

RELATÓRIO DE CRÉDITO

28 de julho de 2025

RATING PÚBLICO

Atualização

RATINGS ATUAIS (*)

	Rating	Perspectiva
Fleury S.A.		
Rating Corporativo (CFR)	AAA.br	Estável
5ª Emissão de Debêntures – 2ª Série	AAA.br	--
6ª Emissão de Debêntures – 3ª Série	AAA.br	--
9ª Emissão de Debêntures – 1ª Série	AAA.br	--
9ª Emissão de Debêntures – 2ª Série	AAA.br	--
10ª Emissão de Debêntures – 1ª Série	AAA.br	--
10ª Emissão de Debêntures – 2ª Série	AAA.br	--

(*) 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 para visualizar os Comunicados relativos às Ações de Rating referenciadas nesta publicação.

Fleury S.A.

	2022	2023	2024	UDM mar/25	2025E	2026E
Indicadores						
Dívida Bruta / EBITDA	3,1x	2,7x	2,7x	2,6x	2,0x – 2,5x	2,0x – 2,5x
EBIT / Despesa Financeira	2,0x	2,2x	2,4x	2,3x	1,8x – 2,3x	1,8x – 2,3x
CFO / Dívida Bruta	16%	21%	24%	26%	20% – 30%	20% – 30%
R\$ (bilhões)						
Receita	4,5	6,5	7,7	7,8	8,0 – 8,5	8,2 – 8,7
EBITDA	1,3	1,7	2,2	2,2	2,2 – 2,6	2,4 – 2,8

Fonte: Fleury, Economática e Moody's Local Brasil. Nota: Todas as métricas de crédito quantitativas incorporam os ajustes-padrão da Moody's Local Brasil para as demonstrações financeiras para empresas não-financeiras.

RESUMO

O perfil de crédito do [Fleury S.A.](#) (“Fleury”, “Companhia” ou “Empresa”) reflete seu sólido e resiliente perfil de negócios, apoiado pela evolução positiva de sua escala, posição competitiva de destaque como uma das líderes no setor de medicina diagnóstica no Brasil e forte diversificação. A Companhia também se beneficia dos fundamentos positivos de longo prazo do setor de saúde no país. Esses fatores, aliados à administração prudente de suas operações, resultam em níveis saudáveis de rentabilidade, baixa volatilidade de margens e alta geração de caixa.

Ao mesmo tempo, a avaliação reconhece o histórico de elevada flexibilidade financeira da Empresa – respaldada por seu comprovado acesso a mercado, forte posição de liquidez e robusta geração de recursos –, além da sua política financeira e estrutura de capital conservadora, o que garante espaço para distribuição de dividendos mais elevados e processos de fusões e aquisições (M&A, em inglês) disciplinados sem impactar significativamente suas métricas de crédito e liquidez.

Por outro lado, ponderamos a natureza fragmentada da indústria – que abre espaço para operações frequentes de M&A – além da elevada competição no setor, o que dificulta o repasse de preços. Como mitigantes, reconhecemos o histórico bem-sucedido de expansão inorgânica da Empresa, que, aliado à ampla escala e reconhecidas marcas, contribuem significativamente para mitigar as pressões inerentes ao setor em que opera.

Em julho de 2025, a Moody's Local Brasil afirmou os ratings da Companhia em AAA.br, com perspectiva estável. A ação refletiu a evolução positiva de sua escala em conjunto com uma administração prudente de seus negócios e aquisições, permitindo níveis de rentabilidade saudáveis, baixa volatilidade de margens e alta geração de caixa. Como resultado, a Companhia tem apresentado fortes métricas de crédito, que se mostraram em linha com o esperado pela agência.

No médio prazo, estimamos que o Fleury deverá apresentar um crescimento médio de receita líquida consolidada de 5-7% ao ano, em conjunto com uma margem EBITDA ajustada em torno de 27-29%. Adicionalmente, projetamos que a alavancagem bruta ajustada (dívida bruta / EBITDA) continue ao redor de 2,0-2,5x e a cobertura de juros ajustada (EBIT / despesa financeira) se mantenha próximo a 2,0-3,0x. Estimamos ainda que a Companhia deva continuar com sua robusta geração de caixa operacional (CFO), com um FCF positivo a médio prazo - a depender dos montantes de dividendos e juros sobre capital próprios pagos. Em nossas projeções não estamos incorporando qualquer possível operação de M&A.

CONTATOS

Leonardo Albuquerque
Senior Credit Analyst ML
leonardo.albuquerque@moodys.com

Gabriel Hoffmann
Associate ML
gabriel.hoffmann@moodys.com

Patricia Maniero
Director – Credit Analyst ML
patricia.maniero@moodys.com

SERVIÇO AO CLIENTE

Brasil
+55.11.3043.7300

Pontos fortes de crédito

- Um dos líderes no setor de diagnósticos, com evolução positiva de escala, diversas marcas reconhecidas e presença nacional.
- Níveis de rentabilidade e métricas de crédito saudáveis, acompanhados de alta geração de caixa operacional.
- Elevada flexibilidade financeira, com forte posição de liquidez e cronograma de amortização de dívida alongado, garantindo espaço para distribuição de dividendos mais elevados.
- Histórico de aquisições bem-sucedidas, contribuindo para a diversificação de clientes e de negócios.
- Fundamentos positivos no longo prazo para o setor de saúde.

Desafios de crédito

- Indústria altamente competitiva tende a limitar a capacidade de repasse de preços.
- Potencial de maior competição de outros elos da cadeia da saúde complementar, como hospitais e operadoras verticalizadas.
- Natureza fragmentada da indústria, que abre espaço para operações frequentes de M&A que carregam riscos de execução e integração.

Perspectiva dos ratings

A perspectiva estável do Rating Corporativo reflete a nossa expectativa de que o Fleury seguirá seu plano de expansão de maneira prudente, mantendo níveis saudáveis de rentabilidade e forte geração de caixa. A perspectiva incorpora, ainda, nossa expectativa de manutenção da alavancagem bruta ajustada em patamares baixos a moderados no médio prazo, e um forte perfil de liquidez.

Fatores que poderiam levar a uma elevação dos ratings

Os ratings estão no patamar mais alto da escala e, portanto, não podem ser elevados.

Fatores que poderiam levar a um rebaixamento dos ratings

Os ratings do Fleury podem ser rebaixados caso ocorra o enfraquecimento de suas operações, geração de caixa e cobertura de juros, ou a deterioração de seu perfil de liquidez. Quantitativamente, o rating pode ser rebaixado caso a alavancagem bruta ajustada (dívida bruta / EBITDA) fique ao redor ou acima de 3,5x de maneira sustentada.

Perfil

Com sede em São Paulo capital, o Fleury S.A. é um dos principais fornecedores de serviços de medicina diagnóstica e de saúde de alta qualidade no Brasil, atuando por meio de Unidades de Atendimento ao Paciente (B2C), *Lab to Lab* (B2B) e Novos Elos, que representaram 68%, 23% e 9% da receita bruta nos últimos doze meses encerrados em março de 2025, respectivamente. Nesse mesmo período, a Companhia registrou uma receita líquida de R\$ 7,8 bilhões e margem EBITDA ajustada de 28,6%. O Fleury possui capital aberto, com ações listadas desde 2009 no segmento do Novo Mercado da [B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão](#) ("B3", AAA.br estável).

Principais considerações de crédito

Um dos líderes no fragmentado setor de medicina diagnóstica

O Fleury é um dos principais fornecedores de serviços de medicina diagnóstica e de saúde de alta qualidade no Brasil. Sua atuação se dá por meio por meio três grandes frentes denominadas avenidas de crescimento, sendo elas: (i) Medicina Diagnóstica B2C – unidades físicas e de serviço de atendimento móvel; (ii) Medicina Diagnóstica B2B - engloba operações diagnósticas para hospitais e para laboratórios de referência (*lab-to-lab*) em diferentes regiões do Brasil; e (iii) Novos Elos – infusão de medicamentos, ortopedia, oftalmologia, centro cirúrgico ambulatorial e medicina reprodutiva, além de plataformas digitais e de telemedicina.

Ao longo dos últimos anos, a Companhia tem avançado na evolução de seu modelo de negócios para melhor se adaptar às mudanças dinâmicas do setor de saúde, tendo 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. Na avenida de Medicina Diagnóstica B2C, o Fleury busca manter seu crescimento saudável com manutenção de qualidade; em B2B, almeja continuar aumentando sua relevância, eficiência e velocidade para inovação e; em Novos Elos, espera ser capaz de manter o valor agregado ao longo da jornada do paciente, além de focar na integração entre negócios e ampliação de acesso.

A Moody's Local Brasil considera que a estratégia traçada pela Companhia tem se mostrado positiva ao permitir a expansão de sua operação de maneira sustentável. Adicionalmente, a combinação de negócios com Hermes Pardini (concluída ao final de abril de 2023) constituiu um importante marco para a Empresa, possibilitando o fortalecimento de seu perfil de negócios por meio de ganho de escala, sobretudo em *lab-to-lab*, e aumento da participação de mercado. Nos últimos 12 meses encerrados em março de 2025, a receita líquida do Fleury atingiu R\$ 7,8 bilhões, de R\$ 7,7 bilhões em 2024 e R\$ 7,2 bilhões em 2023 (considerando a receita líquida proforma combinada de Fleury e Pardini). A título de comparação, em 2023, a receita líquida do Fleury ex-Pardini foi de R\$ 4,5 bilhões. No médio prazo, estimamos que o Fleury deva continuar crescendo, em média, 5-7% ao ano, desconsiderando operações de M&A.

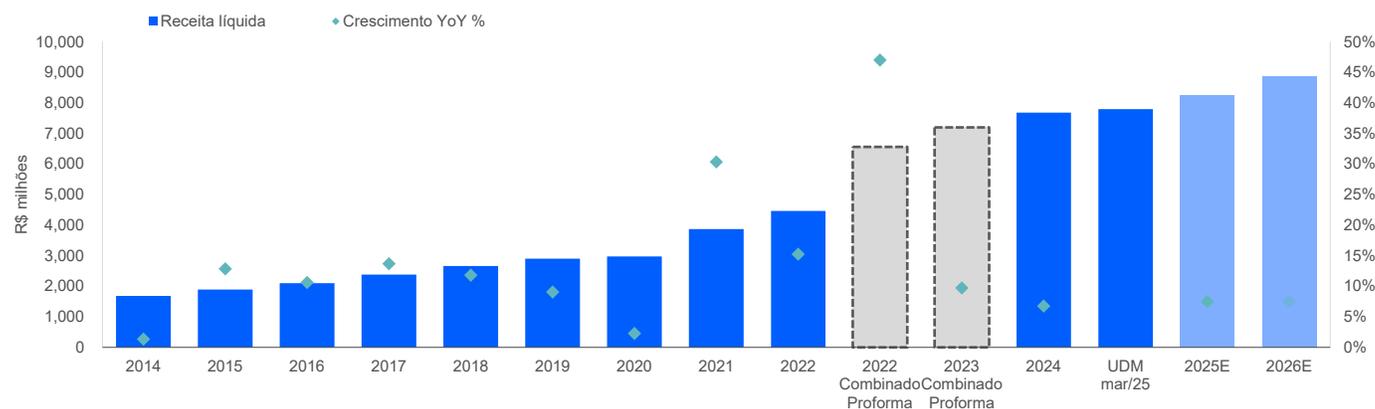
O setor privado de saúde no Brasil é altamente fragmentado e não há uma entidade dominante. Atualmente, existem mais de 20 mil laboratórios de análises clínicas e diagnósticos por imagem que prestam serviços de diagnóstico, cuja operação é, em geral, dividida entre atendimento ambulatorial, atendimento hospitalar e apoio a laboratórios. As líderes do setor possuem, em conjunto, cerca de 15-20% de participação de mercado em termos de receita bruta, considerando um mercado endereçável aproximado de R\$ 80-85 bilhões em diagnósticos (operadoras, *lab to lab*, particulares e público – ainda que Fleury não atue no âmbito público). Atualmente, as duas maiores empresas do Brasil nesse setor são: Diagnósticos da América S.A. (“DASA”) (R\$ 8,2 bilhões de receita bruta em diagnósticos em 2024 – excluindo as operações hospitalares e de oncologia) e Fleury (R\$ 7,6 bilhões de receita bruta em 2024 – excluindo Novos Elos).

Entendemos que a forte posição competitiva de Empresa a faz um dos líderes do setor em diagnósticos, com importante relevância. Apesar da inexistência de barreiras de entrada extremamente elevadas, consideramos que o poder de consolidação da Companhia é elevado diante da fragmentação desse mercado no Brasil, o que contribui para a sustentabilidade da sua liderança prospectivamente. Ainda, em nossa visão, em uma indústria tão fragmentada, empresas de escala elevada estão em uma posição vantajosa, detendo maior poder de barganha ao lidar com as contrapartes, como fornecedores, hospitais e seguradoras de saúde. Cabe acrescentar que 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.

FIGURA 1

Evolução positiva de escala ao longo dos anos, com destaque após combinação com Pardini, fortalece competitividade

Evolução da receita líquida



Fonte: Fleury e Moody's Local Brasil

Marcas fortes e reconhecidas seguem sendo um diferencial no mercado local

Por meio de um portfólio de cerca de 31 marcas regionais e 533 unidades de atendimento em **Medicina Diagnóstica B2C**, sua operação ocorre em todos os segmentos do mercado privado, incluindo básico, intermediário e *premium* - com mais relevância nos dois últimos segmentos.

As marcas “Fleury”, “Clínica Felipe Mattoso”, “Weinmann Labs” e “Labclass Hermes Pardini” ocupam posições de destaque no segmento *premium* nos estados de São Paulo, Rio de Janeiro, Rio Grande do Sul e Minas Gerais, respectivamente. Já as marcas “a+”, “Hermes Pardini”, “Serdil”, “Padrão”, “Laboratórios Marcelo Magalhães”, entre outras estão concentradas no segmento intermediário”. A atuação com maior relevância em tais segmentos concede características defensivas ao modelo de negócios do Fleury, permitindo um desempenho operacional resiliente mesmo em ciclos econômicos de baixa. Isso pode ser constatado 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 durante a pandemia de Covid-19. No segmento básico, por sua vez, a Companhia opera por meio das marcas “Lafe”, “Centro de Medicina Laboratório e Imagem”, “Campana” (laboratório digital – agora denominado “Pardini Express”) e o próprio “Hermes Pardini”.

O Fleury também possui uma posição de destaque em **Medicina Diagnóstica B2B**. Contando com presença nacional por meio de nove marcas, com destaque para “Hermes Pardini”, esse segmento conta com 8 mil clientes, além de mais de 35 hospitais associados. Ao mesmo tempo, a Companhia conta com outras dez marcas em cinco especialidades em **Novos Elos**, oferecendo os serviços em 33 unidades e meios digitais.

Ao contrário dos Estados Unidos e de outros países, 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. Adicionalmente, sua ampla cobertura e as soluções integradas para médicos também contribuem para sua forte posição de mercado no Brasil. Consideramos que esses fatores, aliados à qualidade técnica do serviço oferecido, a busca pelo crescimento orgânico e inorgânico, e a expansão de seu portfólio de marcas tem contribuído tanto para o ganho de escala, como para o fortalecimento da relevância, reconhecimento e participação de mercado das diferentes marcas de maneira gradual.

FIGURA 2

Portfólio de marcas variado e reconhecido no mercado brasileiro

Unidades de negócio e segmentos de atuação



Fonte: Fleury e Moody's Local Brasil

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

Ao final de 2016, a Companhia retomou seu plano de expansão via crescimento orgânico e atividades de M&A, que exigiram maiores investimentos. Desde 2017, o Fleury cresceu relevantemente em número de unidades, saindo de 168 unidades ao final de 2017 para 566 em março de 2025.

Seu crescimento orgânico tem ocorrido sobretudo por meio de marcas regionais, além de marcas em São Paulo (ex-Fleury), Rio de Janeiro e Minas Gerais. Adicionalmente, a Companhia tem crescido por meio de *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 a uma pressão de custos, tendo em vista que possuem estágios de maturação próprios. Vale acrescentar, que nos últimos anos, a expansão do atendimento móvel tem sido acentuada e ganhou mais tração desde a pandemia de Covid-19.

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 do tempo. 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. Após esse período, entre o final de 2019 até março de 2025, a Companhia adquiriu 19 novos ativos que contribuíram para a adição de mais de R\$ 900 milhões de receita bruta, além da combinação de Hermes Pardini, que incrementou mais de R\$ 2 bilhões de receita.

A conclusão da combinação de negócios com o Hermes Pardini foi anunciada em 28 de abril de 2023. A transação foi avaliada em cerca de R\$ 2,5 bilhões, tendo sido paga majoritariamente por meio de ações e pressionando pouco a caixa de Fleury. Cada acionista do Hermes Pardini recebeu cerca R\$ 2,15 por ação, corrigidos pela taxa DI (Depósito Interfinanceiro) a partir da data de aprovação societária de Hermes Pardini, o que representou, aproximadamente, R\$ 320 milhões em caixa, além de 1,2135 ação ordinária do Fleury. Com a conclusão da operação, cada irmão da Família Pardini passou a deter cerca de 6,6% de Fleury.

Mais recentemente, em abril de 2024, a Companhia anunciou a aquisição de quatro sociedades que compõem o Grupo São Lucas Centro de Diagnóstico ("São Lucas"), por aproximadamente R\$ 70 milhões. A operação foi concluída em agosto de 2024. O São Lucas atua com serviços de diagnóstico por imagem e análises clínicas, por meio de cinco unidades localizadas em Itajaí e Balneário Camboriú (SC). A aquisição marcou a entrada do Fleury no segmento B2C em Santa Catarina, onde já atua em B2B por meio do núcleo técnico do Pardini. Em novembro de 2024, o Fleury também anunciou a aquisição de quatro sociedades do Grupo Confiança ("Confiança"), com conclusão em junho de 2025. Com presença em Campinas (SP) e outras seis cidades da região, as empresas adquiridas operam em serviços de laboratório clínico, vacinação, imunização humana e anatomia patológica e citológica. O valor da transação foi de R\$ 130 milhões. Por fim, em 2025, a Companhia anunciou a aquisição do Hemolab Laboratório de Patologia Clínica Ltda. ("Hemolab") por R\$ 39,5 milhões, que atua em nove municípios de Minas Gerais (MG), com um total de quinze unidades.

Em adição a sua estratégia de buscar ativos com reconhecida reputação e forte marcas em seu mercado de atuação na área de medicina diagnóstica, a Companhia também tem realizado aquisições que visam fortalecer seu posicionamento em Novos Elos, que já totalizaram cinco ativos entre 2017 e março de 2025.

Além das aquisições realizadas, a Empresa está envolvida em diversos projetos buscando o crescimento do grupo, entre eles, a *joint venture* (JV) ABPF Oncologia S.A. (33% de participação do Fleury) em parceria com Atlântica Hospitais e Participações S.A. ("Atlântica Hospitais"), controlada indireta do [Banco Bradesco S.A.](#) ("Bradesco", AAA.br estável), e Real e Benemerita Associação Portuguesa de Beneficência ("BP - A Beneficência Portuguesa de São Paulo"), para coordenar o cuidado da jornada do paciente oncológico. Mais recentemente, em junho de 2024, a Companhia anunciou o fechamento da operação com a [Sociedade Beneficente Israelita Brasileira Hospital Albert Einstein](#) ("Einstein", AAA.br estável), para atuar por meio da Gênesis Análises Genômicas S.A. (55% de participação do Fleury - controlador) na realização de testes de genômica, bem como no desenvolvimento de soluções integradas, realização de pesquisa, desenvolvimento de processos e de serviços para atender diretamente ao mercado de medicina personalizada e de precisão. Adicionalmente, a Empresa também detém participação, em conjunto com o Sabin Medicina Diagnóstica ("Grupo Sabin"), um fundo de *corporate venture capital* de saúde (Fundo de Investimento Kortex Ventures), que visa identificar oportunidades no mercado, sendo que tal iniciativa está mais conectada ao ecossistema de *startups* e *healthtechs*.

A Moody's Local Brasil reconhece que o Fleury tem apresentado fortalecimento de seu perfil de negócios, com aumento de escala, competitividade 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 3
Desde 2017, o Fleury concluiu doze aquisições em Medicina Diagnóstica, sete em Novos Elos e uma combinação

Evolução das aquisições entre 2017 e março de 2025

Data Conclusão	Aquisição M&A	Atuação	Região	Valor (em milhões)
Set/17	Serdil	Diagnóstico	Porto Alegre (RS)	R\$ 30
Mar/18	Instituto de Radiologia	Diagnóstico	Natal (RN)	R\$ 91
Dez/18	SantéCorp	Gestão Saúde	-	R\$ 16
Mai/19	Lafe	Diagnóstico	Rio de Janeiro (RJ)	R\$ 170
Out/19	CP - Centro de Patologia	Diagnóstico	Natal (RN)	R\$ 12
Nov/19	Inlab	Diagnóstico	São Luiz (MA)	R\$ 90
Jan/20	Diagmax	Diagnóstico	Recife (PE)	R\$ 112
Set/21	Pretti Laboratório	Diagnóstico	Vitória (ES)	R\$ 193
Set/21	Laboratório Bioclínico	Diagnóstico	Vitória (ES)	R\$ 122
Jun/21	Vita	Ortopedia	São Paulo (SP)	R\$ 91
Mai/21	CIP - Centro de Infusões Pacaembu	Infusão	São Paulo (SP)	R\$ 120
Abr/21	Clínica de Olhos Dr. Moacir da Cunha	Oftalmologia	São Paulo (SP)	R\$ 30
Mai/22	Laboratório Marcelo Magalhães	Diagnóstico	Recife (PE)	R\$ 385
Ago/22	Saha	Infusão	São Paulo (SP)	R\$ 120
Out/22	Métodos Laboratório	Diagnóstico	Sul de Minas Gerais (MG)	R\$ 27
Abr/23	Retina Clinic	Oftalmologia	São Paulo (SP)	R\$ 21
Abr/23	[Combinação] Grupo Pardini	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\$ 320 milhões caixa)
Ago/24	São Lucas	Diagnóstico	Vale do Itajaí (SC)	R\$ 70
Nov/24	Confiança	Diagnóstico	Campinas (SP)	R\$ 130
Jun/25 [anúncio]	Hemolab	Diagnóstico	Interior de Minas Gerais (MG)	R\$ 39,5

Fonte: Fleury e Moody's Local Brasil

Forte diversificação em termos de marcas, perfil de clientes e presença geográfica

A Companhia apresenta forte diversificação em relação a outras empresas no Brasil, apresentando um portfólio de marcas diversas, segmentos distintos, e importante diversificação geográfica. Por outro lado, ponderamos a exposição somente ao setor de saúde, com maior representatividade em medicina diagnóstica, e às operadoras de planos de saúde – fator intrínseco a sua operação.

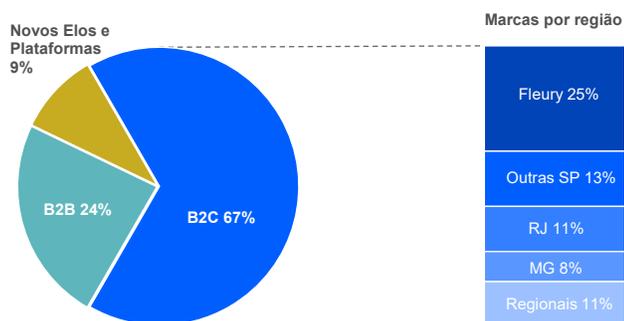
Nos últimos doze meses encerrados em março de 2025, a receita bruta de Fleury era composta de 68% de Unidades de Atendimento ao Paciente (B2C), 23% de Lab to Lab (B2B), e 9% de Novos Elos. Após a combinação, o Fleury se tornou mais relevante em B2B, tendo em vista que 53% da receita do Pardini provinha desse segmento, ante 13% do Fleury em 2022. A Moody's Local Brasil considera que o evento de combinação permitiu a complementariedade de negócios, dada a segmentação de mercado em que cada uma atuava. Além dos serviços de medicina diagnóstica, a atuação em Novos Elos tem começado a ganhar espaço gradualmente nos resultados da Companhia. O segmento, apesar de ainda pouco expressivo, 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, ao final de março de 2025, a Companhia contava com 566 unidades, divididas entre: 533 Medicina Diagnóstica - 37 Fleury, 88 Outras Marcas São Paulo, 88 Marcas Rio de Janeiro, 105 Marcas Minas Gerais, 215 Marcas Regionais -, e 33 Novos Elos. Com uma capilaridade geográfica e base de beneficiários de saúde importantes, o grupo atua em 14 unidades federativas, além do Distrito Federal, chegando a cerca de 100 municípios. Adicionalmente, por meio da unidade B2C, o

Fleury contava com mais de 8 mil clientes *lab-to-lab*, em mais de 2,2 mil cidades atendidas, além de parcerias com mais de 35 hospitais.

Ainda, dispondo de uma malha logística robusta, a Empresa deve seguir ampliando o acesso ao portfólio de exames em todo país, ao mesmo tempo em que ganha velocidade de atendimento e busque diminuir custos em meio ao aumento de escala.

FIGURA 4
Diversificação de segmentos e marcas, ...
Composição da receita bruta – UDM março de 2025



Fonte: Fleury e Moody's Local Brasil

FIGURA 5
...e alta capilaridade geográfica fortalecem perfil de negócios
Atuação geográfica | Med. Diagnóstica B2C e B2B



Fonte: Fleury e Moody's Local Brasil

Níveis de rentabilidade estáveis e prudência financeira permitem alavancagem controlada

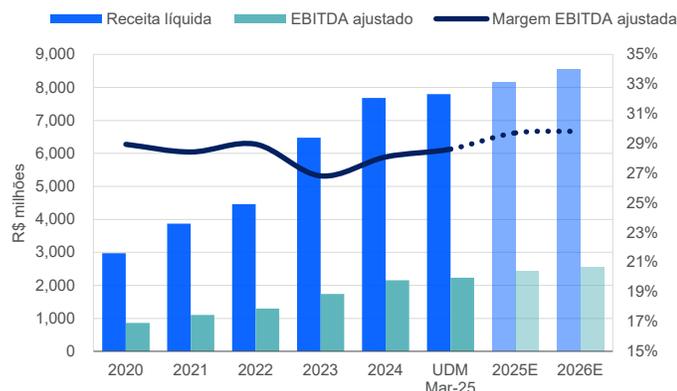
O Fleury tem apresentado níveis de rentabilidade operacional saudáveis e estáveis, mantendo-se acima da média do mercado.

Considerando os resultados dos últimos doze meses encerrados em março de 2025, a margem EBITDA ajustada pela agência (que inclui a receita financeira ajustada advinda de caixa e aplicações) foi de 28,6%, ante 28,1% em 2024 e 26,8% em 2023. Adicionalmente, a margem líquida contábil tem se mantido entre 6,5% e 8,0% nos últimos anos, apesar das elevadas taxas de juros observadas em períodos recentes. A Moody's Local Brasil considera que a estabilidade da rentabilidade operacional se beneficia do sólido e resiliente modelo de negócios do Fleury. Ao mesmo tempo, a prudência na alavancagem financeira, a estrutura de capital confortável e a adequada alocação de capital contribuem para a manutenção da rentabilidade líquida mesmo em cenários mais desafiadores.

Prospectivamente, no horizonte de médio prazo, estimamos que o Fleury deverá apresentar um crescimento médio de receita líquida consolidada de 5-7% ao ano, em conjunto com uma margem EBITDA ajustada em linha - em torno de 27-29%. Em nossa visão, a Empresa deve manter sua trajetória de boa gestão das aquisições realizadas e da combinação de negócios recente, permitindo a manutenção dos saudáveis níveis de rentabilidade. Adicionalmente, não estamos incorporando qualquer possível operação de M&A em nossas projeções. Ainda assim, eventuais aquisições menores como a aquisição do Grupo São Lucas, Confiança e Hemolab podem ocorrer no médio prazo, mas com pouca probabilidade de impactar seu perfil de crédito de maneira relevante.

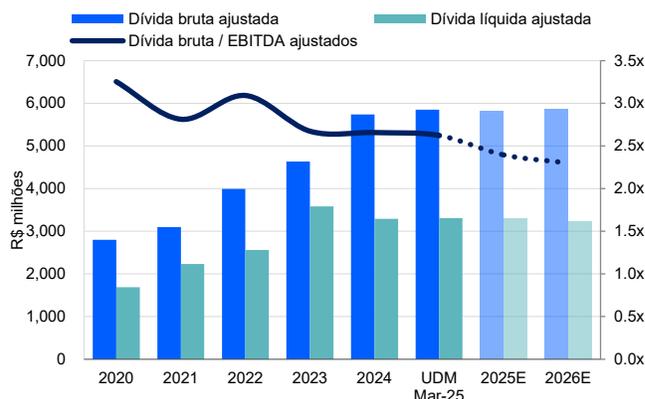
A Companhia tem apresentado métricas de alavancagem em linha com o esperado pela agência. Em março de 2025, sua alavancagem bruta ajustada (dívida bruta / EBITDA) ficou em 2,6x, de 2,7x em 2024 e 2,7x em 2023 (~ 2,5x considerando doze meses combinados proforma de Fleury com Pardini). Ao mesmo tempo, sua cobertura de juros ajustada (EBIT / despesa financeira) ficou acima de 2,0x nos mesmos períodos. Nos próximos 12-24 meses, estimamos que a alavancagem bruta ajustada continue ao redor de 2,0-2,5x, e a cobertura de juros ajustada se mantenha entre próximo a 2,0x.

FIGURA 6
Manutenção de níveis de rentabilidade saudáveis...
Evolução da receita líquida, EBITDA e margem EBITDA - ajustados



Fonte: Fleury e Moody's Local Brasil

FIGURA 7
...contribuem para alavancagem controlada
Evolução da dívida bruta/líquida e alavancagem bruta - ajustados



Fonte: Fleury e Moody's Local Brasil

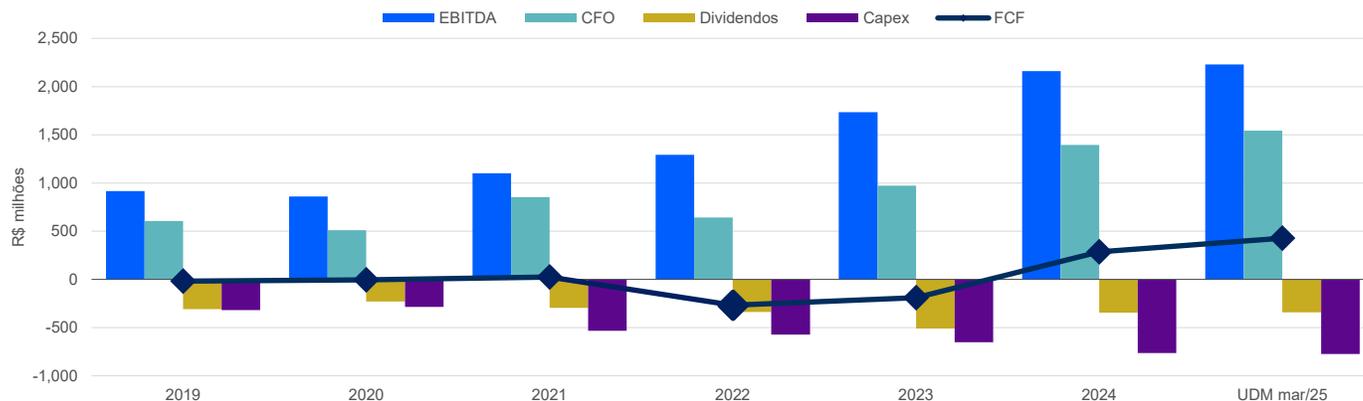
Alta geração de caixa operacional permite flexibilidade financeira

Dispondo de um alto nível de conversão de EBITDA em caixa, o Fleury tem apresentado uma forte geração de caixa operacional (CFO), mesmo nos diferentes ciclos econômicos e em momentos de pressões setoriais. Esse desempenho é favorecido pelo crescimento da Companhia, por sua conservadora estrutura de capital e adequada administração de carteira de recebíveis com os planos. Portanto, considerando essa geração de caixa favorece sua flexibilidade financeira, assim garantindo espaço para distribuição de dividendos mais elevados e processos de fusões e aquisições.

Em 2022 e 2023, a Companhia apresentou uma geração de fluxo de caixa livre negativa (FCF) diante de seus elevados pagamentos de dividendos. Em 2024, por sua vez, o Fleury apresentou FCF positivo (R\$ 286 milhões), resultado de uma maior geração de CFO e menor distribuição de dividendos, conforme previamente esperado. Apesar da alta distribuição de resultados, consideramos que a Empresa tem sido prudente a fim de evitar uma deterioração de sua conservadora estrutura de capital ou do seu perfil de liquidez como resultado de tais distribuições.

Prospectivamente, estimamos que a Companhia deva continuar com sua robusta geração de caixa operacional, e com um FCF positivo a médio prazo - a depender dos montantes de dividendos e juros sobre capital próprios pagos. Em nossas projeções, estimamos um capex médio ajustado de R\$ 800-900 milhões ao ano, incluindo o principal de arrendamento, e uma distribuição de dividendos em torno de 80%-90% do lucro líquido – que pode ser ajustada para administrar o nível de alavancagem líquida.

FIGURA 8
Apesar do FCF próximo a neutro ou negativo nos últimos anos, alto CFO confere flexibilidade financeira à Companhia
Evolução da geração de caixa



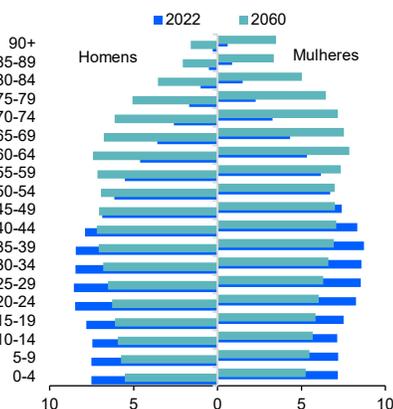
Nota: EBITDA ajustado conforme ajustes-padrão da Moody's Local Brasil; CFO = geração de caixa op. incluindo os juros pagos e recebidos; FCF = geração de fluxo de caixa livre = CFO – Capex – Dividendos e JCP; Capex inclui investimentos e principal de arrendamento pago
Fonte: Fleury e Moody's Local Brasil

Fundamentos positivos no longo prazo para o setor de saúde

O setor de saúde brasileiro apresenta perspectivas favoráveis de longo prazo, impulsionadas pelo envelhecimento da população, elevação da incidência de doenças crônicas, aumento de beneficiários de planos de saúde, além do aumento gradual da renda média. 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 2022. Apesar de os gastos com saúde como percentual do PIB do país ainda estarem abaixo de países desenvolvidos, o percentual aumentou de 8% em 2010 para 9,2% em 2022. Deste total, aproximadamente 55-60% são gastos privados.

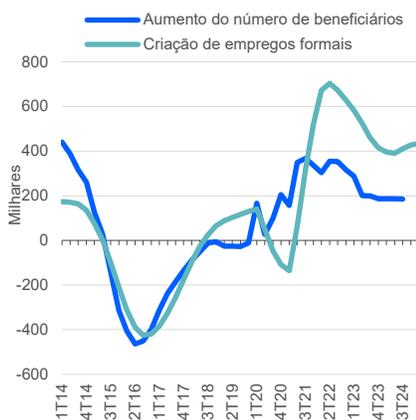
A Moody's Local Brasil considera que o aumento da renda média, a importância dos gastos com saúde para os brasileiros e a baixa taxa de penetração de seguros e planos saúde seguem sendo impulsionadores adicionais de longo prazo para o crescimento dos gastos privados com saúde. Estimamos que cerca de 25% da população brasileira tenha 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 36%, seguida das regiões Sul (25%), Centro-Oeste (22%), Nordeste (13%) e Norte (11%).

FIGURA 9
O envelhecimento da população...
Habitantes do Brasil em milhões



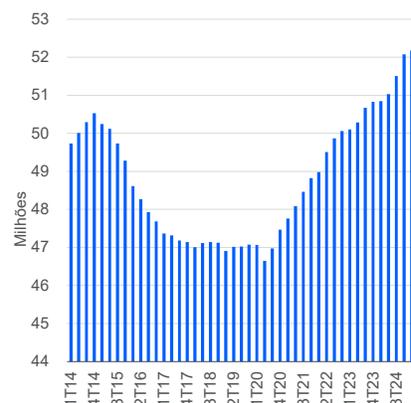
Fonte: IBGE (estimativas)

FIGURA 10
...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 11
...seguem sendo os principais impulsionadores do aumento de beneficiários
Número de beneficiários de planos de saúde



Fonte: ANS

Por outro lado, apesar dos fundamentos positivos, é importante observar que, em momentos desafiadores — como aqueles marcados pela queda no emprego formal e redução da renda disponível —, o setor não se mostrou imune, ainda que os gastos com saúde tendam a ser relativamente mais resilientes aos ciclos econômicos. No médio e longo prazo, é esperado que o crescimento do número de beneficiários continue correlacionado à geração de empregos formais, considerando que cerca de 70% dos beneficiários possuem planos coletivos empresariais.

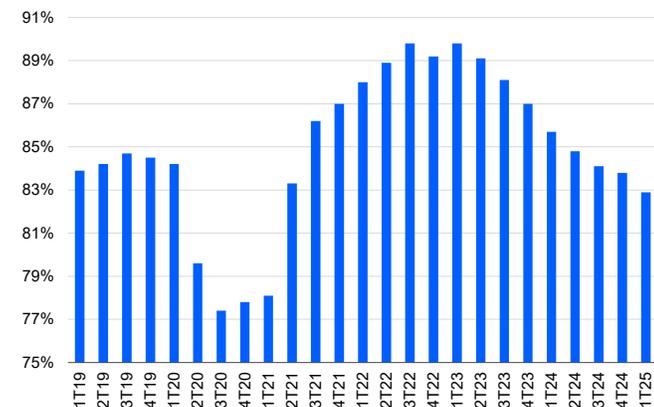
Após a pandemia da Covid-19, o setor de saúde enfrentou diversos desafios, principalmente, em função de um cenário macroeconômico adverso, com inflação pressionada e taxa de juros elevada, em conjunto a uma dinâmica desfavorável junto às operadoras de planos e seguros como resultado do aumento substancial dos níveis de sinistralidade. Consequentemente, a geração de caixa de diversas entidades que prestam serviços de saúde foi impactada negativamente pela dificuldade de repasse de inflação, aumento de custos e de pagamento de juros, assim como pela pressão no capital de giro diante do avanço do nível de glosas e/ou do alongamento do prazo de pagamentos (PMP) das operadoras (com reflexo no prazo médio de recebimento (PMR) dos hospitais e outras entidades de saúde), contribuindo para o aumento de alavancagem e piora nas métricas de crédito.

Desde o início de 2023, temos observado redução gradual do nível de sinistralidade das operadoras de planos de saúde, o que é positivo para entidades do setor de saúde no que tange à redução de glosas e redução do PMR. Entretanto, apesar de termos visto melhora desses fatores recentemente, os efeitos positivos nos resultados e geração de recursos das empresas estão tardando, sobretudo diante da maior alavancagem das entidades do setor como consequência do momento adverso recente e/ou do passado de aquisições (M&A) financiadas por dívidas. Adicionalmente, entendemos que algumas entidades do setor podem continuar enfrentando as dificuldades de uma PMR mais dilatado, cuja redução pode se delongar a ocorrer no médio prazo ou não retomar aos patamares mais confortáveis com base nos dados históricos.

Apesar da grave crise setorial, o modelo de negócios do Fleury tem demonstrado resiliência operacional, sustentado por seu forte perfil de negócios, diversificação e poder de barganha junto a operadoras e clientes, além de sua atuação no segmento *premium* e estrutura de capital conservadora. Adicionalmente, em nossa visão, o segmento de medicina diagnóstica, por sua estrutura operacional, tende a sofrer menos impacto do que os hospitais no que se refere ao prazo médio de recebimento e glosas, o que favorece a geração de caixa. Concomitantemente, sua adequada gestão da carteira de recebíveis junto aos planos contribui para uma geração de caixa saudável, mesmo em diferentes ciclos econômicos e em momentos de pressão setorial.

FIGURA 12
Elevada sinistralidade nas operadoras de planos de saúde impõe desafios operacionais ao setor...

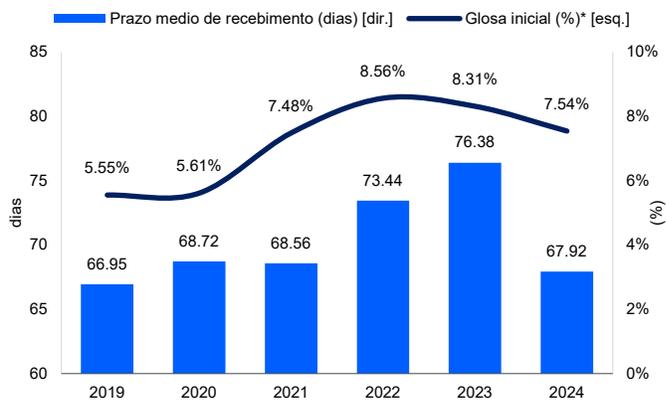
Sinistralidade média (%)



Fonte: ANS

FIGURA 13
...diante do aumento de glosas e da dilatação do prazo médio de recebimento

Prazo médio de recebimento (dias) e glosa inicial (%)



Nota: Glosa inicial = glosa antes de recuperações e/ou estornos
Fonte: ANS e ANAHP

Para maiores informações sobre o setor de saúde no Brasil, consulte o relatório [“Setor de Saúde no Brasil: Estrutura, Fundamentos e Tendências”](#). Outras pesquisas e comentários setoriais também estão disponíveis neste [hyperlink](#).

Considerações Ambientais, Sociais e de Governança (ESG)

Com relação aos aspectos **ambientais**, a Moody’s Local Brasil 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 pública no Registro Público de Emissões do *GHG Protocol* o inventário anual que contabiliza suas emissões diretas e indiretas de gases de efeito estufa (GEE) e participa da carteira de empresas que compõe o Índice de Carbono Eficiente (IC02) da B3. Além disso, também apresenta iniciativas e adoção de diversas medidas visando maior eficiência 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 que, em 2021, o Fleury 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.

Avaliamos ainda que empresas que possuem grande concentração física de suas operações em regiões geográficas propensas a eventos climáticos extremos — como inundações, quedas prolongadas de energia elétrica, danos físicos às unidades ou interrupções no fornecimento de produtos e serviços — também estão expostas a riscos ambientais. No caso do Fleury, entendemos que esse risco é mitigado por sua forte diversificação geográfica.

No que diz respeito às considerações **sociais**, entendemos que a exposição do setor de saúde, de forma geral, é elevada – principalmente devido à natureza regulada da indústria da saúde, à sensibilidade da população e dos governos em relação ao acesso à saúde, à qualidade e aos preços praticados, além da influência de tendências demográficas e sociais. Ponderamos, entretanto, que no Brasil as perspectivas de longo prazo para o setor são favoráveis, impulsionadas pelo envelhecimento da população e pela baixa penetração dos planos de saúde. Ademais, o Fleury tem se posicionado como alternativa ao aumento dos custos da saúde suplementar, devido à natureza de seus negócios, oferecendo serviços voltados a medicina preventiva – costumeiramente menos custosas que tratamentos. Ao mesmo tempo, temos observado mudanças no setor para se adaptar à nova realidade tecnológica e transformação digital que podem impactar o custo e preço dos serviços oferecidos pelas empresas do setor.

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 Companhia compila grandes quantidades de informações

peçoais 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 Empresa sofreu com uma tentativa de ataque cibernético que resultou na indisponibilidade em parte de seus sistemas e operação. De acordo com o Fleury, sua base de dados se manteve íntegra, e não houve evidência de vazamento de dados e informações sensíveis relevantes; no entanto teve que operar em contingência durante alguns dias antes de retomar a normalidade. Em maio de 2023, a Companhia 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. O evento não gerou ruptura relevante nos atendimentos, e não trouxe 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, o Fleury tem processos e diretrizes estabelecidos e seguros contratados para mitigar tais riscos.

Outra consideração é a importância e a dependência de pessoas altamente qualificadas para garantir a qualidade e diferenciação dos serviços e inovações da Companhia, dada a limitada oferta e concorrência de profissionais qualificados no setor no Brasil. Cabe ressaltar que parcela relevante de seus custos e despesas estão relacionadas a pessoal.

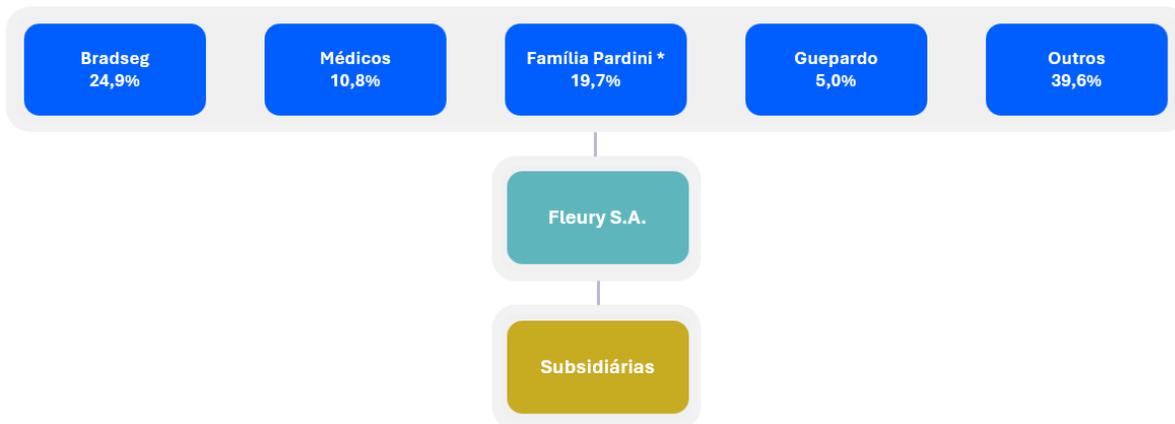
Por fim, no que tange à **governança**, o Fleury é uma empresa de capital aberto desde 2009, com ações negociadas no Novo Mercado da B3. Adicionalmente, a Empresa tem adotado as principais práticas de governança recomendadas pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) em seu Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. Em 2024, as ações da Companhia integraram pelo quinto ano consecutivo a carteira do *Dow Jones Sustainability Index – Emergin Markets*, além de compor, desde 2014, a carteira do Índice de Sustentabilidade Empresarial da B3 (ISE B3).

Em março de 2025, a estrutura acionária do Fleury estava dividida da seguinte forma: 24,9% de participação de Bradesco Diagnóstico em Saúde S.A. (“Bradseg”), 10,8% do bloco de médicos sócios (formado por pessoas físicas) (“Médicos”), 19,7% da família Pardini (três irmãos sócios), 5% da Guepardo Investimentos Ltda (“Guepardo”) e 39,6% em Outros. 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 é válido durante o prazo de cinco anos a partir da 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.

FIGURA 14

Estrutura societária e acionária resumida do grupo

Organograma resumido - março de 2025



Nota: *Família Pardini – representada pelos irmãos Regina Pardini, Áurea Maria Pardini e Victor Cavalcanti Pardini

Fonte: Fleury e Moody's Local Brasil

Atualmente o seu Conselho de Administração é composto por dez membros efetivos, dos quais quatro são independentes, além de contar com sete suplentes. Sua Diretoria Executiva é profissionalizada e conta com cinco membros. Adicionalmente, a Companhia conta com cinco Comitês, sendo eles: Comitê de Finanças, Comitê de Pessoas e Cultura, Comitê de Estratégia e Tecnologia, Comitê de ESG e Comitê de Auditoria, Integridade e Gestão de Riscos.

Considerações estruturais

Os ratings atribuídos às emissões de debêntures sem garantia do Fleury estão em linha com o seu Rating Corporativo (CFR) diante da nossa visão consolidada do grupo.

- **5ª Emissão de Debêntures:** emitida em dezembro de 2019, no valor total de R\$ 500 milhões, em duas séries.
 - 1ª Série | amortizada: R\$ 200 milhões; remuneração de taxa Depósito Interfinanceiro (DI) + 0,90%; pagamento de juros semestrais; vencimento de principal em parcela única no vencimento, em dezembro de 2024 (prazo de cinco anos).
 - 2ª Série: R\$ 300 milhões; remuneração de taxa DI + 1,20%; pagamento de juros semestrais; vencimento de principal em três parcelas iguais em dezembro de 2025, 2026, e 2027 (data de vencimento; prazo final de oito anos).
- **6ª Emissão de Debêntures:** emitida em julho de 2021, no valor total de R\$ 1,0 bilhão, em três séries.
 - 1ª Série | amortizada: R\$ 250 milhões; remuneração de taxa DI + 1,35%; pagamento de juros semestrais; vencimento de principal em parcela única no vencimento, em julho de 2025 (prazo de quatro anos; série amortizada).
 - 2ª Série | amortizada: R\$ 375 milhões; remuneração de taxa Depósito Interfinanceiro (DI) + 1,50%; pagamento de juros semestrais; vencimento de principal em parcela única no vencimento, em julho de 2026 (prazo de cinco anos).
 - 3ª Série: R\$ 375 milhões; remuneração de taxa Depósito Interfinanceiro (DI) + 1,75%; pagamento de juros semestrais; vencimento de principal em parcela única no vencimento, em julho de 2027 (prazo de sete anos).
- **9ª Emissão de Debêntures:** emitida em maio de 2024, no valor total de R\$ 1,0 bilhão, em duas séries.
 - 1ª Série: R\$ 500 milhões; remuneração de taxa Depósito Interfinanceiro (DI) + 0,55%; pagamento de juros semestrais; vencimento de principal em duas parcelas iguais em maio de 2028 e 2029 (data de vencimento; prazo final de cinco anos).
 - 2ª Série: R\$ 500 milhões; remuneração de taxa DI + 0,67%; pagamento de juros semestrais; vencimento de principal em duas parcelas iguais em maio de 2030 e 2031 (data de vencimento; prazo final de sete anos).
- **10ª Emissão de Debêntures:** emitida em outubro de 2024, no valor total de R\$ 1,125 bilhão, em duas séries.
 - 1ª Série: R\$ 562,5 milhões; remuneração de taxa Depósito Interfinanceiro (DI) + 0,45%; pagamento de juros semestrais; vencimento de principal em duas parcelas iguais em outubro 2028 e 2029 (data de vencimento; prazo final de cinco anos).
 - 2ª Série: R\$ 562,5 milhões; remuneração de taxa DI + 0,55%; pagamento de juros semestrais; vencimento de principal em duas parcelas iguais em outubro de 2030 e 2031 (data de vencimento; prazo final de sete anos).

A estrutura das dívidas não inclui garantias reais. A 5ª e 6ª Emissões de Debêntures contam com *covenant* de alavancagem líquida máxima de 3,0x, enquanto o da 9ª e 10ª Emissão de Debêntures é de 4,0x – vigente somente após a amortização das dívidas com o indicador mais restritivo. A dívida líquida ajustada conforme a documentação inclui a dívida financeira e contas a pagar por aquisição, e não incorpora arrendamentos. O EBITDA, por sua vez, incorpora o EBITDA de empresas adquiridas no período de doze meses imediatamente anteriores, e exclui provisões.

A Moody's Local Brasil não avalia as demais emissões de debêntures do Fleury.

Análise de liquidez

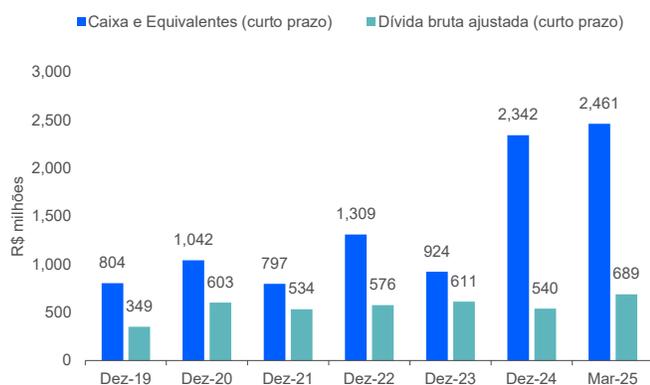
O Fleury tem demonstrado um forte perfil de liquidez, com tempestiva gestão de passivos financeiros e um comprovado acesso ao mercado de capitais. Em março de 2025, sua posição caixa e equivalentes de curto prazo era de R\$ 2,5 bilhões, frente a uma dívida ajustada de curto prazo de R\$ 689 milhões, permitindo uma relação de cobertura de 3,6x (7,9x considerando apenas a dívida financeira). Ao mesmo tempo, nesse mesmo período, seu cronograma de amortização de dívida financeira se mostrava alongado, com torres equilibradas de vencimentos e maior concentração em 2028. Em março de 2025, o prazo médio de sua dívida financeira era de 4 anos (de 3,2 anos em março de 2024).

Ao longo de 2024, a Companhia demonstrou seu forte acesso ao mercado de capitais local, emitindo R\$ 2,125 bilhões, por meio da 9ª e 10ª Emissão de Debêntures. Entendemos as emissões estão em linha com estratégia de gestão de passivos financeiros do Fleury, fortalecendo sua posição de caixa e alongando o cronograma da dívida financeira, além de reduzir o custo médio de seu endividamento. Prospectivamente, esperamos que a Empresa mantenha sua flexibilidade financeira em conjunto com um forte perfil de liquidez, além de continuar com sua prudente alocação de capital e política financeira estável e previsível.

FIGURA 15

Confortável posição de caixa...

Evolução de caixa versus dívida ajustada - curto prazo

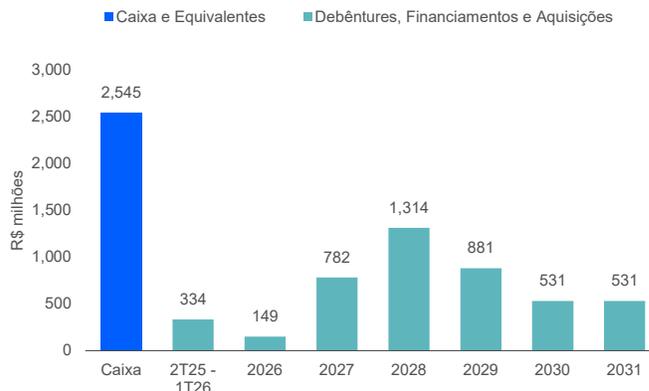


Fonte: Fleury e Moody's Local Brasil

FIGURA 16

...e cronograma de amortização de dívida alongado

Cronograma de amortização da dívida – março de 2025



Nota: não inclui arrendamentos; caixa inclui aplicações de longo prazo

Fonte: Fleury e Moody's Local Brasil

Em março de 2025, a dívida bruta ajustada do Fleury era composta pela dívida financeira (72%, composto majoritariamente por debêntures), arrendamentos (22%) e contas a pagar por aquisições (6%). O custo médio de sua dívida financeira, nesse mesmo período, era da taxa Depósito Interfinanceiro (DI) acrescido de um *spread* aproximado de 0,95% (de 1,38% em março de 2025).

A Companhia possui cláusulas financeiras restritivas que permite uma alavancagem líquida (dívida líquida / EBITDA) máxima de 3,0x na 5ª, 6ª, 7ª e 8ª Emissões de Debêntures, e de 4,0x na 9ª e 10ª Emissão de Debêntures – vigente somente após a amortização das dívidas com *covenant* mais restritivo. Ao final do primeiro trimestre de 2025, desconsiderando-se as obrigações por arrendamento, o Fleury reportou um indicador de dívida líquida / EBITDA de 1,0x, de 1,2x em março de 2024. Apesar de ter uma alavancagem máxima determinada pelo *covenant* financeiro, a Empresa busca 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 (segundo sua metodologia de cálculo de *covenants*).

Definição dos ratings atribuídos

Consulte o documento Escalas de Rating do Brasil, disponível em <https://moodyslocal.com.br/>, para maiores informações a respeito das definições dos ratings atribuídos.

Metodologia

A metodologia aplicável ao(s) rating(s) é a Metodologia de Rating para Empresas Não-Financeiras - (22/Jul/2025), disponível na seção de Metodologias em <https://moodyslocal.com.br/relatorios/metodologias-estruturas-analiticas-de-avaliacao/>

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.

© 2025 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, OU DE ALGUMA FORMA DISPONIBILIZADAS, PELA MOODY'S (COLETIVAMENTE "MATERIAIS") 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 NOS MATERIAIS DA MOODY'S NÃO SÃO DECLARAÇÕES SOBRE FATOS ATUAIS OU HISTÓRICOS. OS MATERIAIS 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 MATERIAIS NÃO CONSTITUEM OU FORNECEM ACONSELHAMENTO FINANCEIRO OU DE INVESTIMENTO. OS RATINGS DE CRÉDITO DA MOODY'S, AS AVALIAÇÕES, OUTRAS OPINIÕES E MATERIAIS 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 MATERIAIS 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, OU DE ALGUMA FORMA DISPONIBILIZA, OS SEUS MATERIAIS 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 MATERIAIS 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 MATERIAIS DA MOODY'S AO TOMAR UMA DECISÃO DE INVESTIMENTO. EM CASO DE DÍVIDA, 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. PARA FINS DE CLAREZA, NENHUMA INFORMAÇÃO CONTIDA AQUI PODE SER UTILIZADA PARA DESENVOLVER, APERFEIÇOAR, TREINAR OU RETREINAR QUALQUER PROGRAMA DE SOFTWARE OU BANCO DE DADOS, INCLUINDO, MAS NÃO SE LIMITANDO A, QUALQUER SOFTWARE DE INTELIGÊNCIA ARTIFICIAL, APRENDIZADO DE MÁQUINA OU PROCESSAMENTO DE LINGUAGEM NATURAL, ALGORITMO, METODOLOGIA E/OU MODELO.

OS RATINGS DE CRÉDITO, AS AVALIAÇÕES, OUTRAS OPINIÕES E MATERIAIS 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 seus Materiais.

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 inapetição 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 inapetição 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. A MCO e todas as entidades que emitem ratings sob a marca (Moody's Ratings) também mantêm políticas e procedimentos destinados a preservar a independência dos ratings de crédito e processos de ratings de crédito da Moody's Ratings. São incluídas anualmente no website ir.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.

Moody's SF Japan K.K., Moody's Local AR Agente de Calificación de Riesgo S.A., Moody's Local BR Agência de Classificação de Risco LTDA, Moody's Local MX S.A. de C.V. I.C.V., Moody's Local PE Clasificadora de Riesgo S.A., e Moody's Local PA Clasificadora de Riesgo S.A. (coletivamente, as "Moody's Non-NRSRO CRAs") são todas subsidiárias de agências de classificação de risco integralmente detidas de forma indireta pela MCO. Nenhuma das Moody's Non-NRSRO CRAs é uma Organização de Classificação de Risco Estatístico Nacionalmente Reconhecida (NRSRO).

Termos adicionais apenas para a Austrália: qualquer publicação deste documento na Austrália será feita nos termos da Licença para Serviços Financeiros Australiana da afiliada da MOODY'S, a Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 e/ou pela Moody's Analytics Australiana 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 a Índia: Os ratings de crédito da Moody's, avaliações, outras opiniões e Materiais não têm a intenção de ser, e não devem ser, utilizadas ou consideradas, por usuários localizados na Índia em relação a valores mobiliários listados ou propostos para listagem em bolsas de valores indianas.

Termos adicionais referentes a *Second Party Opinions* ("SPO") e *Avaliações Net Zero* ("NZA") (conforme definido nos Símbolos e Definições de Rating da Moody's Ratings): Por favor, observe que as SPOs e as NZAs não são um 'rating de crédito'. A emissão de SPOs não é uma atividade regulamentada em muitas jurisdições, incluindo Singapura. JAPÃO: No Japão, o desenvolvimento e a oferta de SPOs se enquadram na categoria de 'Negócios Auxiliares', não em 'Negócios de Rating de Crédito', e não estão sujeitos às regulamentações aplicáveis aos 'Negócios de Rating de Crédito' sob a Lei de Instrumentos Financeiros e Câmbio do Japão e suas regulamentações relevantes. RPC: Qualquer SPO: (1) não constitui uma Avaliação de Bônus Verde da RPC conforme definido por quaisquer leis ou regulamentos relevantes da RPC; (2) não pode ser incluído em nenhum documento de declaração de registro, circular de oferta, prospecto ou qualquer outro documento enviado às autoridades reguladoras da RPC ou utilizado de outra forma para atender a qualquer requisito de divulgação regulatória da RPC; e (3) não pode ser utilizado na RPC para qualquer fim regulatório ou para qualquer outro fim que não seja permitido pelas leis ou regulamentos relevantes da RPC. Para os fins deste aviso legal, "RPC" refere-se ao continente da República Popular da China, excluindo Hong Kong, Macau e Taiwan.