

Rede D'Or (RDOR3)

Introduzindo o Preço-Alvo (2027E) de R\$ 48,00;

Reiterando nossa Recomendação de "Compra" (*Top Pick*)

Compra

Preço Atual: R\$ 35,56

Preço-Alvo: R\$ 48,00

Caio Moscardini

Ezyo Lima

Resumo: A Rede D'Or segue como nossa principal recomendação (*Top Pick*) no setor de Saúde, sustentada por sua plataforma resiliente e integrada, execução de excelência e expectativa de CAGR de lucro por ação (LPA) de 17% nos próximos cinco anos. Reiteramos nossa recomendação de "Compra" e introduzimos o preço-alvo 2027E de R\$ 48,00 vs. R\$ 50,50 em 2026E. A redução do preço-alvo é explicada integralmente pelo maior custo de capital, refletindo a recente deterioração do ambiente macroeconômico brasileiro. Nos níveis atuais, vemos RDOR3 negociando a 12,9x P/L ajustado para 2027E, o que, em nossa visão, representa um ponto de entrada atrativo. O principal vetor positivo adicional, em nossa opinião, é a SulAmérica, cuja rentabilidade ainda parece subestimada pelo mercado. Elevamos nossas estimativas para refletir uma perspectiva mais favorável para o índice de sinistralidade e uma trajetória mais sustentável para a margem EBITDA do segmento de seguros, sustentada por mudanças estruturais no mix de beneficiários, no portfólio de produtos e na penetração da coparticipação. De forma geral, acreditamos que a SulAmérica deve continuar surpreendendo positivamente o mercado, especialmente com a contínua melhora do índice de sinistralidade, enquanto o segmento hospitalar da Rede D'Or permanece como uma sólida plataforma de crescimento de longo prazo.

Alterações em nossas estimativas e comparação com o consenso. Em nossos números consolidados, elevamos ligeiramente as estimativas de margem EBITDA e lucro líquido. Essas revisões foram impulsionadas principalmente pelo segmento de seguros, para o qual passamos a assumir uma margem EBITDA mais elevada para a SulAmérica, diante de melhorias adicionais no índice de sinistralidade em 2026 e de uma evolução gradual adicional no longo prazo. No segmento hospitalar, não houve mudanças relevantes, mas ajustamos a margem EBITDA para refletir custos médicos e de medicamentos mais elevados. De modo geral, nossas estimativas estão aproximadamente em linha com o consenso para 2026 e 2027.

Valuation e Recomendação. Reiteramos nossa recomendação de "Compra" para RDOR3 e introduzimos o preço-alvo 2027E de R\$ 48,00 vs. R\$ 50,50 em 2026E. Em nosso preço-alvo, RDOR3 seria negociada a um EV/EBITDA 2027E de 10,1x e a um P/L ajustado 2027E de 17,4x, ante os atuais 8,0x EV/EBITDA e 12,9x P/L ajustado.

ÍNDICE

Resumo/Introdução

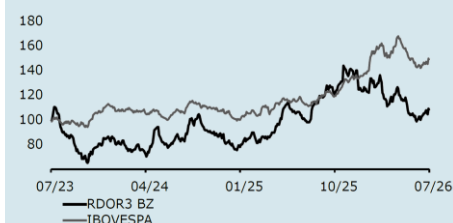
Principais dados da empresa

Mudanças em nossas estimativas

Valuation

Riscos

Desempenho Relativo (R\$)



Fonte: FactSet.

Rede D'Or

Principais dados da empresa

R\$ mn

2025A 2026E 2027E 2028E

P&L Account

Revenues	56,479	61,444	66,817	73,653
EBITDA	10,447	12,084	13,141	14,730
EBITDA YoY Change (%)	23.2	15.7	8.7	12.1
EBITDA as % of Revenue	18.5	19.7	19.7	20.0
EBIT	8,262	9,828	10,835	12,460
Net Financial Result	(2,245)	(2,616)	(2,480)	(1,966)
Associates	41	103	151	162
Taxes	(1,189)	(1,691)	(1,979)	(2,590)
Minorities	155	245	301	473
Net Profit	4,828	5,520	6,375	7,904
Adj Net Profit	4,298	5,075	6,075	7,432
YoY Change (%)	17.7	18.1	19.7	22.3
as % of Revenues	7.6	8.3	9.1	10.1

Cash Flow

EBITDA	10,447	12,084	13,141	14,730
Lease Payments	(805)	(794)	(837)	(877)
Changes in Wkg. Capital	(2,959)	(1,716)	(1,393)	(1,696)
Capital Expenditures	(2,525)	(1,855)	(2,093)	(1,536)
Cash Financials	(7,229)	(8,048)	(10,600)	(11,002)
Cash Taxes	(1,189)	(1,691)	(1,979)	(2,590)
Other Cash Items	8,144	8,567	6,072	5,109
Free Cash Flow to Equity	3,884	6,547	2,310	2,138
Other Invest./Divest.)	977	2,646	4,000	4,000
Dividends	(6,562)	(5,483)	(3,634)	(5,067)
Capital Increases/Other	(1,165)	(739)	0	0
Change in Net Fin. Debt	2,436	373	(1,950)	(2,229)

Balance Sheet

Cash and Equivalents	40,560	40,533	39,209	36,280
Current Assets	15,145	16,301	17,685	19,230
Goodwill	13,457	13,380	13,380	13,380
Non-Curr Assets (ex g'will)	41,639	44,687	45,422	45,768
Total Assets	110,801	114,901	115,696	114,659
Current Liabilities	21,251	19,506	19,972	20,291
Non-Current Liabilities	68,178	71,340	68,927	64,733
Minorities	2,269	2,566	2,566	2,566
Shareholders' Equity	19,102	21,489	24,231	27,068
Total Liabilities & Equity	110,801	114,901	115,696	114,659
Net Financial Debt	13,858	14,231	12,281	10,052

Other Ratios

Dividend Payout (%)	174.0	28.8	30.0	40.0
ROCE (%)	14.9	16.3	17.0	18.8
EV/EBIT (x)	12.2	10.4	9.2	7.9
FCFF Yield (%)	3.3	5.5	6.6	8.0
P/BV (x)	4.1	3.6	3.2	2.9
Adjusted EBITDA	10,082.0	11,835.5	13,140.7	14,730.1
Adjusted EBITDA margin (%)	17.9	19.3	19.7	20.0

Fontes: Dados da Empresa e Estimativas Santander.

Mudanças em nossas Estimativas e Santander vs. Consenso

Estamos elevando ligeiramente nossas estimativas de curto e longo prazo. Nossas projeções atualizadas refletem: (i) cenário macroeconômico atualizado, com inflação e taxas de juros mais elevadas; e (ii) as conclusões apresentadas em nosso relatório temático sobre o setor de seguros.

- **Receita líquida:** redução de 1% em 2027 e 2028.
- **Margem EBITDA ajustada:** aumento de 20 bps em 2026 e de 50 bps em 2027 e 2028, impulsionado pela SulAmérica.
- **Lucro líquido ajustado, excluindo minoritários:** aumento de 3% em 2026 e 2027 e de 4% em 2028.

Nossas estimativas estão, de modo geral, em linha com o consenso. Somos mais conservadores do que o mercado em relação ao crescimento da receita nos próximos anos. Do lado das margens, a principal diferença está em nossa projeção de margem EBITDA para 2027, ligeiramente acima do consenso, o que pode ser explicado por nossa expectativa de relativa estabilidade da margem EBITDA da SulAmérica. Em relação ao lucro líquido, nossas estimativas estão aproximadamente em linha com o consenso, uma vez que nossa alíquota efetiva de imposto parece ser mais elevada do que a considerada pelo mercado.

Figura 1 – Alterações em nossas Estimativas e Santander vs. Consenso

Changes to our estimates					Santander vs. Consensus				
R\$ million		2026E	2027E	2028E	R\$ million		2026E	2027E	2028E
Net Revenues (W/ Eliminations)	New	61,444	66,817	73,653	Net Revenues (W/ Eliminations)	Santander	61,444	66,817	73,653
	Old	61,326	67,162	74,135		Consensus	62,691	70,660	77,301
	Change	0%	-1%	-1%		Vs. consensus	-2%	-5%	-5%
Adj. EBITDA (SAN)	New	11,836	13,141	14,730	EBITDA	Santander	11,836	13,141	14,730
	Old	11,696	12,883	14,441		Consensus	12,159	13,641	15,439
	Change	1%	2%	2%		Vs. consensus	-3%	-4%	-5%
EBITDA margin Consolidated	New	19.3%	19.7%	20.0%	EBITDA margin	Santander	19.3%	19.7%	20.0%
	Old	19.1%	19.2%	19.5%		Consensus	19.4%	19.3%	20.0%
	Change	0.2%	0.5%	0.5%		Vs. consensus	-0.1%	0.4%	0.0%
Net income (ex-minorities)	New	5,276	6,075	7,432	Net income (ex-minorities)	Santander	5,276	6,075	7,432
	Old	5,152	5,910	7,170		Consensus	5,473	6,535	7,607
	Change	2%	3%	4%		Vs. consensus	-4%	-7%	-2%
Adj. Net income (ex-minorities)	New	5,075	6,075	7,432	Adj. Net income (ex-minorities)	Santander	5,075	6,075	7,432
	Old	4,951	5,910	7,170		Consensus	4,968	6,135	7,288
	Change	3%	3%	4%		Vs. consensus	2%	-1%	2%

Fontes: Bloomberg e Estimativas Santander e Relatórios da Companhia.

No segmento hospitalar, realizamos pequenos ajustes para baixo em nossas estimativas.

- **Receita líquida:** o leve aumento nas projeções de médio e longo prazo (+1%) é explicado por tíquetes médios ligeiramente mais elevados nos segmentos hospitalar e de oncologia.
- **Margem EBITDA ajustada:** a pequena redução nas margens (-20 bps) reflete custos mais elevados com materiais e medicamentos, uma vez que acreditamos que a companhia continuará aumentando a exposição a procedimentos cirúrgicos.

No segmento de seguros, ajustamos as projeções de crescimento da receita e elevamos nossas estimativas de margem.

- **Receita líquida:** passamos a projetar uma queda mais acentuada no tíquete médio em 2027 e uma recuperação mais moderada em 2028, pois acreditamos que a companhia ainda possui espaço para ampliar sua base de beneficiários em planos com coparticipação, que normalmente apresentam tíquetes médios mais baixos. Além disso, a competição deve permanecer acirrada, diante da elevada rentabilidade do setor, ao menos entre as grandes seguradoras.
- **Margem EBITDA ajustada:** após uma análise aprofundada do portfólio de produtos da SulAmérica e da evolução do índice de sinistralidade, reduzimos nossa projeção para a sinistralidade no curto prazo e passamos a incorporar uma melhora gradual no longo prazo (em comparação com nossa estimativa anterior, que contemplava uma deterioração em 2027, seguida de recuperação gradual ao longo do tempo).

Valuation e Recomendação

Reiteramos nossa recomendação de “Compra” para RDOR3 e introduzimos nosso preço-alvo 2027E de R\$ 48,00, substituindo o preço-alvo de R\$ 50,50 para o fim de 2026. Nosso preço-alvo é baseado em uma análise de fluxo de caixa descontado para a firma (FCFF), utilizando um WACC médio de 14,3% (vs. 13,0% anteriormente), custo de capital próprio (Ke) de 16,2% (vs. 14,7% anteriormente) e crescimento nominal na perpetuidade de 6% (em reais). Embora tenhamos elevado ligeiramente nossas estimativas consolidadas e atualizado nosso preço-alvo para 2027, o aumento do custo de capital mais do que compensou esses dois fatores, resultando na redução do nosso preço-alvo.

Figura 2 – RDOR: DCF

FCFF R\$ million	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	Perp.
Adj. EBITDA (SANE)	11,836	13,141	14,730	16,298	18,053	20,033	22,124	24,327	26,567	28,634	30,868	
D&A	-2,256	-2,306	-2,270	-2,220	-2,169	-2,070	-2,147	-2,237	-2,286	-2,345	-2,419	
EBIT	9,579	10,835	12,460	14,078	15,884	17,963	19,977	22,089	24,281	26,289	28,450	
(-) Lease rent (IFRS16)	-794	-837	-877	-912	-949	-987	-1,026	-1,067	-1,110	-1,154	-1,200	
(+) Adjustments	304	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Tax rate (%)	23%	24%	25%	27%	28%	28%	29%	29%	29%	30%	34%	
NOPAT	6,958	7,629	8,724	9,660	10,786	12,146	13,475	14,877	16,338	17,685	17,985	
(+) D&A	2,256	2,306	2,270	2,220	2,169	2,070	2,147	2,237	2,286	2,345	2,419	
D&A (ex-IFRS16)	1,876	1,886	1,808	1,712	1,611	1,459	1,479	1,512	1,501	1,501	1,512	
RoU	381	420	462	508	558	611	668	726	785	844	906	
(+/-) WK change	-1,716	-1,393	-1,696	-1,521	-1,540	-1,408	-1,723	-1,714	-1,614	-1,652	-1,760	
(+/-) Change in Insurance liabilities	909	578	584	591	598	604	611	619	626	633	641	
(+/-) Restricted Assets	-981	-466	-466	-471	-477	-482	-488	-494	-499	-505	-512	
(-) CAPEX	-1,855	-2,093	-1,536	-933	-1,024	-1,121	-1,224	-1,328	-1,434	-1,540	-1,654	
FCFF	5,571	6,560	7,880	9,545	10,512	11,809	12,798	14,197	15,703	16,966	17,119	224,507

Period	[#]	0.0	0.0	1.0	2.0	3.0	4.0	5.0	6.0	7.0	8.0	9.0	9.0
Discount Factor	[x]		1.00x	0.87x	0.77x	0.67x	0.59x	0.51x	0.45x	0.39x	0.35x	0.31x	0.31x
Discounted FCFF	[R\$ mm]		6,560	6,891	7,307	7,046	6,933	6,580	6,393	6,194	5,861	5,230	68,588

Terminal Growth rate	6.0%
----------------------	------

WACC	%	14.9%	14.7%	14.4%	14.3%	14.3%	14.2%	14.2%	14.2%	14.2%	14.2%	14.1%	14.1%
------	---	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

Fontes: Estimativas Santander, consenso Visible Alpha e Relatórios da Companhia.

Múltiplos: Em nosso preço-alvo, RDOR3 seria negociada a um EV/EBITDA 2027E de 10,1x e a um P/L ajustado 2027E (ex-minoritários) de 17,4x, em comparação com os atuais 8,0x EV/EBITDA e 12,9x P/L ajustado (ex-minoritários), considerando o preço de R\$ 35,56 (em 13 de julho de 2026).

Figura 3 – RDOR: Múltiplos

Valuation	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
@ Target											
EV/EBITDA (IFRS16)	11.3x	10.1x	8.9x	8.0x	7.2x	6.6x	6.0x	5.5x	5.5x	4.7x	4.3x
EV (BRLm)	133,511	132,390	131,187	129,784	130,669	131,417	132,303	132,962	133,331	133,622	133,917
Market Cap (BRLm)	105,562	105,562	105,562	105,562	105,562	105,562	105,562	105,562	105,562	105,562	105,562
Net Debt (BRLm)	27,949	26,828	25,625	24,222	25,107	25,855	26,741	27,399	27,769	28,060	28,355
Adj. EBITDA (BRLm)	11,836	13,141	14,730	16,298	18,053	20,033	22,124	24,327	24,327	28,634	30,868
Adj. PE	20.8x	17.4x	14.2x	12.4x	10.9x	9.6x	8.6x	7.8x	7.8x	6.5x	6.0x
Adj. EPS (BRL; ex-minorities)	2.31	2.76	3.38	3.86	4.39	4.98	5.56	6.17	6.17	7.40	8.03
PEG (2y CAGR)	1.0x	1.0x	1.0x	0.9x	0.9x	0.9x	1.6x	0.8x	0.6x		
Adj. PE (ex-goodwill)	20.7x	17.3x	14.1x	12.4x	10.9x	9.6x	8.6x	7.7x	7.7x	6.5x	5.9x
@ Mkt prices											
EV/EBITDA (IFRS16)	9.0x	8.0x	7.0x	6.3x	5.7x	5.2x	4.7x	4.3x	4.4x	3.7x	3.5x
EV (BRLm)	106,153	105,032	103,829	102,426	103,311	104,059	104,945	105,603	105,973	106,264	106,559
Market Cap (BRLm)	78,204	78,204	78,204	78,204	78,204	78,204	78,204	78,204	78,204	78,204	78,204
Net Debt (BRLm)	27,949	26,828	25,625	24,222	25,107	25,855	26,741	27,399	27,769	28,060	28,355
Adj. EBITDA (BRLm)	11,836	13,141	14,730	16,298	18,053	20,033	22,124	24,327	24,327	28,634	30,868
Adj. PE	15.4x	12.9x	10.5x	9.2x	8.1x	7.1x	6.4x	5.8x	5.8x	4.8x	4.4x
Adj. EPS (BRL; ex-minorities)	2.31	2.76	3.38	3.86	4.39	4.98	5.56	6.17	6.17	7.40	8.03
PEG (2y CAGR)	0.7x	0.7x	0.8x	0.7x	0.6x	0.6x	1.2x	0.6x	0.4x		
Adj. PE (ex-goodwill)	15.3x	12.8x	10.5x	9.2x	8.1x	7.1x	6.4x	5.7x	5.7x	4.8x	4.4x

Fontes: Estimativas Santander, consenso Visible Alpha e Relatórios da Companhia.

Riscos

- (i) execução da estratégia de expansão por meio de projetos greenfield e brownfield;
- (ii) execução da estratégia de fusões e aquisições (M&A);
- (iii) pressão sobre preços por parte das operadoras de saúde;
- (iv) mudanças no comportamento dos pacientes;
- (v) aumento da concorrência;
- (vi) margens inferiores ao esperado; e
- (vii) cenário macroeconômico e mudanças na administração.

Comunicado Importante

O presente relatório foi preparado pelo Banco Santander (Brasil) S.A. ("Santander") e destina-se somente para informação de investidores, não constituindo oferta de compra ou de venda de algum título e valor mobiliário contido ou não neste relatório (i.e., os títulos e valores mobiliários mencionados aqui ou do mesmo emissor e/ou suas opções, warrants, ou direitos com respeito aos mesmos ou quaisquer interesses em tais títulos e valores mobiliários).

Este relatório não contém, e não tem o escopo de conter, toda a informação relevante a respeito do assunto ora abordado. Portanto, este relatório não consiste e nem deve ser considerado como uma declaração e/ou garantia quanto à integridade, precisão e/ou veracidade das informações aqui contidas.

Qualquer decisão de compra ou venda de títulos e valores mobiliários deverá ser baseada em informações públicas existentes sobre os referidos títulos e, quando apropriado, deve levar em conta o conteúdo dos correspondentes prospectos arquivados, e a disposição, nas entidades governamentais responsáveis por regular o mercado e a emissão dos respectivos títulos.

As informações contidas neste relatório foram obtidas de fontes consideradas seguras, muito embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis para assegurar que as informações aqui contidas não são incertas ou equivocadas no momento de sua publicação, não garantimos sua exatidão, nem que as mesmas são completas e não recomendamos que se confie nelas como se fossem.

Todas as opiniões, estimativas e projeções que constam no presente relatório traduzem a opinião e análises pessoais dos analistas do Santander, que foram produzidas de forma independente na data de sua emissão, e podem ser modificadas sem prévio aviso, considerando suas premissas relevantes e metodologias adotadas à época de sua emissão, conforme estabelecidas no presente relatório. Os analistas do Santander estão sujeitos às regras previstas no Código de Conduta da APIMEC, bem como à Política de Conduta para atividade de Research estabelecida para o Grupo Santander.

O Santander ou quaisquer de seus diretores ou funcionários poderão adquirir ou manter ativos direta ou indiretamente relacionados à(s) empresa(s) aqui mencionada(s), desde que observadas as regras previstas na Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021 ("Resolução CVM 20").

O Santander não será responsável por perdas diretas ou lucros cessantes que sejam decorrentes do uso do presente relatório.

O presente relatório não poderá ser reproduzido, distribuído ou publicado pelo seu destinatário para qualquer fim.

O atendimento aos clientes poderá ser realizado por colaboradores da Toro CTVM S.A., uma empresa do Grupo Santander.

A fim de atender à exigência regulatória prevista na Resolução CVM 20, segue declaração dos analistas:

Nós, **Caio Silvestre Moscardini** e **Eyzo Kuroki de Lima**, analistas de valores mobiliários credenciados nos termos da Resolução CVM 20, de 25 de fevereiro de 2021, subscritores e responsáveis por este relatório, o qual é distribuído pelo Santander, com relação ao conteúdo objeto do presente relatório, declaramos que as recomendações refletem única e exclusivamente a nossa opinião pessoal, e foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação à instituição a qual estamos vinculados, nos termos da Resolução CVM 20. Adicionalmente, declaramos o que segue:

- (i) O presente relatório teve por base informações baseadas em fontes públicas e independentes, conforme fontes indicadas ao longo do documento;
- (ii) As análises contidas neste documento apresentam riscos de investimento, não são asseguradas pelos fatos, aqui contidos ou obtidos de forma independente pelo investidor, e nem contam com qualquer tipo de garantia ou segurança do analista, do Santander ou de quaisquer das suas controladas, controladores ou sociedades sob controle comum;
- (iii) O presente relatório não contém, e não tem o escopo de conter, todas as informações substanciais com relação ao setor objeto de análise no âmbito do presente relatório.

O Banco Santander (Brasil) S.A, suas controladas, seus controladores ou sociedades sob controle comum, declaram, nos termos da Resolução CVM 20, que:

- Têm interesse financeiro e comercial relevante em relação ao setor, à companhia ou aos valores mobiliários objeto desse relatório de análise.
- Recebem remuneração por serviços prestados para o emissor objeto do presente relatório ou pessoas a ele ligadas.
- Estão envolvidas na aquisição, alienação ou intermediação do(s) valor(es) mobiliário(s) objeto do presente relatório de análise.
- Podem ter (a) coordenado ou coparticipado da colocação de uma oferta pública dos títulos de companhia(s) citada(s) no presente relatório nos últimos 12 meses; (b) ter recebido compensações de companhia(s) citada(s) no presente relatório por serviços de bancos de investimento prestados nos últimos 12 meses; (c) espera receber ou pretende obter compensações de companhia(s) citada(s) no presente relatório por serviços de banco de investimento prestados nos próximos 3 meses.
- Prestaram, prestam ou poderão prestar serviços financeiros, relacionados ao mercado de capitais, ou de outro tipo, ou realizar operações típicas de banco de investimento, de banco comercial ou de outro tipo a qualquer empresa citada neste relatório.

O conteúdo deste relatório é destinado exclusivamente à(s) pessoa(s) e/ou organizações devidamente identificadas, podendo conter informações confidenciais, as quais não podem, sob qualquer forma ou pretexto, ser utilizadas, divulgadas, alteradas, impressas ou copiadas, total ou parcialmente, por pessoas não autorizadas pelo Santander.

Este relatório foi preparado pelos analistas responsáveis do Santander, não podendo ser, no todo ou em parte, copiado, fotocopiado, reproduzido ou distribuído a qualquer pessoa além daquelas a quem este se destina. Ainda, a informação contida neste relatório está sujeita a alteração sem prévio aviso.

As informações apresentadas podem não ser adequadas para todos os perfis de *suitability*. Os potenciais investidores devem buscar aconselhamento financeiro profissional sobre a adequação do investimento em valores mobiliários, outros investimentos ou estratégias de investimentos aqui discutidos, e devem entender que declarações sobre perspectivas futuras podem não se concretizar. Os potenciais investidores devem notar que os rendimentos de valores mobiliários ou de outros investimentos, se houver, referidos neste relatório podem flutuar e que o preço ou o valor desses títulos e investimentos pode subir ou cair. Assim, potenciais investidores podem não receber a totalidade do valor investido. O desempenho passado não é necessariamente um guia para o desempenho futuro.

Eventuais projeções, bem como todas as estimativas a elas relacionadas, contidas no presente relatório, são apenas opiniões pessoais do analista, elaboradas de forma independente e autônoma, não se constituindo compromisso por obtenção de resultados ou recomendações de investimentos em títulos e valores mobiliários ou setores descritos neste relatório.