

Atualização do modelo

Atualização pós-2T; elevando nossas estimativas; agora 7% acima do consenso

Após resultados do 2T melhores que o esperado, estamos elevando nossas estimativas de lucros para a Rede D'Or (+6% para 2025 e +5% para 2026), refletindo tendências mais saudáveis no segmento hospitalar e premissas mais favoráveis para crescimento e margens. Nosso novo preço-alvo para o final de 2026 passa para R\$ 48/ação (ante R\$ 46 anteriormente). Estamos agora 7% acima do consenso para 2026, mas esperamos que o consenso acompanhe. A RDOR continua sendo nossa principal escolha no setor de saúde. Negociando a aproximadamente 14x P/L 2026, com crescimento de LPA estimado em ~20% ao ano nos próximos três anos, vemos a ação como um *compounder* de longo prazo de alta qualidade, combinando fortes fundamentos de crescimento orgânico com opcionalidades em fusões e aquisições. As principais alterações em nossas estimativas estão detalhadas na página 2.

Destaques do conference call: tom positivo sobre expansão de margem

Na teleconferência, a Rede D'Or reforçou um tom otimista, especialmente em relação a ganhos de eficiência e expansão da margem operacional. Além de projetar perspectivas saudáveis de crescimento para os segmentos hospitalar e de seguros, a administração enfatizou que muitos hospitais ainda têm espaço para melhorias operacionais. Mais precisamente, nove hospitais ainda estão em fase de avanço, e a RDOR espera que atinjam margens-alvo em cerca de dois anos. Uma vez maduros, sua contribuição para a margem bruta consolidada da companhia poderia chegar a dois pontos percentuais. Além disso, 26 hospitais ainda operam com sistemas tradicionais, e a RDOR espera migrá-los para sua nova plataforma de ERP a um ritmo de um por mês, implicando um prazo de dois anos para integração completa, o que deve gerar ganhos relevantes de eficiência — ver gráfico 2 mostrando o potencial de margem no longo prazo.

| Valuation | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------------------------------|---------|---------|----------|----------|----------|
| RoIC (EBIT) % | 17,7 | 23,9 | 22,6 | 21,8 | 24,5 |
| EV/EBITDA | 9,3 | 6,4 | 8,4 | 7,1 | 6,1 |
| P/L | 31,4 | 15,9 | 18,2 | 14,2 | 12,0 |
| Dividend Yield % | 1,3 | 2,4 | 1,9 | 2,9 | 3,6 |
| Resumo Financeiro (R\$ milhões) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
| Receita | 52.303 | 57.821 | 64.636 | 72.264 | 79.740 |
| EBITDA | 7.354 | 9.300 | 11.562 | 13.524 | 15.462 |
| Lucro Líquido | 2.098 | 3.658 | 4.555 | 5.842 | 6.910 |
| LPA (R\$) | 0,90 | 1,60 | 2,00 | 2,60 | 3,00 |
| DPA Líquido (R\$) | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| (Dívida Líquida)/Caixa | (2.695) | (1.218) | (13.776) | (12.661) | (10.666) |

Fonte: Relatórios da empresa, Bovespa, estimativas do BTG Pactual S.A. / Valuations: com base no último preço das ações do ano; (E) com base no preço das ações de R\$ 36,27 em 10 de agosto de 2025.

Rating
COMPRA

Sumário

| | |
|------------------------|--------------|
| Ticker | RDOR3 |
| Preço Alvo (R\$) | 48,0 |
| Preço (R\$) | 36,3 |
| Listagem | Novo Mercado |
| Market Cap. (R\$ mn) | 80.038,58 |
| Vol. Méd. 12M (R\$ mn) | 166,32 |
| Atualização Preço-alvo | 10/08/2025 |

| Valuation: | | |
|--------------|-------|-------|
| | 2025E | 2026E |
| P/L | 38,4x | 14,2x |
| EV/EBITDA | 8,4x | 7,1x |
| Performance: | | |
| Agosto (%) | 11,6% | |
| LTM (%) | 27,1% | |



| Analistas |
|---|
| Samuel Alves Brasil – Banco BTG Pactual S.A. |
| Maria Resende Brasil – Banco BTG Pactual S.A. |
| Marcel Zambello Brasil – Banco BTG Pactual S.A. |

Avanço do negócio hospitalar está se materializando

O resultado do 2T mostrou sinais encorajadores de recuperação no negócio hospitalar, com maior utilização de leitos operacionais, crescimento sólido de receita e EBITDA, melhoria no ciclo de recebíveis e aumento do ticket médio. Acreditamos que esses resultados reduzem o risco da tese de investimento, especialmente após preocupações recentes dos investidores. O momento deve continuar no segundo semestre, com margens crescendo a/a à medida que a capacidade aumenta. Para 2025, projetamos aumento de 12% no EBITDA ajustado do negócio hospitalar, distribuído em +3% a/a no primeiro semestre e +22% a/a no segundo semestre, o que significa que agora esperamos ganho de margem a/a no segundo semestre. Em termos de capacidade operacional, estimamos expansão de pouco mais de 700 leitos no final do período. No segmento de seguros, a companhia mantém posição confortável, tendo melhorado sua sinistralidade em mais de 600 pontos-base desde o fim da pandemia de COVID-19. A SulAmérica segue crescendo em ritmo forte, expandindo sua base de beneficiários em 4,5% no acumulado do ano, após aumento de 5,5% no ano anterior. Vemos espaço para expansão adicional. Para o segundo semestre de 2025, projetamos adição de 120 mil vidas à carteira de saúde, seguida por mais 3,5% de crescimento em 2026. Como resultado, esperamos que a receita da SulAmérica cresça em ritmo de dois dígitos baixos nos próximos três anos.

Consistência em gráfico; quatro catalisadores para a ação

Olhando para a evolução de nossas projeções de EBITDA e lucro líquido (ver gráficos 3 e 4), podemos afirmar que a curva fala por si, mostrando que a RDOR é uma história consistente de crescimento de lucros. Identificamos quatro potenciais catalisadores positivos: (i) melhores dinâmicas no negócio hospitalar (já se materializando, com potencial de aceleração no segundo semestre); (ii) queda nos juros (a RDOR é um ativo intensivo em capital e de *long duration*); (iii) melhorias adicionais na unidade de seguros; e (iv) ambiente mais favorável para M&A (refletido por notícias recentes sobre possível combinação com a Fleury). À medida que esses fatores se materializarem, a ação deve expandir o múltiplo, com potencial para novas revisões positivas de lucros. No nosso preço-alvo, a RDOR poderia ser negociada a cerca de 20x lucro futuro, em linha com outras empresas domésticas de alta qualidade na América Latina que também são *compounders*.

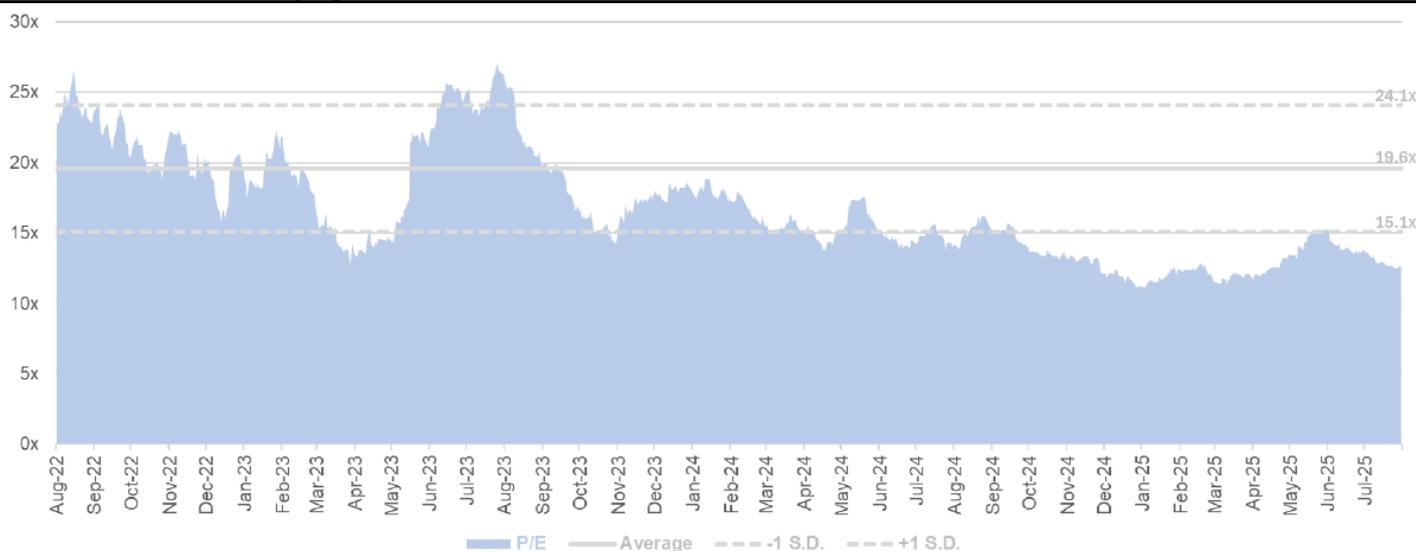
Nossa melhor ideia de investimento; RDOR segue como Top Pick

Na nossa visão, a RDOR alcançou um estágio estável e equilibrado, gerando caixa, expandindo organicamente, bem-posicionada junto ao Bradesco para acelerar projetos de expansão, pagando dividendos, recomprando ações e melhorando de forma consistente tanto as margens hospitalares quanto a sinistralidade. Considerando a recente alta (RDOR3 +12% em agosto) e após a revisão positiva de lucros, vemos a ação negociando a ~14x P/L 2026, com espaço para expansão de múltiplos dado o aumento da visibilidade de crescimento no negócio hospitalar. De fato, a RDOR ainda negocia mais de um desvio padrão abaixo de sua média histórica (período 2022–25) — ver gráfico 1. Assim, o nome permanece como nossa Top Pick no setor de saúde.

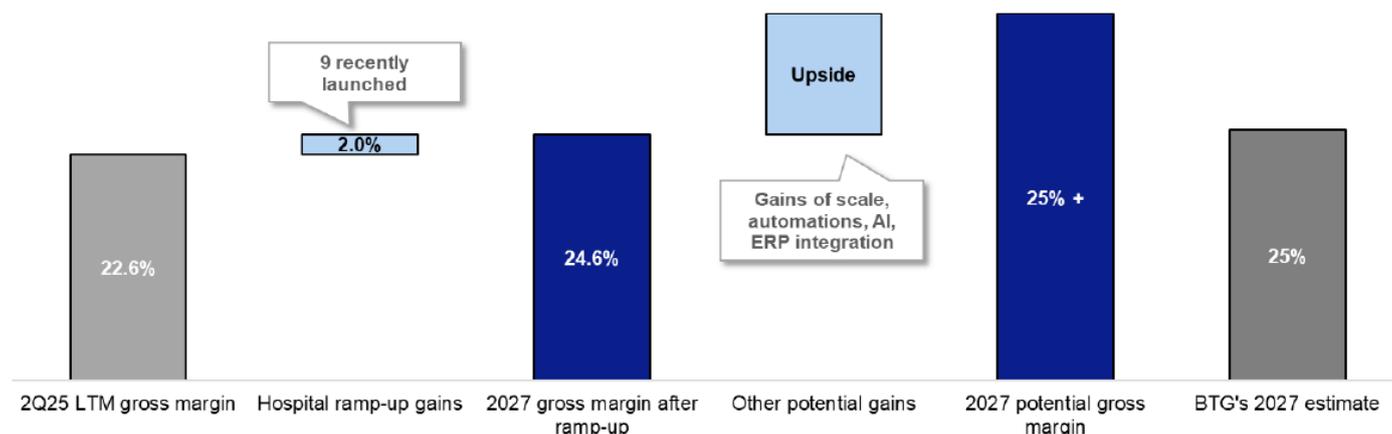
Tabela 1: Estimativas BTG – Novas vs. Anteriores

| R\$mnn | New Estimates | | | Old Estimates | | | New vs. Old | | |
|-------------------------------------|---------------|--------|--------|---------------|--------|--------|-------------|--------|---------|
| | 2025E | 2026E | 2027E | 2025E | 2026E | 2027E | 2025E | 2026E | 2027E |
| Rede D'Or | | | | | | | | | |
| Net Revenues | 64,636 | 72,264 | 79,740 | 63,930 | 70,969 | 78,690 | 1.1% | 1.8% | 1.3% |
| y/y growth | 11.8% | 11.8% | 10.3% | 10.6% | 11.0% | 10.9% | 1.2p.p | 0.8p.p | -0.5p.p |
| EBITDA | 10,128 | 11,894 | 13,682 | 9,849 | 11,655 | 13,441 | 2.8% | 2.0% | 1.8% |
| EBITDA Margin | 15.7% | 16.5% | 17.2% | 15.4% | 16.4% | 17.1% | 0.3p.p | 0.0p.p | 0.1p.p |
| Adj. EBITDA | 11,562 | 13,524 | 15,462 | 11,395 | 13,266 | 15,203 | 1.5% | 1.9% | 1.7% |
| Adj. EBITDA Margin | 17.9% | 18.7% | 19.4% | 17.8% | 18.7% | 19.3% | 0.1p.p | 0.0p.p | 0.1p.p |
| Adj. Net Income (ex-minorities BTG) | 4,555 | 5,842 | 6,910 | 4,318 | 5,583 | 6,647 | 5.5% | 4.6% | 4.0% |
| Net Margin | 7.0% | 8.1% | 8.7% | 6.8% | 7.9% | 8.4% | 0.3p.p | 0.2p.p | 0.2p.p |

Fonte: Empresa e BTG Pactual

Gráfico 1: Rede D'Or – P/L projetado do consenso


Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Gráfico 2: Rede D'Or – Potencial de expansão da margem bruta hospitalar


Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Gráfico 3: Projeções de EBITDA ajustado BTGe para RDOR (R\$ milhões)


Fontes: Empresas e BTG Pactual

Gráfico 4: Projeções de lucro líquido BTGe para RDOR (R\$ milhões)


Fontes: Empresas e BTG Pactual

Rede D'Or: Teleconferência do 2T

Tom positivo sobre eficiência e expansão de margens

Após os resultados do 2T acima do esperado, a Rede D'Or realizou sua teleconferência de resultados reforçando um tom otimista, especialmente sobre ganhos de eficiência e expansão da margem operacional. Apesar das melhorias operacionais já entregues, a administração destacou que muitos hospitais ainda têm espaço para avanços e reiterou perspectivas saudáveis de crescimento para os segmentos hospitalar e de seguros.

Principais destaques do call:

- **Migração para ERP:** 26 hospitais ainda operam com sistemas tradicionais. A companhia espera migrar todos para a nova plataforma de ERP a um ritmo de um por mês, o que implica um prazo de dois anos para a integração completa, com ganhos relevantes de eficiência.
- **Iniciativas de produtividade e IA:** A administração vê amplo espaço para robotização e automação no ciclo de receita, além de ganhos adicionais de produtividade com o uso de inteligência artificial nos segmentos hospitalar e de seguros.
- **Hospitais em avanço:** Nove hospitais ainda estão em fase de avanço, incluindo lançamentos recentes. A expectativa é que alcancem margens-alvo em cerca de dois anos, podendo contribuir com até 2 p.p. para a margem bruta consolidada quando maduros.
- **Crescimento do ticket hospitalar:** O forte aumento t/t no ticket médio hospitalar no 2T foi impulsionado por (i) menor exposição a hospitais menores, (ii) maior complexidade dos procedimentos e (iii) melhoria no mix de hospitais.
- **Melhora da sinistralidade da SulAmérica:** A administração atribuiu a redução recente da sinistralidade a uma "estratégia 50/50". Metade dos ganhos veio de iniciativas de redução de sinistros — como migração de

fee-for-service para pacotes, melhoria na compra de medicamentos e combate a fraudes. A outra metade decorreu da reconfiguração do portfólio — Reajustes de preços, introdução de coparticipação, retirada de reembolso em exames/terapias e expansão regional.

• **Penetração da coparticipação:**

* 80% da carteira corporativa já possui coparticipação.

* 90% das novas adesões corporativas brutas são de planos com coparticipação.

* No PME, 40% da carteira adota coparticipação.

* No coletivo por adesão, 100% da carteira é baseada em coparticipação.

• **Alocação de capital / alavancagem:** A administração afirmou que, embora a companhia já tenha operado com alavancagem acima de 4x, não prevê retornar a esse nível. Ainda assim, dependendo da oportunidade, aceitaria elevar até 2,5x.

• **Leitos operacionais:** A companhia espera expansão adicional de leitos operacionais em 2025, apoiada por novas inaugurações e pela maturação dos hospitais em avanço.

• **Ambição de crescimento de longo prazo da SulAmérica:** Embora sem números específicos, a administração reiterou alta ambição, com o objetivo de sustentar a trajetória atual, equilibrando expansão saudável e sustentável ao longo do tempo.

Informações Importantes

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

Certificado do Analista

Cada analista de pesquisa responsável pelo conteúdo deste relatório de pesquisa de investimento, no todo ou em parte, certifica que:

(i) Nos termos do Artigo 21º, da Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021, todas as opiniões expressas refletem com precisão suas opiniões pessoais sobre esses valores mobiliários ou emissores, e tais recomendações foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação ao Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas, conforme o caso;

(ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas contidas aqui ou vinculadas ao preço de qualquer um dos valores mobiliários aqui discutidos.

Parte da remuneração do analista provém dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas decorrentes de transações detidas pelo Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas. Quando aplicável, o analista responsável por este relatório, certificado de acordo com a regulamentação brasileira, será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

Disclaimer Global

Este relatório foi preparado pelo Banco BTG Pactual S.A. ("BTG Pactual S.A.") para distribuição apenas sob as circunstâncias permitidas pela lei aplicável. Este relatório não é direcionado a você se o BTG Pactual estiver proibido ou restrito por qualquer legislação ou regulamentação em qualquer jurisdição de disponibilizá-lo a você. Antes de lê-lo, você deve se certificar de que o BTG Pactual tem permissão para fornecer material de pesquisa sobre investimentos a você de acordo com a legislação e os regulamentos relevantes. Nada neste relatório constitui uma representação de que qualquer estratégia de investimento ou recomendação aqui contida é adequada ou apropriada às circunstâncias individuais de um destinatário ou, de outra forma, constitui uma recomendação pessoal. É publicado apenas para fins informativos, não constitui um anúncio e não deve ser interpretado como uma solicitação, oferta, convite ou incentivo para comprar ou vender quaisquer valores mobiliários ou instrumentos financeiros relacionados em qualquer jurisdição.

Os preços neste relatório são considerados confiáveis na data em que este relatório foi emitido e são derivados de um ou mais dos seguintes:

- (i) fontes conforme expressamente especificadas ao lado dos dados relevantes;
- (ii) o preço cotado no principal mercado regulamentado para o valor mobiliário em questão;
- (iii) outras fontes públicas consideradas confiáveis;
- (iv) dados proprietários do BTG Pactual ou dados disponíveis ao BTG Pactual.

Todas as outras informações aqui contidas são consideradas confiáveis na data em que este relatório foi emitido e foram obtidas de fontes públicas consideradas confiáveis. Nenhuma representação ou garantia, expressa ou implícita, é fornecida em relação à precisão, integridade ou confiabilidade das informações aqui contidas, exceto com relação às informações relativas ao Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas, nem pretendem ser uma declaração completa ou um resumo dos valores mobiliários, mercados ou desenvolvimentos referidos no relatório.

Em todos os casos, os investidores devem conduzir sua própria investigação e análise de tais informações antes de tomar ou deixar de tomar qualquer ação em relação aos valores mobiliários ou mercados analisados neste relatório. O BTG Pactual não assume que os investidores obterão lucros, nem compartilhará com os investidores quaisquer lucros de investimentos nem aceitará qualquer responsabilidade por quaisquer perdas de investimentos. Os investimentos envolvem riscos e os investidores devem exercer prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual não aceita obrigações fiduciárias para com os destinatários deste relatório e, ao comunicá-lo, não está agindo na qualidade de fiduciário. O relatório não deve ser considerado pelos destinatários como um substituto para o exercício de seu próprio julgamento. As opiniões, estimativas e projeções aqui expressas constituem o julgamento atual do analista responsável pelo conteúdo deste relatório na data em que o relatório foi emitido e, portanto, estão sujeitas a alterações sem aviso prévio e podem divergir ou ser contrárias às opiniões expressas por outras áreas de negócios ou grupos do BTG Pactual em decorrência da utilização de diferentes premissas e critérios. Como as opiniões pessoais dos analistas podem diferir umas das outras, o Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas podem ter emitido ou emitir relatórios inconsistentes e/ou chegar a conclusões diferentes das informações aqui apresentadas. Quaisquer opiniões, estimativas e projeções não devem ser interpretadas como uma representação de que os assuntos ali referidos ocorrerão.

Os preços e a disponibilidade dos instrumentos financeiros são apenas indicativos e estão sujeitos a alterações sem aviso prévio. A pesquisa iniciará, atualizará e encerrará a cobertura exclusivamente a critério da Gerência de Pesquisa do Banco de Investimentos do BTG Pactual. A análise contida neste documento é baseada em numerosas suposições. Suposições diferentes podem resultar em resultados substancialmente diferentes. O(s) analista(s) responsável(is) pela elaboração deste relatório pode(m) interagir com o pessoal da mesa de operações, pessoal de vendas e outros públicos com a finalidade de coletar, sintetizar e interpretar informações de mercado. O BTG Pactual não tem obrigação de atualizar ou manter atualizadas as informações aqui contidas, exceto quando encerrar a cobertura das empresas abordadas no relatório. O BTG Pactual conta com barreiras de informação para controlar o fluxo de informações contidas em uma ou mais áreas dentro do BTG Pactual, para outras áreas, unidades, grupos ou afiliadas do BTG Pactual.

A remuneração do analista que preparou este relatório é determinada pela gerência de pesquisa e pela alta administração (não incluindo banco de investimento). A remuneração dos analistas não se baseia nas receitas de banco de investimento, no entanto, a remuneração pode estar relacionada às receitas do BTG Pactual Investment Bank como um todo, do qual fazem parte os bancos de investimento, vendas e negociação.

Os valores mobiliários aqui descritos podem não ser elegíveis para venda em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Opções, produtos derivativos e futuros não são adequados para todos os investidores, e a negociação desses instrumentos é considerada arriscada. Títulos garantidos por hipotecas e ativos podem envolver um alto grau de risco e podem ser altamente voláteis em resposta a flutuações nas taxas de juros e outras condições de mercado. O desempenho passado não é necessariamente indicativo de resultados futuros. Se um instrumento financeiro for denominado em uma moeda diferente da moeda de um investidor, uma alteração nas taxas de câmbio pode afetar adversamente o valor ou preço ou a receita derivada de qualquer título ou instrumento relacionado mencionado neste relatório, e o leitor deste relatório assume qualquer risco cambial.

Este relatório não leva em consideração os objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades particulares de qualquer investidor em particular. Os investidores devem obter aconselhamento financeiro independente com base em suas próprias circunstâncias particulares antes de tomar uma decisão de investimento com base nas informações aqui contidas. Para aconselhamento sobre investimentos, execução de negócios ou outras questões, os clientes devem entrar em contato com seu representante de vendas local. Nem o BTG Pactual nem qualquer de suas afiliadas, nem qualquer um de seus respectivos diretores, funcionários ou agentes aceitam qualquer responsabilidade por qualquer perda ou dano decorrente do uso de todo ou parte deste relatório.

Quaisquer preços declarados neste relatório são apenas para fins informativos e não representam avaliações de títulos individuais ou outros instrumentos. Não há representação de que qualquer transação possa ou não ter sido afetada a esses preços e quaisquer preços não refletem necessariamente os livros e registros internos do BTG Pactual ou avaliações baseadas em modelos teóricos e podem ser baseados em certas suposições. Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído a qualquer outra pessoa, no todo ou em parte, para qualquer finalidade, sem o consentimento prévio por escrito do BTG Pactual e o BTG Pactual não aceita qualquer responsabilidade pelas ações de terceiros a esse respeito. Informações adicionais relacionadas aos instrumentos financeiros discutidos neste relatório estão disponíveis mediante solicitação. O BTG Pactual e suas afiliadas mantêm acordos para administrar conflitos de interesse que possam surgir entre eles e seus respectivos clientes e entre seus diferentes clientes. O BTG Pactual e suas afiliadas estão envolvidos em uma gama completa de serviços financeiros e relacionados, incluindo serviços bancários, bancos de investimento e prestação de serviços de investimento. Dessa forma, qualquer membro do BTG Pactual ou de suas afiliadas pode ter interesse relevante ou conflito de interesses em quaisquer serviços prestados a clientes pelo BTG Pactual ou por tal afiliada. As áreas de negócios dentro do BTG Pactual e entre suas afiliadas operam independentemente umas das outras e restringem o acesso do(s) indivíduo(s) específico(s) responsável(is) por lidar com os assuntos do cliente a determinadas áreas de informações quando isso é necessário para administrar conflitos de interesse ou interesses materiais.

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