

RELATÓRIO DE CRÉDITO\*

23 de junho de 2023

Fleury S.A.

Análise de crédito atualizada

Atualização

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	Positiva

(\*) 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

Leonardo Albuquerque +55.11.3956-8712  
Associate Lead Analyst  
[leonardo.albuquerque@moodys.com](mailto:leonardo.albuquerque@moodys.com)

Patricia Maniero +55.11.3043.6066  
AVP – Analyst / Manager  
[patricia.maniero@moodys.com](mailto:patricia.maniero@moodys.com)

SERVIÇO AO CLIENTE

Brasil +55.11.3043.7300

	2020	2021	2022	UDM 2023	2023E	2023E proforma*	2024E
<b>Indicadores</b>							
Dívida Bruta / EBITDA	3,2x	2,8x	3,1x	3,0x	2,5x - 3,0x	2,0x - 2,5x	2,0x - 2,5x
EBIT / Despesa Financeira	3,4x	3,6x	2,0x	1,9x	~ 2,0x	2,0x - 2,5x	2,0x - 2,5x
CFO / Dívida Bruta	21%	30%	18%	21%	15%-20%	20%-25%	20%-25%
<b>R\$ (milhões)</b>							
Receita	2.972	3.873	4.463	4.610	6.100 – 6.300	7.100 – 7.300	7.600 – 7.800
EBITDA	875	1.100	1.291	1.335	1.700 – 1.800	1.900 – 2.000	2.100 – 2.200

Fonte: Fleury S.A., Economatica e Moody's Local. [1] Todas as métricas de crédito quantitativas incorporam os ajustes-padrão da Moody's Local para as demonstrações financeiras para empresas não-financeiras. [\*] Considera o resultado projetado de um ano completo de Hermes Pardini com Fleury, cuja combinação foi concluída ao final de abr/23.

Resumo

O perfil de crédito do Fleury S.A. ("Fleury" ou "Companhia") incorpora as marcas fortes e bem reconhecidas da empresa, agora em conjunto com o Instituto Hermes Pardini S.A. ("Hermes Pardini" ou "Pardini"), sua sólida posição de mercado no Brasil como um dos líderes no setor, foco de parte do seu portfólio na população com nível de renda mais elevado, além das perspectivas positivas de longo prazo do setor de serviços de saúde no Brasil. Seu perfil de crédito considera, ainda, a crescente diversificação em termos de marcas, perfil de clientes e presença geográfica, além de um modelo de negócio com baixa volatilidade de margens. Por outro lado, incorpora a natureza fragmentada da indústria, que abre espaço para a atividade de M&A; os riscos relacionados aos planos de expansão, que envolvem tanto o crescimento orgânico e inorgânico; e os elevados pagamentos de dividendos.

Em 30 maio de 2023, a Moody's Local elevou os ratings da Companhia para AA+.br com perspectiva positiva, concluindo a revisão iniciada em julho de 2022 diante da pressão positiva existente nos ratings à época em conjunto com o anúncio da combinação de negócios com Pardini. A elevação dos ratings do Fleury reflete a conclusão dessa combinação anunciada em 28 de abril de 2023, o que propiciou a melhora do seu perfil de crédito. A recente ação de rating considerou o fortalecimento de sua posição competitiva da Companhia e o incremento na diversificação de segmentos de atuação, que contribuem não só para o aumento de escala, quanto para a sustentabilidade de margens saudáveis. Adicionalmente, incorpora a expectativa de manutenção de sólidas métricas de crédito e de uma posição de liquidez adequada prospectivamente.

A Moody's Local considera que a estrutura final de Fleury após a combinação deve ter uma menor alavancagem bruta consolidada. Em base proforma combinada, o indicador de alavancagem ajustada (Dívida Bruta / EBITDA) seria de 2,8x em março de 2023, contra 3,0x de Fleury ex-Pardini. Para os próximos 12-18 meses, estimamos a métrica fique em torno de 2,0-2,5x. A dívida bruta inclui a dívida financeira, os arrendamentos e passivos de contas por aquisição a pagar. Ao mesmo tempo, estimamos que a cobertura de juros (EBIT / despesa financeira) ficará em torno de 2,0-2,5x no médio prazo diante dos patamares de SELIC mais elevados no Brasil.

## Pontos fortes de crédito

- » Posicionado como um dos líderes no setor de diagnósticos por meio de marcas reconhecidas no mercado local.
- » Níveis de rentabilidade e métricas de crédito saudáveis, apesar da estratégia agressiva de crescimento.
- » Aquisições disciplinadas e bem-sucedidas.
- » Aporte de capital recente fortaleceu a liquidez a partir do aumento da posição de caixa.
- » Fundamentos favoráveis no longo prazo para indústria da saúde.

## Desafios de crédito

- » Indústria altamente fragmentada, o que aumenta a possibilidade de futuras atividades de M&A.
- » Potencial dificuldade em repassar preços em meio a cenários de pressão inflacionária.
- » Captura de sinergias e manutenção das margens em meio ao processo de crescente diversificação e aquisições realizadas.
- » Cronograma de amortização de dívida após a combinação com Hermes Pardini impõe necessidade de importante gestão de passivos financeiros no curto prazo.

## Perspectiva

A perspectiva positiva reflete as nossas expectativas de que a Companhia apresentará uma adequada administração das aquisições recentes, sobretudo de Hermes Pardini, de modo que os níveis de rentabilidade sejam mantidos estáveis ou melhorados com a captura de sinergias esperadas. Ao mesmo tempo, a perspectiva positiva incorpora a nossa expectativa de que a Companhia continuará demonstrando uma gestão prudente de sua estratégia de crescimento e alavancagem, junto de uma melhora do perfil de liquidez.

## Fatores que poderiam levar a uma elevação dos ratings

Os ratings podem ser elevados caso a Companhia siga fortalecendo sua escala ao mesmo tempo que consiga integrar as recentes aquisições e obter as sinergias esperadas, de modo a manter níveis estáveis ou superiores de rentabilidade junto de uma geração de caixa operacional fortalecida e sólido perfil de liquidez. Quantitativamente os ratings podem ser elevados caso o índice de alavancagem bruta, medida por dívida bruta / EBITDA ajustados, se mantiver abaixo de 2,5x e a cobertura de juros, medida por EBIT / despesa financeira, acima de 2,5x de maneira sustentada.

## Fatores que poderiam levar a um rebaixamento dos ratings

Um rebaixamento é improvável dada a perspectiva positiva. A perspectiva pode ser revisada para estável caso a Companhia não consiga manter sua posição competitiva como uma das líderes do setor junto de um declínio dos seus níveis de rentabilidade, ou caso sua liquidez não seja fortalecida. Quantitativamente a perspectiva pode ser revisada para estável caso o índice de alavancagem bruta, medida por dívida bruta / EBITDA ajustados, se mantiver acima de 2,5x e a cobertura de juros, medida por EBIT / despesa financeira, abaixo de 2,5x de maneira sustentada.

## Perfil

O 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, B2B, novos elos e plataforma de saúde, que representaram 79%, 13% e 8%, respectivamente da receita líquida em 2022. Recentemente, o Fleury concluiu sua combinação de negócios com o Hermes Pardini - um importante fornecedor de serviços de diagnósticos, que atua com unidades de atendimento e de apoio (B2B - *lab-to-lab*). Nos últimos doze meses encerrados em março de 2023, que ainda não inclui Pardini nos resultados, a Companhia registrou uma receita líquida de R\$ 4,6 bilhões e uma margem EBITDA ajustada de 29%. De forma combinada proforma, a receita líquida para o mesmo período foi de R\$ 6,7 bilhões e margem EBITDA ajustada de 27%.

## Principais considerações de crédito

### Combinação de negócio com Hermes Pardini se mostra positiva ao perfil de crédito de Fleury

Em 28 de abril de 2023, o Fleury anunciou a conclusão da combinação de seus negócios e de bases acionárias com o Hermes Pardini. A Moody's Local considera que o evento propiciou melhora no perfil de crédito da Companhia a partir do aumento de escala, do incremento na diversificação de sua operação, da maior abrangência geográfica com baixa sobreposição e do fortalecimento da posição competitiva como uma das líderes no fragmentado setor de medicina diagnóstica. Adicionalmente, de forma combinada, também enxergamos que a Companhia seguirá mantendo níveis saudáveis de rentabilidade, sólidas métricas de crédito e um adequado perfil de liquidez. No que tange à governança corporativa, entendemos que as práticas empregadas deverão continuar adequadas, em linha com as exigidas no Novo Mercado da B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (AAA.br estável).

A transação foi avaliada em cerca de R\$ 2,5 bilhões, e pouco pressionará o caixa de Fleury, uma vez que o valor foi pago majoritariamente por meio de ações. Cada acionista do Hermes Pardini receberá cerca R\$ 2,15 por ação, corrigidos pela taxa DI (Depósito Interfinanceiro) a partir da data de aprovação societária de Hermes Pardini, o que deve representar, aproximadamente, R\$ 300 milhões em caixa, além de 1,2135 ação ordinária do Fleury. Com a conclusão da operação, cada irmão da Família Pardini deterá 6,6% de Fleury, enquanto os Médicos Acionistas e o Bradesco Diagnósticos em Saúde S.A. passarão a deter 12% e 24,9% respectivamente, ficando 43,3% restantes em *free float*.

### Um dos líderes no fragmentado setor de medicina diagnóstica

O Fleury opera principalmente na prestação de serviços de medicina diagnóstica por meio de: (i) atendimento para B2C nas unidades físicas e atendimento móvel, e (ii) atendimento B2B, que engloba operações diagnósticas para hospitais e para laboratórios de referência ("*lab-to-lab*") em diferentes regiões metropolitanas do Brasil.

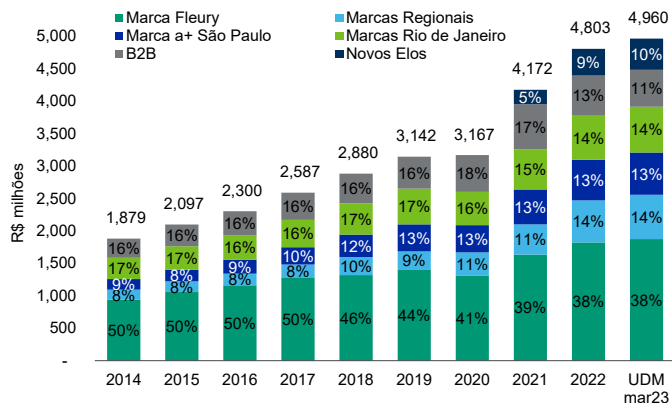
Ao longo dos últimos anos, o Fleury tem avançado na evolução de seu modelo de negócios, para melhor se adaptar as mudanças no dinâmica do setor. Como resultado, a Companhia tem como estratégia estar presente na jornada de cuidado do indivíduo por meio da construção de um ecossistema integrado de saúde, que combina a expansão de ofertas e serviços tanto no ambiente físicos como digitais. Após a combinação de negócios, as principais avenidas de crescimento da Companhia são: (i) seguir crescendo e mantendo qualidade na prestação de **serviços de medicina diagnóstica B2C**, que representou 79% e 47% da receita total em 2022 do Fleury e Pardini, respectivamente; (ii) ampliar o mercado endereçável e aumento da eficiência logística na prestação de **serviços de medicina diagnóstica B2B**, que representou 13% e 53% da receita total em 2022 do Fleury e Pardini, respectivamente; (iii) construir atuação relevante na cadeia por meio do segmento de **Novos Elos**, que conta com a prestação de serviços de infusão de medicamentos, ortopedia, oftalmologia, centro cirúrgico ambulatorial e medicina reprodutiva; e (iii) construir uma **Plataforma de Saúde** sob a marca Saúde ID, que por meio do *marketplace* voltado para o B2C, possui portfólio de serviços envolvendo teleconsultas médicas, exames de medicina diagnóstica e procedimentos de baixa complexidade, assim como certas soluções corporativas e para médicos. A Moody's Local considera que a estratégia traçada pela Companhia tem se mostrado positiva ao permitir a expansão de seus negócios de maneira sustentável e saudável ao seu perfil de crédito.

A recente combinação de negócios com Hermes Pardini possibilitou um importante ganho de escala, fortalecendo sua posição competitiva como uma das líderes no fragmentado setor de medicina diagnóstica. De modo proforma, nos últimos doze meses encerrados em março de 2023, a receita líquida combinada de ambas as empresas seria de aproximadamente R\$ 6,7 bilhões, quando comparado a R\$ 4,6 bilhões no mesmo período para Fleury ex-Pardini.

O setor privado de saúde no Brasil é altamente fragmentado e não há uma empresa dominante. Existem, atualmente, mais de 19 mil laboratórios de análises clínicas e diagnósticos por imagem que prestam serviços de diagnóstico, cuja operação é, em geral, dividida entre atendimento ambulatorial, atendimento hospitalar e apoio a laboratórios. Historicamente, as quatro maiores do setor possuem, em conjunto, cerca de 30%-35% de participação de mercado em termos de receita. As maiores empresas do Brasil no setor de diagnóstico eram: Diagnósticos da América S.A. ("DASA") (R\$ 6,2 bilhões de receita líquida em 2022, excluindo as operações hospitalares), Fleury (R\$ 4,1 bilhões) e Hermes Pardini (R\$ 2,1 bilhões). Após a combinação e considerando somente medicina diagnóstica, o Fleury passou a ter uma receita muito semelhante a DASA.

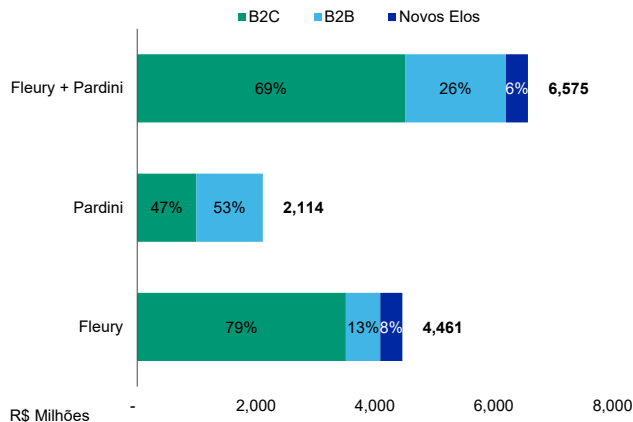
Em uma indústria tão fragmentada, empresas maiores, como o Fleury, estão em uma posição vantajosa, com poder de barganha ao lidar com as contrapartes, como seguradoras de saúde e hospitais. As negociações com as seguradoras de saúde geralmente são feitas uma vez ao ano e incluem o reajuste de preços a ser implementado pelos prestadores de serviços de saúde.

Figura 1: **Evolução positiva de escala de Fleury ao longo dos anos...**  
Evolução da receita bruta de Fleury



Fonte: Fleury e Moody's Local

Figura 2: **...será beneficiada com a entrada de Pardini e maior atuação em B2B**  
Composição da receita líquida de Fleury, Pardini e Combinado Proforma em 2022



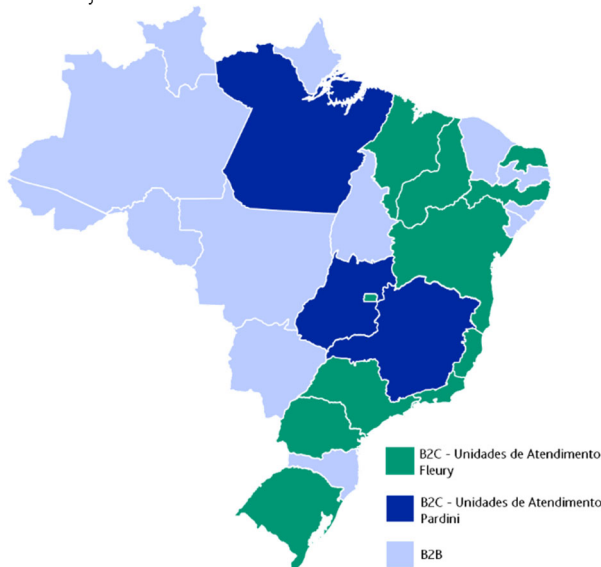
Fonte: Fleury, Hermes Pardini e Moody's Local

**A Companhia passou a ter maior diversificação em termos de serviços prestados e regiões geográficas atendidas**

A combinação também contribuiu para a diversificação do portfólio de marcas da Companhia, ao mesmo tempo em que se favoreceu da complementariedade da segmentação de mercado em que atuam, já que o Pardini apresentava maior relevância em B2B, sobretudo *lab-to-lab* (53% da receita em 2022), ao passo que Fleury se mostrava mais relevante em B2C (79% da receita). Além dos serviços de medicina diagnóstica, a atuação em Novos Elos e Plataforma de Saúde tem começado a ganhar espaço gradualmente nos resultados da Companhia. Esses segmentos, apesar de ainda pouco expressivos, também contribuem para a diversificação dos negócios, bem como para a sustentação de seu crescimento por meio do atendimento de novos mercados endereçáveis.

Em termos de diversificação geográfica, a Companhia passou a contar com 520 unidades de atendimento, de 338 ex-Pardini, um crescimento de 71%. O alcance da população atendida e, conseqüentemente, de beneficiários de planos de saúde, também é aumentada em 24%. Conseqüentemente, sua atuação geográfica é expandida, passando a atuar em 13 unidades federativas e 95 municípios, de dez e 59 respectivamente. Cabe mencionar que a operação em conjunto se favorece da pouca sobreposição geográfica das empresas, já que o Fleury apresenta forte atuação em São Paulo seguido do Rio de Janeiro, enquanto o Pardini era mais fortemente representativo em Minas Gerais. Com uma malha logística mais robusta, a Companhia deve conseguir não só a ampliação do acesso ao portfólio de exames em todo país, como também proporcionar atendimento com maior velocidade e menor custo.

Figura 3: **Presença em todos os estados após combinação fortalece diversificação geográfica e operação**  
Atuação geográfica de Fleury e Hermes Pardini em conjunto



Fonte: Fleury e Moody's Local

### Marcas fortes e reconhecidas seguem sendo um diferencial no mercado local

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 e Hermes Pardini por pacientes e médicos proporciona uma vantagem competitiva para a empresa durante processo de tomada de decisão. A ampla cobertura da Companhia e as soluções integradas para médicos também contribuem para sua forte posição de mercado no Brasil.

As unidades de atendimento da Companhia estão posicionadas nos segmentos *premium* e de nível intermediário sob 17 diferentes marcas. As marcas "Fleury", "Clínica Felipe Mattoso", "Weinmann Labs" e "Laboratório Marcelo Magalhães" ocupam posições de destaque no segmento *premium* nos Estados de São Paulo, Rio de Janeiro, Rio Grande do Sul e Pernambuco, respectivamente, e se beneficiam de certa resiliência dado os padrões de consumo do grupo populacional de maior renda. Isso concede características defensivas ao modelo de negócios do Fleury, permitindo um desempenho operacional adequado mesmo em ciclos econômicos de baixa, como pode ser observado entre os anos de 2015-16, quando houve um aumento acentuado da taxa de desemprego e, conseqüentemente, uma redução no número total de beneficiários de planos de saúde, ou mesmo diante das dificuldades econômicas desde o início da pandemia de Covid-19.

Além das marcas posicionadas como *premium*, ao longo dos anos a Companhia passou a expandir seu portfólio de marcas com a estratégia de aumentar sua presença em outras regiões do país e atender planos de saúde de nível intermediário. Isso levou, por exemplo, ao lançamento do "a+" em 2011, da criação do laboratório 100% digital "Campana até Você" em 2019 - que passou a atender clientes em São Paulo que não possuem acesso ao Fleury ou a+, além das aquisições de outros laboratórios pelo Brasil. Como resultado da estratégia adotada pela empresa buscando o crescimento por meio de expansão orgânica e aquisições, a receita do Grupo Fleury vem crescendo sustentadamente nos últimos anos, com as diferentes marcas ganhando uma participação maior no portfólio geral.

Ao mesmo tempo, Hermes Pardini opera em um segmento menos *premium*, mas com marca consolidada - dada a sua atuação há mais de 60 anos no mercado. Dentre o seu portfólio voltado para o B2C, destaca-se a própria marca "Hermes Pardini", fortemente reconhecida no estado de Minas Gerais, o "Padrão", em Goiânia e o "Laboratório Paulo C. Azevedo", líder no estado do Pará. No que tange ao serviço prestado no segmento B2B, a empresa opera por meio de nove diferentes marcas, sendo elas: "Lab to Lab Pardini", "Progenética", "Diagnóstica", "DLE", "Biocod", "Toxicologia Pardini", "APC", "Padrão", "Solução", "CSV" e "HSB".

### Histórico de aquisições disciplinadas e bem-sucedidas com crescimento orgânico mitigam os riscos de execução e integração

Desde o final de 2016, a Companhia retomou seu plano de expansão via crescimento orgânico e atividades de M&A, que exigiram maiores investimentos. Desde 2017, a Companhia inaugurou mais de 60 novas unidades, 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. A abertura de novas unidades normalmente leva uma pressão de custos tendo em vista que possuem estágios de maturação próprios. Vale mencionar, que nos últimos anos, a expansão do atendimento móvel tem sido acentuada e ganhou mais tração desde a pandemia de Covid-19, tendo atingido 8,5% da receita bruta em 2022.

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, sendo que desde então adquiriu nove ativos medicina diagnóstica que contribuíram para a adição de mais de R\$ 400 milhões de receita, além da combinação de Hermes Pardini, também voltado para medicina diagnóstica, que incrementará mais de R\$ 2 bilhões de receita líquida.

Diante das aquisições, o Fleury tem como estratégia buscar ativos com reconhecida reputação e forte marcas em seu mercado de atuação na área de medicina diagnóstica. Adicionalmente, a Companhia também tem realizado aquisições que visam fortalecer seu posicionamento em Novos Elos, que já totalizaram cinco ativos. Além das aquisições, a empresa está envolvida em diversos projetos buscando o crescimento do grupo, entre eles, o anúncio da criação de uma JV em parceria com Atlântica Hospitais e Participações S.A. ("Atlântica Hospitais"), controlada indireta do Banco Bradesco S.A. ("Bradesco"), e Real e Benemérita Associação Portuguesa de Beneficência ("BP - A Beneficência Portuguesa de São Paulo"), para coordenar o cuidado da jornada do paciente oncológico. A empresa também detém participação, 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 está mais conectada ao ecossistema de *startups* e *healthtechs*.

A Moody's Local reconhece que o Fleury tem apresentado fortalecimento de seu perfil de negócios, com aumento de escala e crescente diversificação por meio de sua estratégia de expansão ao longo dos últimos. Junto disso, a Companhia tem apresentado manutenção de métricas de crédito e liquidez adequadas. Entretanto, ponderamos que existem desafios com relação ao crescimento no que tange à integração e administração das adquiridas, ganhos de sinergia e manutenção de níveis de rentabilidade e alavancagem, que, se não forem bem geridos, podem impactar negativamente o seu perfil de crédito.

Figura 4:

Desde 2017, o Fleury realizou nove aquisições na área de Medicina Diagnóstica, além de cinco em Novos Elos e uma combinação de negócios. Evolução das aquisições entre 2017-2023

Data Anúncio	Aquisição	Atuação	Região	Valor
Set 2017	Serdil Serviço Especializado em Radiodiagnóstico Ltda.	Diagnóstico	Porto Alegre (RS)	R\$ 30 milhões
Mar 2019	Instituto de Radiologia de Natal Ltda	Diagnóstico	Natal (RN)	R\$ 91 milhões
Dez 2018	SantécCorp Holding Ltda.	Gestão de Saúde	-	R\$ 16 milhões
Mai 2019	Lafe Serviços Médicos Ltda	Diagnóstico	Rio de Janeiro (RJ)	R\$ 170 milhões
Out 2019	Centro de Patologia Clínica Ltda.	Diagnóstico	Natal (RN)	R\$ 12 milhões
Nov 2019	Inlab - Investigação Laboratorial Ltda.	Diagnóstico	São Luiz (MA)	R\$ 90 milhões
Jan 2020	Diagmax Participações Societárias S.A.	Diagnóstico	Recife (PE)	R\$ 112 milhões
Abr 2021	Clínica de Olhos Dr. Moacir da Cunha Ltda.	Oftalmologia	São Paulo (SP)	R\$ 29,5 milhões
Mai 2021	CIP - Centro de Infusões Pacaembu LTDA	Infusão	São Paulo (SP)	R\$ 120 milhões
Jun 2021	Vita Ortopedia Serviços Médicos Especializados Ltda. Vita Clínicas Medicina Especializada Ltda.	Ortopedia	São Paulo (SP)	R\$ 91,2 milhões
Set 2021	Laboratório Pretti Ltda.	Diagnóstico	Vitória (ES)	R\$ 193,1 milhões
Set 2021	Laboratório Bioclínico Ltda.	Diagnóstico	Vitória (ES)	R\$ 122 milhões
Mai 2022	Laboratório Marcelo Magalhães S.A. Marcelo Magalhães Diagnósticos S.A.	Diagnóstico	Recife (PE)	R\$ 384,5 milhões
Mai 2022	Saha Centro de Infusões Ltda Saha Serviços Médicos e Hospitalares Ltda	Infusão	São Paulo (SP)	R\$ 120 milhões
Set 2022	Retina Clinic	Oftalmologia	São Paulo (SP)	R\$ 21 milhões
Out 2022	Métodos Laboratório, Análises Clínicas e Hematologia	Diagnóstico	Sul de Minas Gerais (MG)	R\$ 27,4 milhões
<b>[Combinação]</b> Jun 2022 (anúncio) Abr 2023 (conclusão)	Instituto Hermes Pardini S.A.	Diagnóstico	Principais estados: Minas Gerais (MG), São Paulo (SP), Rio de Janeiro (RJ), Goiás (GO), Pará (PA)	Combinação avaliada em R\$ 2,5 bilhões (~ R\$ 300 milhões em caixa)

Fonte: Fleury e Moody's Local

### Desempenho operacional e financeiro deve ser fortalecido a partir da captura de sinergias

A Moody's Local acredita que o aumento de escala será positivo à rentabilidade da Companhia, como resultado, dentre outros fatores, de maior alavancagem operacional e maior poder de barganha com os entes de mercado. Segundo divulgado pelo Fleury, de forma preliminar, 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.

Esperamos que o Fleury continue gerindo bem as aquisições realizadas e a combinação recente de modo que sua margem EBITDA ajustada fique em torno de 28% no médio prazo, de 29% de Fleury ex-Pardini. Apesar de Pardini apresentar margens operacionais inferiores (em torno de 21-22% ajustada), consideramos que a alavancagem dos negócios, agora em conjunto, e as sinergias a serem capturadas devem contribuir para o crescimento dos níveis de rentabilidade gradualmente. No entanto, ponderamos que a Companhia terá o desafio de gerir a pressão de custo advindo do cenário inflacionário, que engloba o processo de negociação com as operadoras de saúde para o repasse nos preços, além da integração de seus processos de M&A recentes.

Diante da expectativa de manutenção de rentabilidade saudável e acima da média de mercado em conjunto com uma estrutura de capital pouco alavancada de Hermes Pardini, acreditamos que a estrutura final da Companhia deve apresentar uma menor alavancagem bruta consolidada. Em base proforma combinada, o indicador medido por dívida bruta / EBITDA ajustados seria de 2,8x em março de 2023, contra 3,0x de Fleury ex-Pardini.

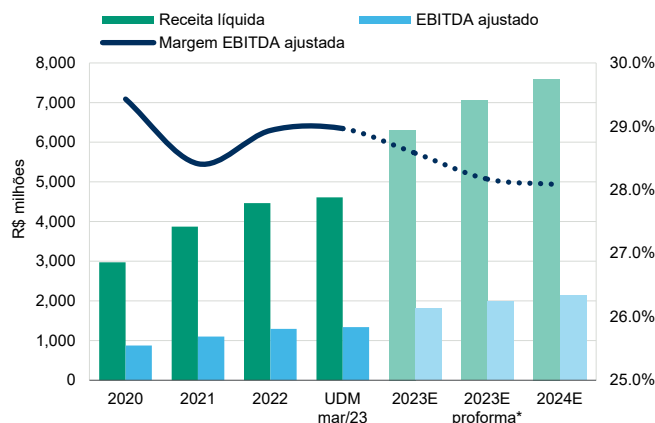
Dado que a conclusão da transação que se deu ao final de abril de 2023, os resultados de Pardini terão aproximadamente oito meses de consolidação junto aos de Fleury. Dessa forma, esperamos que a alavancagem bruta ajustada ao final deste ano fique em torno de 3,0x contabilmente, em linha com o reportado por Fleury antes do evento. De maneira proforma, considerando 12 meses de resultados, as nossas estimativas indicam uma alavancagem bruta ajustada de 2,5x.

Para os próximos 12-18 meses, projetamos uma desalavancagem, de modo que a métrica deva ficar em torno de 2,0-2,5x. A Moody's Local não está projetando possíveis atividades de M&A no período. A dívida bruta inclui a dívida financeira, os arrendamentos e passivos de contas por aquisição a pagar. Ao mesmo tempo, estimamos que a cobertura de juros, medida por EBIT / despesa financeira, ficará em torno de 2,0-2,5x prospectivamente diante dos patamares de SELIC mais elevados no Brasil.

Figura 5:

**Combinação de negócios junto de níveis de rentabilidade saudáveis...**

Evolução da receita líquida, EBITDA ajustado e margem EBITDA ajustada

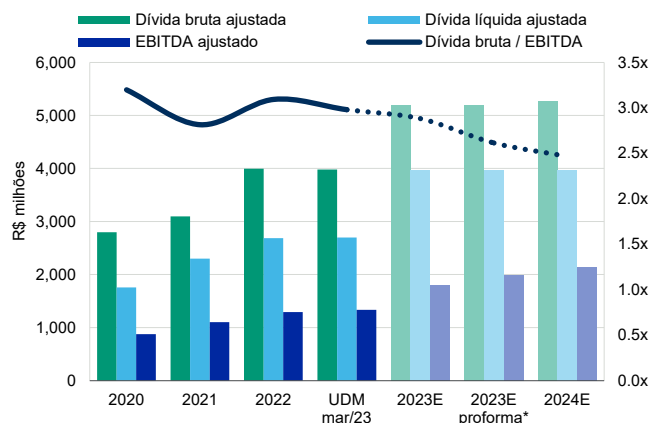


Nota: 2023 proforma considera receita e EBITDA projetado de 12 meses de Pardini  
 Fonte: Fleury, Hermes Pardini e Moody's Local

Figura 6:

**...devem permitir manutenção de alavancagem em níveis adequados**

Evolução da alavancagem bruta ajustada



Nota: 2023 proforma considera receita e EBITDA projetado de 12 meses de Pardini  
 Fonte: Fleury, Hermes Pardini e Moody's Local

No que tange à geração de fluxo de caixa operacional ("CFO"), ambas as companhias apresentam um CFO saudável, com forte nível de conversão de EBITDA em caixa operacional. Consideramos que as empresas, em conjunto, tendem a apresentar uma geração de caixa ainda mais fortalecida, uma vez que o segmento B2B, relevante para Pardini, deverá contribuir para uma maior previsibilidade de geração de recursos. Ao mesmo tempo, estimamos que a geração de fluxo de caixa livre ("FCF") seja mais pressionada ao final de 2023, ficando positiva a partir de 2024. A Moody's Local estima um *capex* médio anual ajustado da ordem de R\$ 800 a 900 milhões, junto de uma distribuição de dividendo em torno de 60% do lucro líquido. Historicamente, o Fleury apresentou um perfil de *pay-out* consideravelmente agressivo, mas equalizado com sua geração de caixa de modo a não comprometer sua alavancagem e liquidez.

**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. A Moody's Local considera que o envelhecimento da população brasileira, a tendência de aumento da renda média e da importância dos gastos com saúde para os brasileiros no longo prazo junto da baixa taxa de penetração do seguro saúde seguem sendo impulsores adicionais para o crescimento dos gastos privados com saúde.

De acordo com Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), a proporção de brasileiros com 60 anos ou mais deve chegar a 32,2% até 2060 (ou 73,5 milhões de habitantes), de uma estimativa de 15,1% em 2022. Estimamos que cerca de 25% da população brasileira possuía um plano de saúde contratado, enquanto em países com economias desenvolvidas a penetração tende a ser superior - por exemplo, 95% na França e 60% nos Estados Unidos. Vale ressaltar que a taxa de penetração no Sudeste se mostra superior à média do Brasil, atingindo 37%, seguida das regiões Sul (26%), Centro-Oeste (24%), Nordeste (13%) e Norte (11%). Consideramos ainda que o aumento do número de beneficiários continue correlacionado com a geração de empregos formais, tendo em vista que cerca de 70% dos beneficiários têm seus planos do tipo coletivo empresarial.

No entanto, em momentos desafiadores, tais como aqueles marcados por aumento do desemprego e menor renda média disponível, o setor não se mostrou imune, apesar de reconhecermos que gastos com saúde tendem a ser relativamente resilientes aos ciclos econômicos. Nesse sentido, frente à expectativa de condições macroeconômicas mais fracas para o Brasil em 2023, em função de um baixo crescimento econômico, taxas de inflação e de juros com tendência a permanecer em patamares mais elevados e geração de empregos pressionada, enxergamos que o setor deve apresentar desafios no curto prazo. Além do impacto em termos de volume, observamos que a indústria também seguirá sofrendo com o repasse de inflação e maiores taxas de juros, pressionando os resultados e níveis de rentabilidade das empresas.

Além disso, ponderamos também que os níveis de sinistralidade das operações de planos de saúde, que se mostram elevados pós-pandemia, impactam diretamente os acordos e dinâmica de recebimento das instituições prestadoras de serviços de saúde, de modo que aumento do nível de glosas ou alongamento do prazo de pagamentos por parte dos planos podem impor maiores pressões no capital de giro e, conseqüentemente, na geração de caixa operacional das companhias, contribuindo para o aumento da alavancagem e possível degradação de métricas de crédito.

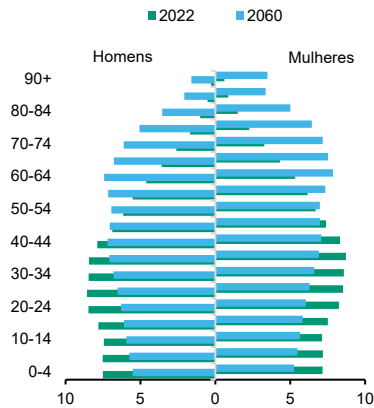
Nesse contexto, as marcas do Grupo Fleury têm se mostrado relativamente resilientes mesmo em momentos desafiadores, diante da prestação de serviços de alta qualidade, do forte reconhecimento de sua marca e foco em clientes de alta renda, em adição aos

fundamentos favoráveis do setor. Adicionalmente, a adequada administração de sua carteira de recebíveis com os planos contribuem para sua saudável geração de caixa mesmo em momentos adversos. Após a combinação ocorrida, esperamos que a prudente gestão financeira continue prospectivamente.

Figura 7:

**O envelhecimento da população, ...**

Habitantes em milhões



Fonte: IBGE (estimativas)

Figura 8:

**...e a criação de empregos formais...**

Adição líquida de empregos formais e beneficiários

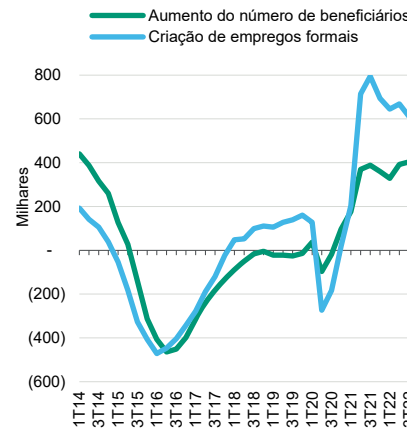
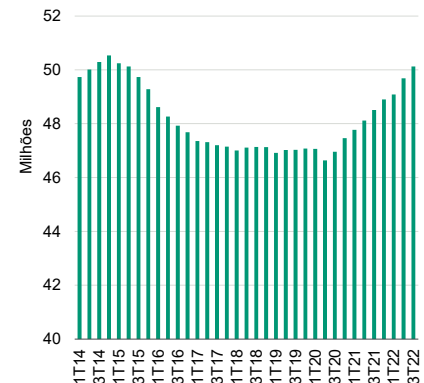
Nota: Média móvel dos últimos 12 meses  
Fonte: ANS e Ministério do Trabalho e Emprego

Figura 9:

**...seguem sendo os principais impulsionadores para o aumento de beneficiários**

Número de beneficiários de planos de saúde



Fonte: ANS

**Condições estruturais**

O rating atribuído à 5ª Emissão de Debêntures (1ª e 2ª séries) e à 6ª Emissão de Debêntures (1ª, 2ª e 3ª séries) estão em linha com o rating corporativo (CFR) da Companhia. A estrutura de ambas não inclui garantias reais e possui *covenant* financeiro de dívida líquida sobre EBITDA menor ou igual 3,0x, com verificação trimestral. A dívida líquida para o cálculo do indicador na estrutura considera a dívida financeira e as obrigações por aquisições a pagar, sem considerar o passivo de arrendamento, enquanto o EBITDA segue o padrão IFRS.

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

No que tange à **governança**, o Fleury é uma empresa de capital aberto desde 2009, com ações negociadas no Novo Mercado da B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (AAA.br estável), 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. Em 2022, as ações da Companhia integraram pelo terceiro ano consecutivo a carteira do *Dow Jones Sustainability Index*, além de compor, desde 2014, a carteira do ISE da B3.

Em abril de 2023, a estrutura acionária do Fleury estava dividida da seguinte forma: 24,8% de participação de Bradesco Diagnóstico em Saúde S.A. ("Bradseg"), 11,9% do bloco de médicos sócios (formado por pessoas físicas), 19,8% da família Pardini e 43,5% em *free-float*. A empresa é regida por um acordo de acionistas firmado entre os dois maiores acionistas – médicos sócios e Bradseg –, e a família Pardini. O acordo será válido durante o prazo de cinco anos após a consumação da combinação de negócios, ocorrida em abril de 2023. Caso o Bradseg ou o bloco de médicos sócios passem a deter, individualmente, menos que 5% do capital social total votante da Companhia, ou caso o percentual de ações detidas por qualquer acionista Pardini tenha sido reduzido para menos de 2,5%, tal acionista não será mais considerado parte do acordo vigente.

Atualmente o Conselho de Administração da empresa é composto por 10 membros efetivos, dos quais quatro são membros independentes, incluindo três membros da família Pardini (todos independentes) após o evento de combinação de negócios. Além disso, a Companhia possui um conselho fiscal e quatro comitês de assessoramento - auditoria, riscos e integridade; cultura e pessoas; transformação; 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.

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. Em maio de 2023, o Fleury foi vítima de um segundo ataque cibernético, o que levou a intercorrências em sua operação, tendo sido resolvido dentro de alguns dias após operar de modo contingente. A Companhia informa que o evento não gerou ruptura relevante nos atendimentos, e que não deve trazer impacto financeiro substancial. 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 e seguros contratados 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 45-50% dos custos do Fleury são relacionados a pessoal.

Com relação aos aspectos **ambientais**, a Moody's Local considera que as empresas do setor de saúde apresentam um perfil de risco baixo em termos de poluição e emissões de carbono. O Fleury monitora e controla a segregação, descarte, armazenamento e transporte de resíduos oriundos de sua operação. Desde 2008, a Companhia publica e no Registro Público de Emissões do GHG Protocol, o inventário anual que contabiliza suas emissões diretas e indiretas de gases de efeito estufa (GEE). Além disso, também apresenta iniciativas e adoção de diversas medidas visando maior eficácia no uso de energia, água e na geração de resíduos, como, por exemplo, avanços em telemetria, instalação de iluminação de LED, compra de energia no mercado livre, sistemas de reutilização de água, dentre outros.

Vale adicionar ainda que em 2021 a Companhia emitiu Debêntures que contam 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.

## **Análise de Liquidez**

A liquidez do Fleury é adequada e os vencimentos de suas dívidas são administráveis. Em março de 2023, a Companhia possuía R\$ 1,3 bilhão em caixa e equivalentes, frente a uma dívida de curto prazo ajustada de R\$ 599 milhões, que inclui dívida financeira (R\$ 372 milhões), obrigações por aquisição a pagar (R\$ 35 milhões) e passivo de arrendamento (R\$ 192 milhões). Adicionalmente, seu cronograma de amortização de dívida é alongado. Em dezembro de 2022, o Fleury recebeu um aporte de capital da ordem de R\$ 847 milhões. Os recursos têm sido destinados para: (i) manutenção da estratégia da empresa, (ii) continuidade da expansão orgânica, (iii) melhora da posição de caixa e redução da alavancagem financeira consolidada e (iv) uso corporativo geral. A Moody's Local considera que o aporte fortaleceu o caixa da Companhia, sendo positivo ao seu perfil creditício diante de um mercado de crédito e macroeconômico mais desafiadores no curto-médio prazos.

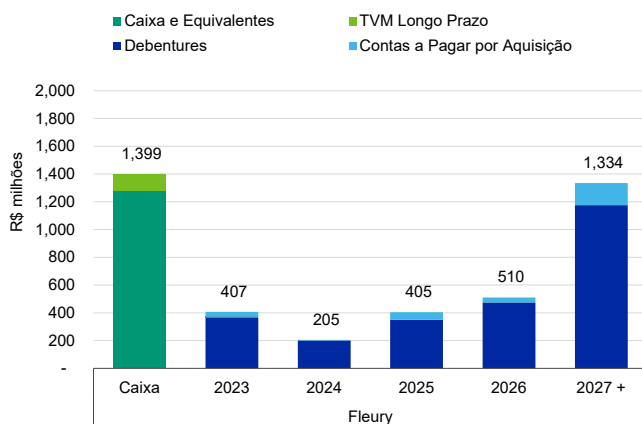
Entretanto, nesse mesmo período, a posição de liquidez de Hermes Pardini se mostrou enfraquecida. Em março de 2023, o Pardini apresentou uma posição de caixa de R\$ 357 milhões frente a uma dívida de curto prazo ajustada de R\$ 718 milhões (R\$ 538, R\$ 105 e R\$ 75 milhões referente a dívida financeira, obrigações por aquisições e arrendamento respectivamente).

Consideramos que a posição de liquidez combinada ainda se mostra adequada, uma vez que o caixa de R\$ 1,6 bilhão (R\$ 1,7 bilhão considerando aplicações de longo prazo) é capaz de cobrir o volume de R\$ 1,3 bilhão de dívida ajustada vincenda no curto prazo. No entanto, o novo perfil de vencimento das dívidas financeiras após a combinação exigirá uma gestão de passivos ativa no curto prazo. A Moody's Local espera que a Companhia realizará essa gestão de passivos financeiros ao longo de 2023, de modo a alongar o novo cronograma de amortização resultante da união dos negócios, permitindo fortalecimento do perfil de liquidez.

Figura 10:

**Liquidez do Fleury foi fortalecida com o aporte de capital...**

Cronograma de amortização de dívida | Fleury | março de 2023



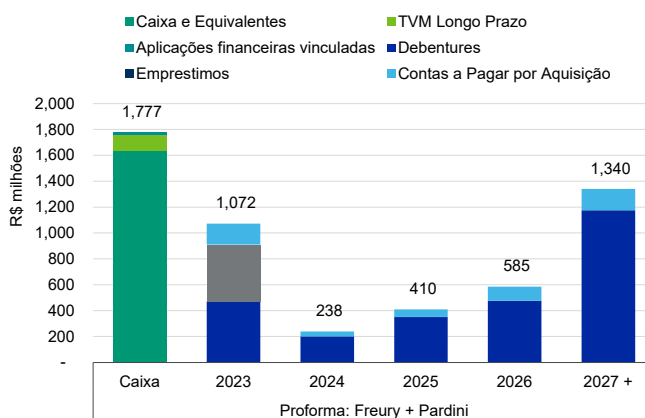
Nota: cronograma não considera passivo de arrendamento

Fonte: Fleury e Moody's Local

Figura 11:

**..., mas diante da concentração de pagamentos de dívidas na estrutura do Pardini, esperamos gestão de passivos ativa no curto prazo**

Cronograma de amortização de dívida | Fleury + Pardini proforma | março de 2023



Nota: cronograma não considera passivo de arrendamento

Fonte: Fleury, Hermes Pardini e Moody's Local

O Fleury possui cláusulas financeiras restritivas aplicáveis às suas debêntures, que permite uma alavancagem líquida máxima de 3,0x (1,2x nos 12 meses encerrados em março de 2023, reportado). Apesar de ter essa alavancagem máxima, a Companhia deseja operar com um nível de alavancagem inferior no médio prazo - enquanto a taxa de juros no Brasil permanecer elevada. O *target* de alavancagem líquida dividida com o mercado é da ordem de 1,0-1,5x. A dívida líquida reportada pelo Fleury não considera passivos de arrendamento.

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

- » Metodologia de Ratings 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.

© 2023 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 INADIMPLENTO ("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 INVERTORS 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 DESTINADAS 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 Service também mantêm políticas e procedimentos destinados a preservar a independência dos ratings de crédito da Moody's Investors Service e de seus processos de ratings de crédito. São incluídas anualmente no website [www.moody.com](http://www.moody.com), sob o título "Investor Relations — Corporate Governance — Charter Documents — 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 Service, Inc. 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, consequentemente, 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 registradas junto a Agência de Serviços Financeiros do Japão ("Japan Financial Services Agency") e os seus números de registro são "FSA Commissioner (Ratings) n° 2 e 3, respectivamente.

A MJKK ou a MSFJ (conforme aplicável) divulgam, pelo presente, que a maioria dos emissores 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 JPY100.000 até, aproximadamente, JPY550.000.000.

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