

Francisco LoboAnalista de Crédito | Santander Credit Research
francisco.lobos@santander.com.br

Em poucas linhas: os preços unitários dos ativos de crédito privado da Oncoclínicas em circulação estão sendo negociados com deságio significativo no mercado secundário, o que resulta em marcação a mercado negativa para os detentores dos ativos. A situação pode ser explicada pela atual situação operacional e financeira da companhia, refletida na alavancagem de 4,2x no 2T25 e na baixa liquidez. O cenário levou a Fitch Ratings a rebaixar o *rating* da empresa para BBB(bra) e a colocá-la em Observação Negativa, citando risco de descumprimento de *covenants* e necessidade de capitalização. A proposta de aumento de capital entre R\$ 1 bilhão e R\$ 2 bilhões, aprovada em outubro, busca recompor o balanço e sustentar a execução da nova estratégia operacional – que, se bem-sucedida, pode representar um ponto de inflexão na trajetória financeira da companhia.

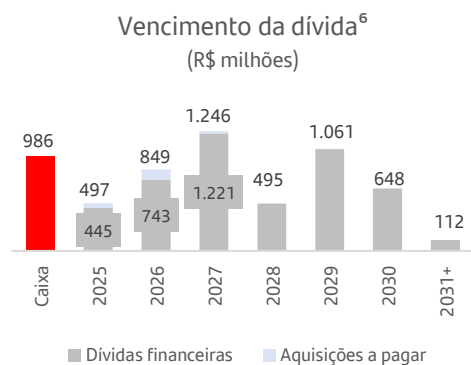
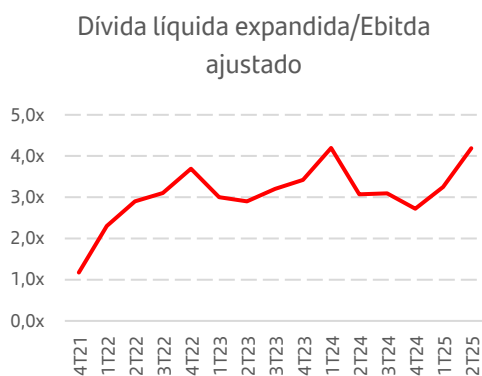
- Em maio de 2024, a Oncoclínicas realizou um aumento de capital de R\$ 1,5 bilhão¹, quando a alavancagem (Dívida Líquida/Ebitda) havia atingido 4,2x em função da expansão acelerada via aquisições, da piora na dinâmica de capital de giro e do início de problemas com a Unimed Rio, responsável por mais de 10% das receitas do grupo. Após a capitalização, o mercado reagiu com desconfiança à criação de uma *joint venture* para tratamentos oncológicos na Arábia Saudita², enquanto circularam rumores de que parte dos recursos aportados teria sido aplicada em CDBs de alto risco. A alavancagem permaneceu estável no restante do ano.
- Em março de 2025, o Goldman Sachs vendeu³ a maior parte de sua participação acionária na companhia (equivalente a 15,8% do capital social total) para a gestora de *private equity* Centaurus Capital, que elevou sua fatia de 16,0% para 31,8%. Após a transação, o Goldman manteve uma participação residual de 5,0%.
- Os resultados do 1T25⁴, divulgados em maio de 2025, mostraram queda de receitas e compressão de margens, reflexo de uma estratégia comercial mais conservadora e da frustração de retornos de investimentos. O cenário se agravou no 2T25⁵, cujos resultados foram divulgados em agosto, quando a alavancagem foi de 4,2x. Naquele trimestre, a queima de caixa operacional e de investimentos somou R\$ 277 milhões, ou R\$ 618 milhões ao se incluir o pagamento de juros de dívidas. No mesmo mês, os ativos de crédito privado da companhia chegaram a recuar cerca de 20% no mercado secundário.
- Em 16 de setembro, a empresa comunicou via Fato Relevante⁶ a proposta de um novo aumento de capital, entre R\$ 1 bilhão e R\$ 2 bilhões, possibilidade já mencionada desde a divulgação dos resultados do 2T25. A proposta foi aprovada em Assembleia Geral Extraordinária realizada em 8 de outubro⁷. Os saldos atualizados de empréstimos, financiamentos e debêntures (com juros e correção monetária até a data da integralização) poderão ser utilizados para subscrição das novas ações. Paralelamente, a Oncoclínicas anunciou desinvestimentos em grandes projetos, com o objetivo de concentrar sua atuação em clínicas oncológicas e parcerias hospitalares, além de reduzir o número de unidades para elevar a eficiência operacional. Destaca-se também a interrupção do contrato com a Unimed FERJ (antiga Unimed Rio) a partir de agosto, o que enxergamos como positiva dada a baixa previsibilidade dos pagamentos de repasses.
- Cabe lembrar que, em 5 de setembro, a Fitch Ratings⁸ rebaixou os ratings da Oncoclínicas de AA-(bra) para BBB(bra) e os colocou em Observação Negativa, citando forte pressão sobre os perfis operacional e financeiro da companhia. O rebaixamento refletiu, segundo a agência, a queda de receitas, compressão de margens e consumo de caixa elevado no primeiro semestre do ano, que elevaram a alavancagem e aumentaram o risco de descumprimento de *covenants* e de necessidade de refinanciamento. A Fitch também destacou a incerteza quanto à execução e ao sucesso das iniciativas de integração e sinergias das aquisições recentes. Por fim, sinalizou que o processo de capitalização em curso será

determinante para uma reavaliação positiva do *rating* ou, ao menos, para a retirada da Observação Negativa, enquanto uma capitalização insuficiente ou tardia poderia levar a novos cortes.

- A posição de caixa de R\$ 986 milhões ao fim de jun/25 é insuficiente para cobrir as amortizações e parcelas de aquisições previstas para os próximos 12 meses, que somam cerca de R\$ 1,1 bilhão. Além disso, os *covenants*, mensurados anualmente nos quartos trimestres, exigem alavancagem máxima de 3,5x e relação Ebitda/Despesas financeiras mínima de 1,75x – quadro que reforça a urgência de uma capitalização. Em 1/out, a companhia divulgou seus *guidances*¹ para o 3T25, 4T25, 2026 e 2027, projetando expansão de margens impulsionada por maior eficiência operacional e melhor conversão de Ebitda em caixa. As projeções incorporam os desinvestimentos anteriormente mencionados e renegociações de compromissos de *capex*. No entanto, o mercado ainda deve aguardar sinais mais concretos de execução da nova estratégia antes de ajustar suas expectativas às diretrizes da empresa.

Tabela 1 e Gráficos 1 e 2. Demonstrações financeiras resumidas

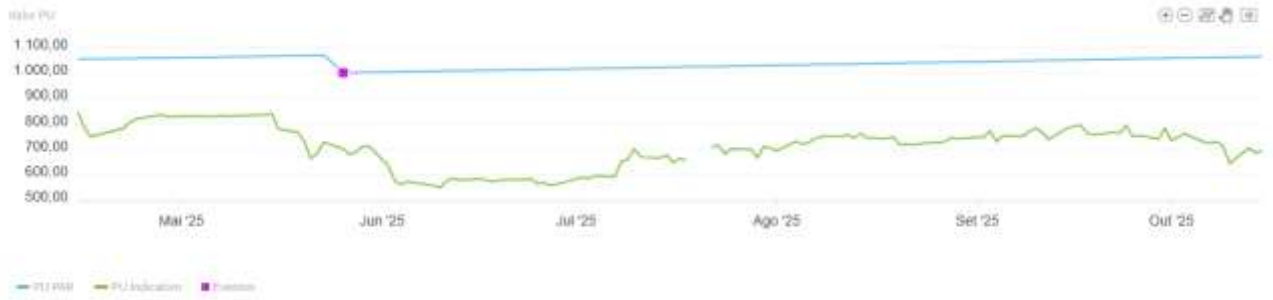
R\$ milhões	2022	2023	2024	2T25 udm
DRE				
Receita líquida	4.088	5.489	6.227	6.158
Ebitdaajs.	751	1.134	1.153	900
Margem Ebitda	18%	21%	19%	15%
Lucro líquido	46	224	-646	-947
Balanco patrimonial				
Dívida bruta	3.105	4.143	4.917	4.685
Caixa e aplicações	1.105	853	2.018	986
Dívida líquida	2.000	3.290	2.899	3.699
Dívida líquida expandida ²	2.770	3.883	3.332	4.062
Fluxo de caixa				
Operacional ³	77	439	423	304
Investimentos ⁴	-1.143	-328	-597	-292
Financiamento ⁵	59	-379	1.297	-1.430
Varição de caixa e aplicações	-1.008	-268	1.124	-1.417
Indicadores operacionais				
Procedimentos (milhares)	501	635	692	693
Ticket médio (R\$/procedimento)	8.579	9.164	9.572	9.523
Número de unidades	131	143	148	148
Indicadores financeiros				
Dívida CP/Dívida total	10%	8%	11%	13%
Caixa/Dívida CP	3,4x	2,4x	3,9x	1,6x
Dívida líquida/PL	0,8x	1,2x	0,9x	1,2x
Dívida líquida exp./Ebitdaajs.	3,7x	3,4x	2,9x	4,2x



Fontes: Oncoclínicas e Santander.

2T25 udm se refere aos últimos 12 meses encerrados em jun/25. ¹Fato Relevante em [Link](#). ²Inclui parcelas de aquisições a pagar. ³Exclui pagamento de juros. ⁴Exclui movimentação de aplicações financeiras. ⁵Inclui pagamento de juros. ⁶Não inclui *earn-outs*.

Gráfico 3. Gráfico de rentabilidade de preços: ONCO19



Fontes: Anbima e Santander.

Comunicado importante

O presente relatório foi preparado pelo Banco Santander (Brasil) S.A. 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, 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.

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

Eu, **Francisco Lobo, analista de valores mobiliários credenciado nos termos da Resolução CVM Nº 20, de 25 de fevereiro de 2021, subscritor e responsável por este relatório**, o qual é distribuído pelo Santander, com relação ao conteúdo objeto do presente relatório, declaro que as recomendações refletem única e exclusivamente minha opinião pessoal, e foi elaborada de forma independente, inclusive em relação à instituição a qual estou vinculado, nos termos da Resolução CVM 20. Adicionalmente, declaro 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;
- (iv) Sua remuneração não é, direta ou indiretamente, influenciada pelas receitas provenientes dos negócios e operações financeiras realizadas pelo Santander.

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) que tem como risco final a companhia 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.

A(s) companhia(s) citada(s) no presente relatório, suas controladas, seus controladores ou sociedades sob controle comum não têm participações relevantes no Santander, nem em suas controladas, seus controladores ou sociedades sob controle comum.

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 pelo analista responsável 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.