Fleury

BTG Pactual Equity Research
Saúde

19 de Outubro de 2026

Definitivamente no caminho certo

Feedback da visita e do almoço com a gestão

Em 16 de outubro de 2026, realizamos uma visita à nova unidade conceito do Fleury, seguida de um almoço com a equipe de gestão. Estivemos com Patrícia Maeda, Diretora Executiva de Operações B2C, e José Filippo, CFO. Foi uma boa oportunidade para discutir as tendências recentes de crescimento, o ambiente competitivo, a utilização de capacidade, a integração da Femme e as prioridades de alocação de capital. No conjunto, as discussões reforçaram nossa visão positiva sobre o momentum operacional da companhia, embora mantenhamos a recomendação Neutra por razões de valuation.

Impressões da nossa visita técnica

O Fleury inaugurou sua nova unidade conceito há cerca de cinco meses, marcando o centenário da marca. A unidade representa uma expansão significativa em metros quadrados, aproveitando os credenciamentos de uma unidade anteriormente existente que foi desativada e realocada para o novo endereço. A unidade oferece exames de análises clínicas ao lado de uma ampla gama de serviços de imagem, com um layout especificamente desenhado para melhorar a experiência do cliente, minimizar os tempos de espera e entregar serviços de alta qualidade. De acordo com a gestão, o NPS e outros indicadores de qualidade têm se mostrado fortes desde a abertura, enquanto a utilização deve seguir em ramp-up ao longo dos próximos trimestres. A visita reforçou nossa percepção do posicionamento premium do Fleury e dos seus investimentos consistentes em diferenciação de serviços.

Valuation	12/2023	12/2024	12/2025E	12/2026E	12/2027E
RoIC (EBIT) %	-	-	-	-	-
EV/EBITDA	6,7	4,2	4,7	7,1	6,7
P/L	20,9	10,7	13,4	19,5	18,0
Dividend Yield %	5,2	5,2	6,3	4,0	5,1

Resumo Financeiro (R$ milhões)	12/2023	12/2024	12/2025E	12/2026E	12/2027E
Receita	7.200	7.685	8.291	9.226	9.759
EBITDA	1.746	1.978	2.121	2.346	2.496
Lucro Líquido	472	616	613	762	826
LPA (R$)	0,86	1,13	1,12	1,39	1,51
DPA líquido (R$)	0,93	0,63	0,94	1,09	1,37
(Dívida Líquida)/Caixa	(1.752)	(1.659)	(1.755)	(1.936)	(1.965)

Fonte: relatórios da empresa, estimativas da Bovespa, BTG Pactual S.A. / Avaliações: com base na última cotação da ação do ano; (E) com base na cotação de 18 de Outubro de 2026.

Rating
NEUTRO

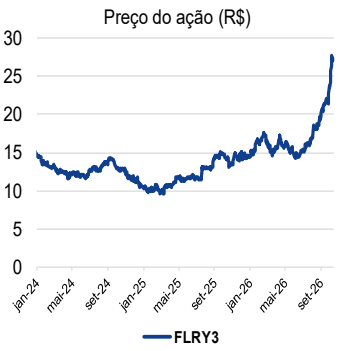
Sumário	
Ticker	FLRY3
Preço Alvo (R$)	18,0
Preço (R$)	27,1
Listagem	Novo Mercado
Market Cap. (R$ mn)	14.738
Vol. Méd. 12M (R$ mn)	59,40
Atualização Preço-alvo	16/04/2026

Valuation:

	2026E	2027E
P/L	18,9x	17,5x
EV/EBITDA	7,0x	6,6x

Performance:

Outubro (%)	19,0%
LTM (%)	91,1%



Analistas

Samuel Alves
Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Maria Resende
Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Marcel Zambello
Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Crescimento e competição: momentum segue sólido

A gestão reconheceu que a aceleração recente do crescimento orgânico em diversas regiões foi uma surpresa positiva. Na visão da companhia, isso reflete a combinação entre a forte reputação da empresa junto a pacientes e médicos, sua ampla rede de unidades, o ramp-up dos serviços de coleta domiciliar e um ambiente competitivo mais favorável. Alguns concorrentes em São Paulo e Minas Gerais vêm enfrentando desafios operacionais, o que resulta em menor satisfação dos clientes e cria oportunidades para o Fleury atrair tanto pacientes quanto médicos solicitantes. Olhando à frente, a gestão segue construtiva com as tendências de crescimento e não vê obstáculos relevantes vindos do ambiente competitivo. Outro potencial catalisador de crescimento é o segmento lab-to-lab, no qual a gestão espera tendências melhores após os investimentos recentes para ampliar a capacidade. Embora uma contribuição maior desse negócio possa diluir as margens EBITDA consolidadas, a gestão não espera deterioração do ROIC, uma vez que o segmento é menos intensivo em capital.

Utilização de capacidade: ainda não é uma preocupação relevante

Apesar do crescimento limitado no número de unidades nos últimos anos, o Fleury ampliou de forma significativa sua capacidade instalada por meio de investimentos brownfield, em alguns casos dobrando o tamanho de unidades existentes. Essa estratégia foi particularmente relevante para a marca Fleury, permitindo que a companhia aumentasse a capacidade sem passar pelo processo de acreditação exigido na abertura de novas unidades. Embora ainda existam oportunidades adicionais de brownfield, a gestão indicou que a maior parte do programa de expansão da marca Fleury já foi concluída. Olhando à frente, os investimentos devem se concentrar cada vez mais na marca a+ em São Paulo, na Felippe Mattoso no Rio de Janeiro e nas operações em Minas Gerais. No conjunto, a gestão não vê as restrições de capacidade como uma preocupação relevante para sustentar o crescimento no curto prazo.

Integração da Femme: sinergias avançando bem

A gestão demonstrou confiança na integração da Femme, destacando que a implantação dos novos sistemas foi concluída no início de outubro. A companhia espera capturar aproximadamente 60% a 70% das iniciativas de eficiência identificadas já em 2026, com benefícios adicionais esperados conforme a integração avança. Até o momento, tanto as tendências de crescimento quanto as oportunidades de redução de custos têm sido encorajadoras, sustentando a confiança da gestão no potencial da transação.

Alocação de capital: capex menor, payout elevado e M&A seletivo

O Fleury segue avaliando pequenas oportunidades de aquisição, de forma consistente com sua estratégia histórica de buscar transações oportunísticas. A gestão destacou que a companhia concluiu, em média, cerca de seis pequenas aquisições a cada dois anos e vê espaço para manter essa abordagem. Em relação a dividendos, a gestão reiterou sua preferência por um payout elevado, potencialmente entre 90% e 100%, evitando alavancagem adicional apenas para financiar distribuições extraordinárias. Ao mesmo tempo, a intensidade de capex orgânico deve seguir em queda. Após rodar em aproximadamente 7% da receita antes da aquisição da Femme, o capex já recuou para cerca de 6%, com a gestão apontando algo próximo de 5% como um nível razoável para 2027. Essa normalização deve sustentar uma geração de fluxo de caixa livre mais forte e oferecer flexibilidade adicional para dividendos e M&A seletivo.

Seguimos Neutros diante do valuation relativo elevado

Reconhecemos que o desempenho operacional recente do Fleury foi uma surpresa positiva, combinando crescimento orgânico acima do esperado, margens saudáveis e retornos atrativos sobre o capital investido. A companhia segue se beneficiando de seu posicionamento premium, de uma dinâmica competitiva favorável e de uma capacidade de execução disciplinada. No entanto, acreditamos que boa parte desse cenário positivo já está refletida no preço da ação. Com o papel negociando a mais de 16x os lucros de 2027, vemos o valuation como exigente em relação a outros nomes domésticos. Embora sigamos construtivos com os fundamentos da companhia, vemos espaço limitado para potencial de valorização adicional nos níveis atuais e, portanto, reiteramos nossa recomendação Neutra.

Informações Importantes

Este relatório foi elaborado pelo Banco BTG Pactual S.A. Os números contidos nos gráficos de desempenho referem-se ao passado; desempenho passado não é um indicador confiável de resultados futuros.

Certificado do Analista

Cada analista de pesquisa responsável pelo conteúdo deste relatório de pesquisa de investimento, no todo ou em parte, certifica que:
(i) Nos termos do Artigo 21º, da Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021, todas as opiniões expressas refletem com precisão suas opiniões pessoais sobre esses valores mobiliários ou emissores, e tais recomendações foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação ao Banco 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 contidas aqui ou vinculados ao preço de qualquer um dos valores mobiliários aqui discutidos.
Parte da remuneração do analista provém dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, consequentemente, das receitas decorrentes de transações detidas pelo Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas. Quando aplicável, o analista responsável por este relatório, certificado de acordo com a regulamentação brasileira, será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

Disclaimer Global

Este relatório foi preparado pelo Banco BTG Pactual S.A. ("BTG Pactual S.A.") para distribuição apenas sob as circunstâncias permitidas pela lei aplicável. Este relatório não é direcionado a você se o BTG Pactual estiver proibido ou restrito por qualquer legislação ou regulamentação em qualquer jurisdição de disponibilizá-lo a você. Antes de lê-lo, você deve se certificar de que o BTG Pactual tem permissão para fornecer material de pesquisa sobre investimentos a você de acordo com a legislação e os regulamentos relevantes. Nada neste relatório constitui uma representação de que qualquer estratégia de investimento ou recomendação aqui contida é adequada ou apropriada às circunstâncias individuais de um destinatário ou, de outra forma, constitui uma recomendação pessoal. É publicado apenas para fins informativos, não constitui um anúncio e não deve ser interpretado como uma solicitação, oferta, convite ou incentivo para comprar ou vender quaisquer valores mobiliários ou instrumentos financeiros relacionados em qualquer jurisdição.
Os preços neste relatório são considerados confiáveis na data em que este relatório foi emitido e são derivados de um ou mais dos seguintes:
(i) fontes conforme expressamente especificadas ao lado dos dados relevantes;
(ii) o preço cotado no principal mercado regulamentado para o valor mobiliário em questão;
(iii) outras fontes públicas consideradas confiáveis;
(iv) dados proprietários do BTG Pactual ou dados disponíveis ao BTG Pactual.
Todas as outras informações aqui contidas são consideradas confiáveis na data em que este relatório foi emitido e foram obtidas de fontes públicas consideradas confiáveis. Nenhuma representação ou garantia, expressa ou implícita, é fornecida em relação à precisão, integridade ou confiabilidade das informações aqui contidas, exceto com relação às informações relativas ao Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas, nem pretende ser uma declaração completa ou resumo dos valores mobiliários, mercados ou desenvolvimentos referidos no relatório.
Em todos os casos, os investidores devem conduzir sua própria investigação e análise de tais informações antes de tomar ou deixar de tomar qualquer ação em relação aos valores mobiliários ou mercados analisados neste relatório. O BTG Pactual não assume que os investidores obterão lucros, nem compartilhará com os investidores quaisquer lucros de investimentos nem aceitará qualquer responsabilidade por quaisquer perdas de investimentos. Os investimentos envolvem riscos e os investidores devem exercer prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual não aceita obrigações fiduciárias para com os destinatários deste relatório e, ao comunicá-lo, não está agindo na qualidade de fiduciário. O relatório não deve ser considerado pelos destinatários como um substituto para o exercício de seu próprio julgamento. As opiniões, estimativas e projeções aqui expressas constituem o julgamento atual do analista responsável pelo conteúdo deste relatório na data em que o relatório foi emitido e, portanto, estão sujeitas a alterações sem aviso prévio e podem divergir ou ser contrárias às opiniões expressas por outras áreas de negócios ou grupos do BTG Pactual em decorrência da utilização de diferentes premissas e critérios. Como as opiniões pessoais dos analistas podem diferir umas das outras, o Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas podem ter emitido ou emitir relatórios inconsistentes e/ou chegar a conclusões diferentes das informações aqui apresentadas. Quaisquer opiniões, estimativas e projeções não devem ser interpretadas como uma representação de que os assuntos ali referidos ocorrerão.
Os preços e a disponibilidade dos instrumentos financeiros são apenas indicativos e estão sujeitos a alterações sem aviso prévio. A pesquisa iniciará, atualizará e encerrará a cobertura exclusivamente a critério da Gerência de Pesquisa do Banco de Investimentos do BTG Pactual. A análise contida neste documento é baseada em numerosas suposições. Suposições diferentes podem resultar em resultados substancialmente diferentes. O(s) analista(s) responsável(is) pela elaboração deste relatório pode(m) interagir com o pessoal da mesa de operações, pessoal de vendas e outros públicos com a finalidade de coletar, sintetizar e interpretar informações de mercado. O BTG Pactual não tem obrigação de atualizar ou manter atualizadas as informações aqui contidas, exceto quando encerrar a cobertura das empresas abordadas no relatório. O BTG Pactual conta com barreiras de informação para controlar o fluxo de informações contidas em uma ou mais áreas dentro do BTG Pactual, para outras áreas, unidades, grupos ou afiliadas do BTG Pactual.
A remuneração do analista que preparou este relatório é determinada pela gerência de pesquisa e pela alta administração (não incluindo banco de investimento). A remuneração dos analistas não se baseia nas receitas de banco de investimento, no entanto, a remuneração pode estar relacionada às receitas do BTG Pactual Investment Bank como um todo, do qual fazem parte os bancos de investimento, vendas e negociação.
Os valores mobiliários aqui descritos podem não ser elegíveis para venda em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Opções, produtos derivativos e futuros não são adequados para todos os investidores, e a negociação desses instrumentos é considerada arriscada. Títulos garantidos por hipotecas e ativos podem envolver um alto grau de risco e podem ser altamente voláteis em resposta a flutuações nas taxas de juros e outras condições de mercado. O desempenho passado não é necessariamente indicativo de resultados futuros. Se um instrumento financeiro for denominado em uma moeda diferente da moeda de um investidor, uma alteração nas taxas de câmbio pode afetar adversamente o valor ou preço ou a receita derivada de qualquer título ou instrumento relacionado mencionado neste relatório, e o leitor deste relatório assume qualquer risco cambial.
Este relatório não leva em consideração os objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades particulares de qualquer investidor em particular. Os investidores devem obter aconselhamento financeiro independente com base em suas próprias circunstâncias particulares antes de tomar uma decisão de investimento com base nas informações aqui contidas. Para aconselhamento sobre investimentos, execução de negócios ou outras questões, os clientes devem entrar em contato com seu representante de vendas local. Nem o BTG Pactual nem qualquer de suas afiliadas, nem qualquer um de seus respectivos diretores, funcionários ou agentes aceitam qualquer responsabilidade por qualquer perda ou dano decorrente do uso de todo ou parte deste relatório.
Quaisquer preços declarados neste relatório são apenas para fins informativos e não representam avaliações de títulos individuais ou outros instrumentos. Não há representação de que qualquer transação possa ou não ter sido afetada a esses preços e quaisquer preços não refletem necessariamente os livros e registros internos do BTG Pactual ou avaliações baseadas em modelos teóricos e podem ser baseados em certas suposições. Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído a qualquer outra pessoa, no todo ou em parte, para qualquer finalidade, sem o consentimento prévio por escrito do BTG Pactual e o BTG Pactual não aceita qualquer responsabilidade pelas ações de terceiros a esse respeito. Informações adicionais relacionadas aos instrumentos financeiros discutidos neste relatório estão disponíveis mediante solicitação.
O BTG Pactual e suas afiliadas mantêm acordos para administrar conflitos de interesse que possam surgir entre eles e seus respectivos clientes e entre seus diferentes clientes. O BTG Pactual e suas afiliadas estão envolvidos em uma gama completa de serviços financeiros e relacionados, incluindo serviços bancários, bancos de investimento e prestação de serviços de investimento. Dessa forma, qualquer membro do BTG Pactual ou de suas afiliadas pode ter interesse relevante ou conflito de interesses em quaisquer serviços prestados a clientes pelo BTG Pactual ou por tal afiliada. As áreas de negócios dentro do BTG Pactual e entre suas afiliadas operam independentemente umas das outras e restringem o acesso do(s) indivíduo(s) específico(s) responsável(is) por lidar com os assuntos do cliente a determinadas áreas de informações quando isso é necessário para administrar conflitos de interesse ou interesses materiais.
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