

Concorrência no mercado de oncologia

A oncologia é um dos principais catalisadores de crescimento da saúde no Brasil

Neste relatório, discutimos o segmento de oncologia no Brasil, que tem mostrado resiliência e crescimento consistente nos últimos anos. Acreditamos que essa tendência deve continuar abrindo uma oportunidade relevante para a Rede D'Or ampliar sua participação de mercado, sobretudo diante da fragilidade de concorrentes importantes.

Mercado privado de oncologia cresce a uma taxa composta de ~10% (2021–2024)

A ANS não divulga dados específicos de sinistralidade em oncologia no mercado privado. Para estimar o tamanho desse segmento, assumimos que a oncologia (principalmente infusões sem cirurgias e tratamentos relacionados) representa cerca de 15% do gasto total com saúde suplementar em 2024. Usando a variação anual dos gastos do SUS com oncologia como proxy de demanda, estimamos que o mercado privado tenha crescido a uma taxa de 10% entre 2021 e 2024. No primeiro semestre de 2025, os dados do SUS indicam crescimento de ~8% a/a nas despesas com oncologia. Para os próximos três anos, projetamos expansão nominal em torno de 10% ao ano, apoiada no envelhecimento populacional, inovações contínuas e maior acesso a tratamentos avançados (ver tabela 1).

Valuation	2023	2024	2025E	2026E	2027E
RoIC (EBIT) %	17,7	23,9	22,6	21,8	24,5
EV/EBITDA	9,3	6,4	9,3	7,8	6,7
P/L	31,4	15,9	20,5	16,0	13,5
Dividend Yield %	1,3	2,4	1,7	2,5	3,2
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\$ 40,74 em 17 de setembro de 2025.

Rating
COMPRA

Sumário

Ticker	RDOR3
Preço Alvo (R\$)	48,0
Preço (R\$)	40,7
Listagem	Novo Mercado
Market Cap. (R\$ mn)	89.902,73
Vol. Méd. 12M (R\$ mn)	166,32
Atualização Preço-alvo	10/08/2025

Valuation:

	2025E	2026E
P/L	20,5x	16,0x
EV/EBITDA	9,3x	7,8x

Performance:

Setembro (%)	3,5%
LTM (%)	22,5%



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.

Cenário competitivo: expansão da Oncoclínicas via M&A

O setor de oncologia foi redesenhado nos últimos anos, em grande parte pela estratégia inorgânica da Oncoclínicas. Sua receita consolidada saltou de R\$ 1,9 bilhão em 2019 para R\$ 6,8 bilhões em 2024, apoiada em mais de 50 aquisições para diversificação geográfica e atração de especialistas. Ainda assim, desafios de execução, especialmente de integração, impediram a conversão desse crescimento em maior geração de fluxo de caixa. O balanço está pressionado, com alavancagem de 4,4x dívida líquida/EBITDA, próxima ao covenant de 3,5x, o que limita a capacidade de sustentar o ritmo de expansão. Uma consultoria de reestruturação chegou a propor um pacote com aporte de capital e emissão de dívida conversível, atrelado a mudanças no conselho e na gestão. A proposta foi rejeitada pelo conselho, que anunciou a intenção de realizar um aumento de capital privado de até R\$ 2 bilhões (a ser votado em assembleia). A incerteza de governança, somada ao balanço alavancado, eleva o risco de novos desafios operacionais, abrindo espaço para concorrentes, especialmente a Rede D'Or.

Risco de retenção de médicos

Além da escala, uma das principais vantagens competitivas da Oncoclínicas sempre foi seu corpo clínico, já que médicos são o canal mais relevante para atrair pacientes e sustentar volumes. Estimamos que a companhia empregue cerca de 18% dos oncologistas do país (de um total de 6,6 mil). Para reforçar esse diferencial, a ONCO criou um programa de exclusividade, no qual médicos assinam acordos de não competição com remuneração diluída ao longo de quatro anos. Embora essa prática tenha ajudado a reter talentos, sinais de pressão já surgem: de acordo com nossos contatos, o estresse financeiro da empresa tem levado médicos a buscar oportunidades em concorrentes. Essa tendência pode se intensificar, já que os acordos de exclusividade não impedem uma migração gradual de volumes.

Dinâmica de mercado: espaço para a Rede D'Or

A oncologia, que representa 11% da receita hospitalar, deve continuar sendo um catalisador estrutural de crescimento para a Rede D'Or. Demografia favorável, volumes resilientes e poder de precificação devem sustentar a expansão, enquanto as turbulências competitivas da Oncoclínicas criam oportunidade clara de ganhos de participação. Estimamos que a ONCO tenha ampliado sua fatia de mercado em oncologia de 6% em 2019 para 15% em 2024, enquanto a Rede D'Or evoluiu de 3% para 7% no mesmo período (ver tabela 1). Caso a Rede D'Or capture metade dos ganhos de participação da Oncoclínicas desde 2021, isso representaria mais de 30% de crescimento incremental na receita do segmento nos próximos três anos — implicando alta de um dígito baixo a um dígito médio na receita hospitalar consolidada.

Sobreposição geográfica amplia a oportunidade

Rede D'Or e Oncoclínicas não possuem sobreposição total de atuação. A Rede D'Or está presente em ~32 cidades de 14 estados, enquanto a Oncoclínicas atua em ~35 cidades de 18 estados. As maiores operações da ONCO concentram-se em São Paulo, Minas Gerais, Rio de Janeiro, Bahia e Distrito Federal. Vemos oportunidades relevantes para a Rede D'Or nessas regiões, onde a sobreposição é maior e a dificuldade de retenção de médicos pela Oncoclínicas tende a ser mais acentuada.

RDOR segue como nossa principal tese de investimento

A Rede D'Or continua sendo nossa principal recomendação de compra, sustentada por sólidos catalisadores de crescimento no setor hospitalar, melhora de rentabilidade, múltiplos catalisadores (como sensibilidade a juros menores, oportunidades de M&A, parceria estratégica com o Bradesco) e pela oportunidade relevante que identificamos no segmento de oncologia.

Tabela 1: Estimativa BTG de mercado endereçável em oncologia e participação de mercado das empresas listadas (R\$ milhões)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
HC industry claims (R\$m)	205,129	225,996	235,517	258,270	236,282	277,484	311,171				
Oncology (as % of total HC claims)	14.7%	14.4%	13.9%	13.7%	16.4%	15.3%	15.0%				
BTG estimated oncology TAM (R\$m)	30,251	32,495	32,815	35,355	38,646	42,403	46,676	50,197	55,217	60,738	66,812
Growth (y/y)	6.7%	7.4%	1.0%	7.7%	9.3%	9.7%	10.1%	7.5%	10.0%	10.0%	10.0%
<hr/>											
SUS Oncology expenses (R\$m)	3,138	3,371	3,404	3,667	4,009	4,398	4,842				
Growth (y/y)	6.7%	7.4%	1.0%	7.7%	9.3%	9.7%	10.1%				
<hr/>											
RDOR - gross revenue in oncology (R\$m)	711	908	1,390	1,812	2,334	2,736	3,197	3,757	4,302	4,879	5,534
ONCO - gross revenue (R\$m)	1,156	1,865	2,221	2,924	4,440	5,998	6,806				
Total oncology gross rev. - main listed players (R\$m)	1,868	2,773	3,611	4,736	6,774	8,734	10,004				
<hr/>											
RDOR's mkt share	2.4%	2.8%	4.2%	5.1%	6.0%	6.5%	6.9%	7.5%	7.8%	8.0%	8.3%
ONCO's mkt share	3.8%	5.7%	6.8%	8.3%	11.5%	14.1%	14.6%				
Total mkt share - main listed players	6.2%	8.5%	11.0%	13.4%	17.5%	20.6%	21.4%				

Fonte: DATASUS, companhias, BTG Pactual; *a partir de 2025, os números de RDOR refletem as premissas do modelo oficial do BTG.

Figura 1: Receita estimada de RDOR em oncologia em 2028 (R\$ milhões)

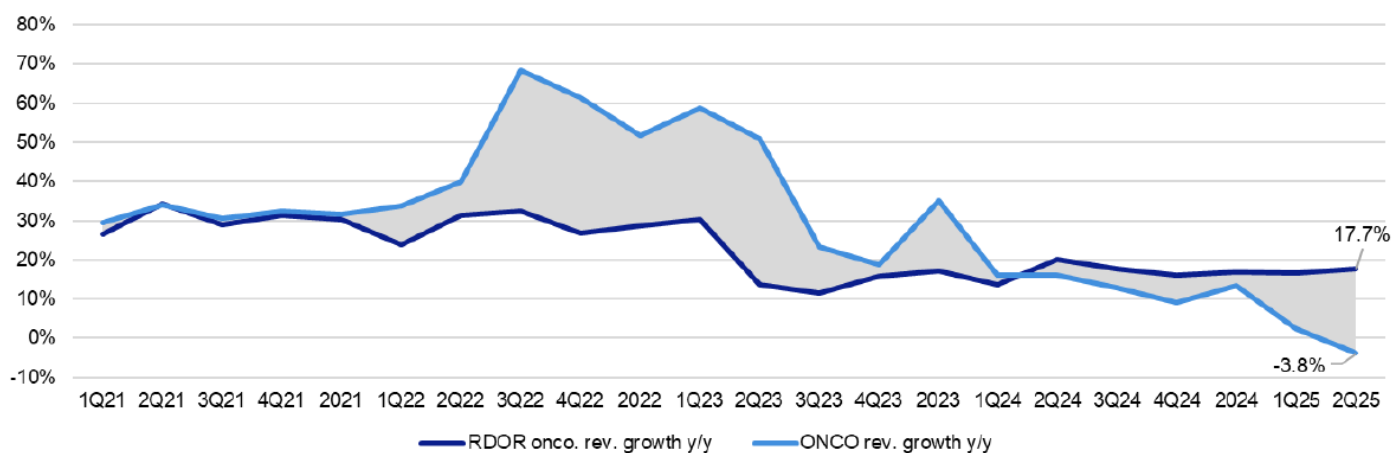
		RDOR oncology mkt share					
		8.3%	9.0%	10.0%	11.0%	12.0%	13.0%
Onco TAM CAGR 2026-28	6.504						
	7.0%	5,093	5,534	6,149	6,764	7,379	7,994
	8.0%	5,237	5,691	6,323	6,956	7,588	8,220
	9.0%	5,384	5,851	6,501	7,151	7,801	8,451
	10.0%	5,534	6,013	6,681	7,349	8,017	8,686
	11.0%	5,686	6,179	6,865	7,552	8,238	8,925
	12.0%	5,841	6,347	7,052	7,758	8,463	9,168

Fonte: BTG Pactual; *a célula indicada reflete o cenário base do BTG.

Figura 2: Upside vs. estimativas do BTGe de receita oncológica de RDOR em 2028

		8.3%	9.0%	10.0%	11.0%	12.0%	13.0%
Onco TAM CAGR 2026-28	7.0%	-8%	0%	11%	22%	33%	44%
	8.0%	-5%	3%	14%	26%	37%	49%
	9.0%	-3%	6%	17%	29%	41%	53%
	10.0%	0%	9%	21%	33%	45%	57%
	11.0%	3%	12%	24%	36%	49%	61%
	12.0%	6%	15%	27%	40%	53%	66%

Fonte: BTG Pactual; *a célula indicada reflete o cenário base do BTG.

Gráfico 1: Crescimento histórico da receita em oncologia (a/a) – Oncoclínicas vs. Rede D'Or


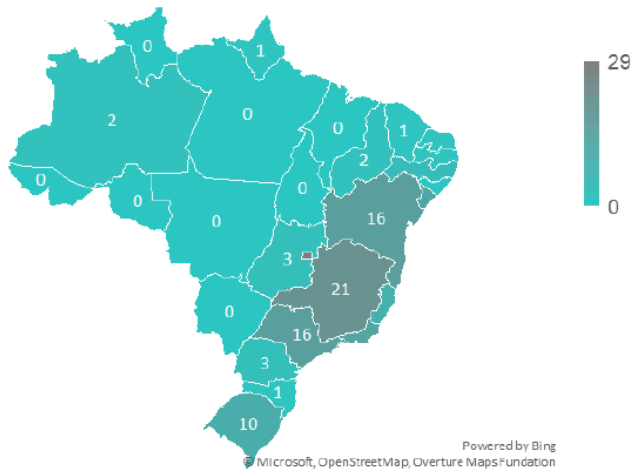
Fonte: Empresa e BTG Pactual

Tabela 2: Unidades de oncologia por estado – Oncoclínicas vs. Rede D'Or

States	Oncoclínicas units	Rede D'Or oncology units	Overlap (RDOR vs. ONCO)
São Paulo	16	25	1.6
Minas Gerais	21	1	0.0
Rio de Janeiro	14	17	1.2
Rio Grande do Sul	10	0	0.0
Santa Catarina	1	0	0.0
Bahia	16	6	0.4
Paraná	3	1	0.3
Ceará	1	2	2.0
Goiás	3	0	0.0
Pernambuco	4	4	1.0
Espírito Santo	9	0	0.0
Maranhão	0	1	0.0
Paraíba	1	1	1.0
Rio Grande do Norte	1	0	0.0
Piauí	2	0	0.0
Distrito Federal	29	5	0.2
Alagoas	0	1	0.0
Sergipe	13	1	0.1
Amazonas	2	0	0.0
Amapá	1	0	0.0
Brazil	147	65	0.4

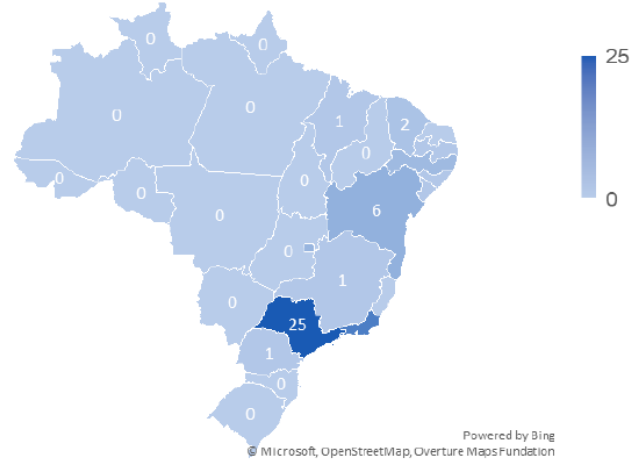
Fonte: ONCO, RDOR, BTG Pactual

Figura 3: ONCO – Unidades de oncologia por estado



Fontes: Empresas e BTG Pactual

Figura 4: RDOR – Unidades de oncologia por estado



Fontes: Empresas e BTG Pactual

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 pretendemos 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 negociadas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse:

www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx