÕES SOBRE OS TIPOS DE OBRIGAÇÕES CONTRATUAIS E FINANCEIRAS ENDEREÇADAS PELOS RATINGS DE CRÉDITO DA MOODY'S INVESTORS SERVICE. OS RATINGS DE CRÉDITO NÃO TRATAM DE QUALQUER OUTRO RISCO, INCLUINDO, MAS NÃO SE LIMITANDO A: RISCO DE LIQUIDEZ, RISCO DE VALOR DE MERCADO OU VOLATILIDADE DE PREÇOS. OS RATINGS DE CRÉDITO, AS AVALIAÇÕES E OUTRAS OPINIÕES CONTIDAS NAS PUBLICAÇÕES DA MOODY'S NÃO SÃO DECLARAÇÕES SOBRE FATOS ATUAIS OU HISTÓRICOS. AS PUBLICAÇÕES DA MOODY'S PODERÃO TAMBÉM INCLUIR ESTIMATIVAS DO RISCO DE CRÉDITO BASEADAS EM MODELOS QUANTITATIVOS E OPINIÕES RELACIONADAS OU COMENTÁRIOS PUBLICADOS PELA MOODY'S ANALYTICS, INC. E/OU SUAS AFILIADAS. OS RATINGS DE CRÉDITO, AS AVALIAÇÕES, OUTRAS OPINIÕES E PUBLICAÇÕES NÃO CONSTITUEM OU FORNECEM ACONSELHAMENTO FINANCEIRO OU DE INVESTIMENTO. OS RATINGS DE CRÉDITO DA MOODY'S, AS AVALIAÇÕES, OUTRAS OPINIÕES E PUBLICAÇÕES NÃO CONFIGURAM E NÃO PRESTAM RECOMENDAÇÕES PARA A COMPRA, VENDA OU DETENÇÃO DE UM DETERMINADO VALOR MOBILIÁRIO. OS RATINGS DE CRÉDITO DA MOODY'S, AS AVALIAÇÕES, OUTRAS OPINIÕES E PUBLICAÇÕES NÃO CONSTITUEM RECOMENDAÇÕES SOBRE A ADEQUAÇÃO DE UM INVESTIMENTO PARA UM DETERMINADO INVESTIDOR. A MOODY'S ATRIBUI SEUS RATINGS DE CRÉDITO, SUAS AVALIAÇÕES E OUTRAS OPINIÕES, E DIVULGA AS SUAS PUBLICAÇÕES ASSUMINDO E PRESSUPONDO QUE CADA INVESTIDOR FARÁ O SEU PRÓPRIO ESTUDO, COM A DEVIDA DILIGÊNCIA, E PROCEDERÁ À AVALIAÇÃO DE CADA VALOR MOBILIÁRIO QUE TENHA A INTENÇÃO DE COMPRAR, DETER OU VENDER.

OS RATINGS DE CRÉDITO DA MOODY'S, SUAS AVALIAÇÕES, OUTRAS OPINIÕES E PUBLICAÇÕES NÃO SÃO DESTINADOS PARA O USO DE INVESTIDORES DE VAREJO E SERIA IMPRUDENTE E INADEQUADO AOS INVESTIDORES DE VAREJO USAR OS RATINGS DE CRÉDITO, AS AVALIAÇÕES, OUTRAS OPINIÕES OU PUBLICAÇÕES DA MOODY'S AO TOMAR UMA DECISÃO DE INVESTIMENTO. EM CASO DE DÚVIDA, O INVESTIDOR DEVERÁ ENTRAR EM CONTATO COM UM CONSULTOR FINANCEIRO OU OUTRO CONSULTOR PROFISSIONAL.

TODAS AS INFORMAÇÕES CONTIDAS NESTE DOCUMENTO ESTÃO PROTEGIDAS POR LEI, INCLUINDO, ENTRE OUTROS, OS DIREITOS DE AUTOR, E NÃO PODEM SER COPIADAS, REPRODUZIDAS, ALTERADAS, RETRANSMITIDAS, TRANSMITIDAS, DIVULGADAS, REDISTRIBUÍDAS OU REVENDIDAS OU ARMAZENADAS PARA USO SUBSEQUENTE PARA QUALQUER UM DESTES FINS, NO TODO OU EM PARTE, POR QUALQUER FORMA OU MEIO, POR QUALQUER PESSOA, SEM O CONSENTIMENTO PRÉVIO, POR ESCRITO, DA MOODY'S.

OS RATINGS DE CRÉDITO, AS AVALIAÇÕES, OUTRAS OPINIÕES E PUBLICAÇÕES DA MOODY'S NÃO SÃO DESTINADOS PARA O USO, POR QUALQUER PESSOA, COMO UMA REFERÊNCIA ("BENCHMARK"), JÁ QUE ESTE TERMO É DEFINIDO APENAS PARA FINS REGULATÓRIOS E PORTANTO NÃO DEVEM SER UTILIZADOS DE QUALQUER MODO QUE POSSA RESULTAR QUE SEJAM CONSIDERANDOS REFERÊNCIAS (BENCHMARK).

Toda a informação contida neste documento foi obtida pela MOODY'S junto de fontes que esta considera precisas e confiáveis. Contudo, devido à possibilidade de erro humano ou mecânico, bem como outros fatores, a informação contida neste documento é fornecida no estado em que se encontra ("AS IS"), sem qualquer tipo de garantia, seja de que espécie for. A MOODY'S adota todas as medidas necessárias para que a informação utilizada para a atribuição de ratings de crédito seja de suficiente qualidade e provenha de fontes que a MOODY'S considera confiáveis, incluindo, quando apropriado, terceiros independentes. Contudo, a MOODY'S não presta serviços de auditoria e não pode, em todos os casos, verificar ou confirmar, de forma independente, as informações recebidas nos processos de ratings de crédito ou na preparação de suas publicações.

Na medida do permitido por lei, a MOODY'S e seus administradores, membros dos órgãos sociais, empregados, agentes, representantes, titulares de licenças e fornecedores não aceitam qualquer responsabilidade perante qualquer pessoa ou entidade relativamente a quaisquer danos ou perdas, indiretos, especiais, consequenciais ou incidentais, decorrentes ou relacionados com a informação aqui incluída ou pelo uso, ou pela inaptidão de usar tal informação, mesmo que a MOODY'S ou os seus administradores, membros dos órgãos sociais, empregados, agentes, representantes, titulares de licenças ou fornecedores sejam informados com antecedência da possibilidade de ocorrência de tais perdas ou danos, incluindo, mas não se limitando a: (a) qualquer perda de lucros presentes ou futuros; ou (b) qualquer perda ou dano que ocorra em que o instrumento financeiro relevante não seja objeto de um rating de crédito específico atribuído pela MOODY'S.

Na medida do permitido por lei, a MOODY'S e seus administradores, membros dos órgãos sociais, empregados, agentes, representantes, titulares de licenças e fornecedores não aceitam qualquer responsabilidade por quaisquer perdas ou danos, diretos ou compensatórios, causados a qualquer pessoa ou entidade, incluindo, entre outros, por negligência (mas excluindo fraude, conduta dolosa ou qualquer outro tipo de responsabilidade que, para que não subsistam dúvidas, por lei, não possa ser excluída) por parte de, ou qualquer contingência dentro ou fora do controle da, MOODY'S ou de seus administradores, membros de órgão sociais, empregados, agentes, representantes, titulares de licenças ou fornecedores, decorrentes ou relacionadas com a informação aqui incluída, ou pelo uso, ou pela inaptidão de usar tal informação.

A MOODY'S NÃO PRESTA NENHUMA GARANTIA, EXPRESSA OU IMPLÍCITA, QUANTO À PRECISÃO, ATUALIDADE, COMPLETUDE, VALOR COMERCIAL OU ADEQUAÇÃO A QUALQUER FIM ESPECÍFICO DE QUALQUER RATING DE CRÉDITO, AVALIAÇÃO, OUTRA OPINIÃO OU INFORMAÇÕES DADAS OU PRESTADAS, POR QUALQUER MEIO OU FORMA, PELA MOODY'S.

A Moody's Investors Service, Inc., uma agência de rating de crédito, subsidiária integral da Moody's Corporation ("MCO"), pelo presente, divulga que a maioria dos emissores de títulos de dívida (incluindo obrigações emitidas por entidades privadas e por entidades públicas locais, outros títulos de dívida, notas promissórias e papel comercial) e de ações preferenciais classificadas pela Moody's Investors Service, Inc., acordaram, antes da atribuição de qualquer rating de crédito, pagar à Moody's Investors Service, Inc., para fins de avaliação de ratings de crédito e serviços prestados por esta agência, honorários que poderão ir desde US\$1.000 até, aproximadamente, US\$5.000.000. A MCO e a Moody's Investors Services também mantêm políticas e procedimentos destinados a preservar a independência dos ratings de crédito da M Moody's Investors Services e de seus processos de ratings de crédito. São incluídas anualmente no website [www.moody's.com](http://www.moody's.com), sob o título "Investor Relations — Corporate Governance — Director and Shareholder Affiliation Policy" informações acerca de certas relações que possam existir entre administradores da MCO e as entidades classificadas com ratings de crédito e entre as entidades que possuem ratings da Moody's Investors Services e que também informaram publicamente à SEC (Security and Exchange Commission – EUA) que detêm participação societária maior que 5% na MCO.

Termos adicionais apenas para a Austrália: qualquer publicação deste documento na Austrália será feita nos termos da Licença para Serviços Financeiros Australianos da afiliada da MOODY'S, a Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 e/ou pela Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (conforme aplicável). Este documento deve ser fornecido apenas a distribuidores ("wholesale clients"), de acordo com o estabelecido pelo artigo 761G da Lei Societária Australiana de 2001. Ao continuar a acessar esse documento a partir da Austrália, o usuário declara e garante à MOODY'S que é um distribuidor ou um representante de um distribuidor, e que não irá, nem a entidade que representa irá, direta ou indiretamente, divulgar este documento ou o seu conteúdo a clientes de varejo, de acordo com o significado estabelecido pelo artigo 761G da Lei Societária Australiana de 2001. O rating de crédito da Moody's é uma opinião em relação à idoneidade creditícia de uma obrigação de dívida do emissor e não diz respeito às ações do emissor ou qualquer outro tipo de valores mobiliários disponíveis para investidores de varejo.

Termos adicionais apenas para o Japão: A Moody's Japan K.K. ("MJKK") é agência de rating de crédito e subsidiária integral da Moody's Group Japan G.K., que por sua vez é integralmente detida pela Moody's Overseas Holdings Inc., uma subsidiária integral da MCO. A Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") é uma agência de rating de crédito e subsidiária integral da MJKK. A MSFJ não é uma Organização de Rating Estatístico Nacionalmente Reconhecida ("NRSRO"). Nessa medida, os ratings de crédito atribuídos pela MSFJ são Ratings de Crédito Não-NRSRO. Os Ratings de Crédito Não-NRSRO são atribuídos por uma entidade que não é uma NRSRO e, conseqüentemente, a obrigação sujeita aos ratings de crédito não será elegível para certos tipos de tratamento nos termos das leis dos E.U.A. A MJKK e a MSFJ são agências de rating de crédito registadas junto a Agência de Serviços Financeiros do Japão ("Japan Financial Services Agency") e os seus números de registo são "FSA Commissioner (Ratings) n° 2 e 3, respectivamente.

A MJKK ou a MSFJ (conforme aplicável) divulgam, pelo presente, que a maioria dos emitentes de títulos de dívida (incluindo obrigações emitidas por entidades privadas e entidades públicas locais, outros títulos de dívida, notas promissórias e papel comercial) e de ações preferenciais classificadas pela MJKK ou MSFJ (conforme aplicável) acordaram, com antecedência à atribuição de qualquer rating de crédito, pagar à MJKK ou MSFJ (conforme aplicável), para fins de avaliação de ratings de crédito e serviços prestados pela agência, honorários que poderão ir desde JPY125.000 até, aproximadamente, JPY550.000,000.

A MJKK e a MSFJ também mantêm políticas e procedimentos destinados a cumprir com os requisitos regulatórios japoneses.