

## Resumo do 4T25

### Resumo do quarto trimestre: trimestre mais fraco do que o esperado para a maioria das empresas

Apresentamos nosso resumo dos resultados do quarto trimestre do setor de saúde. Embora o crescimento de receita líquida tenha permanecido resiliente, em níveis de um dígito médio a alto a/a, os resultados mostraram margens mais fracas, menor qualidade de lucro líquido e maior pressão sobre geração de fluxo de caixa e balanços patrimoniais. A dispersão de desempenho persistiu, ainda que com menos destaques positivos claros. A Rede D'Or apresentou resultados sólidos, com receita líquida +12% a/a e EBITDA ajustado +23% a/a, embora menos fortes do que em trimestres anteriores, enquanto a Mater Dei se destacou com receita +15% a/a e EBITDA +64% a/a, além de expansão de margem de 7 pontos percentuais. Por outro lado, a Hapvida reportou um dos trimestres mais fracos de sua história, com EBITDA ajustado recuando 34% a/a e contração de margens tanto a/a quanto t/t, levantando preocupações sobre execução e sustentabilidade do balanço. Os resultados das empresas de diagnósticos permaneceram estáveis, enquanto empresas farmacêuticas e distribuição apresentaram resultados mistos.

### Operadoras de saúde: tendências divergentes de sinistralidade; Hapvida como principal destaque negativo

As operadoras apresentaram mais um trimestre heterogêneo. A Hapvida foi o principal destaque negativo pelo segundo trimestre consecutivo, com maior utilização elevando a sinistralidade em 450 pontos-base a/a, para cerca de 75,5%, além de perda de base de beneficiários de 140 mil t/t e geração de fluxo de caixa negativa superior a R\$ 500 milhões. O EBITDA ajustado recuou 34% a/a e ficou aproximadamente 23% abaixo das nossas estimativas, reforçando preocupações com execução, governança e sustentabilidade do balanço. No geral, o resultado foi materialmente mais fraco que o de pares como Bradesco, Porto e SulAmérica, e entre os mais fracos do setor nesta temporada. Em contraste, a SulAmérica apresentou desempenho forte, com melhora de 440 pontos-base na sinistralidade a/a, para 75,8%, e crescimento de 46% a/a no EBITDA ajustado, sustentado por melhor dinâmica de sinistros e disciplina de subscrição. A Qualicorp apresentou resultados mistos, com receita líquida recuando 7% a/a, refletindo menor base de beneficiários e maior churn de 12,8%, mas com EBITDA ajustado crescendo 14% a/a, impulsionado por disciplina de custos.

### Hospitais e oncologia: trimestre sólido, mas menos robusto para Rede D'Or

O segmento hospitalar apresentou crescimento sólido de receita líquida, sustentado por demanda resiliente, apesar de volumes sazonalmente mais fracos, embora as margens tenham sido menos expressivas. A Rede D'Or entregou mais um trimestre forte, com receita líquida +16% a/a e EBITDA hospitalar +13% a/a, resultado positivo, mas menos robusto que no terceiro trimestre, especialmente em margens. A taxa de ocupação

#### 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.

atingiu 76,9%, alta de 110 pontos-base a/a, enquanto oncologia seguiu como destaque, com crescimento de receita de 26% a/a. A Mater Dei voltou a se destacar, com receita +15% a/a e EBITDA +64% a/a, e margem expandindo para 22,6%, sustentada por melhora de mix, maior ocupação e diluição de custos. Em contrapartida, as operações hospitalares da Dasa, via Rede Américas, permaneceram pressionadas, com margem EBITDA ajustada ao redor de 12%.

### **Diagnósticos: trimestre estável**

O Fleury apresentou mais um trimestre em linha com as estimativas, com receita líquida +12% a/a e EBITDA +12% a/a, margens estáveis ao redor de 22% e forte geração de fluxo de caixa operacional, reforçando a resiliência do modelo B2C. Já o segmento de diagnósticos da Dasa registrou crescimento de 13% a/a na receita doméstica, excluindo Argentina, com forte avanço de volumes, +16% a/a, parcialmente compensado por efeitos negativos de mix.

### **Farmacêuticas e distribuição: Resultados mistos; balanço patrimonial segue como principal ponto de atenção**

As empresas de farmacêuticas e distribuição apresentaram resultados mistos. A Hypera reportou um trimestre em linha com as nossas estimativas, com receita líquida crescendo 48% a/a (base de comparação fraca) e margem EBITDA em 33,5% (estável t/t). O crescimento do sell-out permaneceu modesto, em torno de 7% a/a, ainda sem sinais mais claros de aceleração. A Blau apresentou um trimestre fraco, com receitas em queda de 15% a/a e EBITDA recuando 41% a/a, além de contração de margem de aproximadamente 800 pontos-base a/a. Os resultados refletiram atrasos em licitações federais (notadamente Alphaepoetina), além de maiores custos comerciais e despesas gerais e administrativas. A Viveo apresentou melhora operacional gradual, com receita líquida crescendo 7% a/a e EBITDA +19% a/a. Ainda assim, a alavancagem permanece elevada, em torno de 4,0x dívida líquida/EBITDA, mantendo a dinâmica de balanço patrimonial no foco.

### **Preferimos Rede D'Or e OdontoPrev (Bradsaúde)**

De forma geral, o trimestre foi marcado por uma capacidade de execução desigual, com melhora gradual em algumas empresas, enquanto a Hapvida segue enfrentando um conjunto específico de desafios. Nesse contexto, a Rede D'Or permanece como nossa principal escolha no setor. A companhia continua entregando execução consistente tanto no segmento hospitalar quanto no de seguros, com melhora de rentabilidade e múltiplas avenidas de crescimento, incluindo a joint venture com o Bradesco e potenciais oportunidades de M&A. A ação negocia atualmente a aproximadamente 17x lucros para 2026, o que nos parece levemente descontado em relação à sua média histórica de 18–19x. Também vemos com bons olhos a exposição à OdontoPrev/Bradsaúde. Negociando a 10x P/L para 2026, identificamos um ponto de entrada atrativo em uma plataforma de saúde escalável, com potencial de expansão de múltiplos à medida que os ativos hospitalares amadurecem, a alocação de capital melhora e novas iniciativas de crescimento se materializam. Para a Hapvida, reiteramos uma postura mais cautelosa e mantemos nossa recomendação Neutra. Neste momento, acreditamos que uma agenda mais abrangente e formal de desinvestimentos seria um catalisador relevante para destravar valor, reduzir riscos de execução e melhorar a liquidez.

**Resultados das empresas em destaque**

**Rede D'Or:** Trimestre sólido, embora menos robusto que o terceiro trimestre. Receita líquida +12% a/a; EBITDA ajustado +23% a/a. Margens hospitalares mais fracas, com ocupação em 76,9% (abaixo do terceiro trimestre), enquanto oncologia permaneceu como destaque (+26% a/a). A SulAmérica apresentou sinistralidade sólida (75,8%, -440 bps a/a) e crescimento de EBITDA.

**Hapvida:** Trimestre muito fraco. Maior utilização levou a aumento da sinistralidade em +450 bps a/a (para cerca de 75,5%), com perda de 140 mil beneficiários t/t, EBITDA ajustado -34% a/a (aproximadamente 23% abaixo das nossas estimativas) e consumo de caixa superior a R\$500 milhões. Aumentam as preocupações com execução e balanço patrimonial.

**Fleury:** Trimestre em linha com as nossas estimativas. Receita líquida +12% a/a; EBITDA +12% a/a; margens estáveis (cerca de 22%) e forte geração de fluxo de caixa. Bom momento no B2C continua sustentando os resultados.

**Hypera:** Resultados em linha com as nossas estimativas. Receita líquida +48% a/a (base de comparação fraca); margens estáveis (33,5%). Sell-out +7% a/a, ainda sem sinais claros de aceleração. Geração de fluxo de caixa permaneceu sólida com capital de giro normalizado.

**Qualicorp:** Trimestre com resultados razoáveis. Receita líquida -7% a/a, refletindo menor base de beneficiários e maior churn (13%), mas EBITDA ajustado +14% a/a, com expansão de margens (+620 bps a/a) sustentada por disciplina de custos.

**Mater Dei:** Trimestre forte. Receita líquida +15% a/a; EBITDA ajustado +64% a/a, com margens em 22,6% (+670 bps a/a), apoiadas por melhor mix, maior ocupação e diluição de custos.

**Dasa:** Trimestre fraco e com elevada volatilidade. EBITDA ajustado ficou 33% abaixo das nossas estimativas, com resultado negativo de equivalência patrimonial na joint venture e prejuízo líquido. Diagnósticos estáveis, mas margens hospitalares seguem pressionadas (cerca de 12%). Geração de fluxo de caixa ainda negativa, apesar de menor capex.

**Blau:** Trimestre fraco. Receita líquida -15% a/a; EBITDA -41% a/a; margens em queda de aproximadamente 790 bps a/a e geração de fluxo de caixa negativa. Desempenho impactado por atrasos em licitações, maiores despesas e capex elevado.

**Viveo:** Melhora gradual. Receita líquida +7% a/a; EBITDA +19% a/a; margens em expansão (+70 bps a/a) e recuperação da geração de fluxo de caixa. Alavancagem permanece elevada (cerca de 4x dívida líquida/EBITDA).

## Performance

**Tabela 1: Múltiplos de negociação da cobertura de saúde**

Valuation Matrix	Price (Local FX)	Mkt. Cap (R\$m)	Net Debt (R\$m)	EV (R\$m)	ADTV (US\$m)	Adj. P/E			EV/EBITDA			Adj. FCF Yield			Dividend Yield		
						2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
Rede D'Or	39.44	90,290	17,455	107,744	54.2	19.1x	17.0x	14.0x	9.4x	8.0x	6.8x	0.8%	3.9%	6.2%	7.3%	4.2%	3.0%
Hapvida	10.48	5,268	7,517	12,785	23.6	9.6x	-56.9x	58.4x	4.2x	5.7x	5.0x	-23.7%	-11.4%	-6.9%	0.0%	0.0%	0.0%
Hypera	23.20	17,930	8,181	26,111	13.5	14.5x	9.9x	7.1x	11.0x	7.3x	6.3x	4.2%	10.0%	7.0%	4.3%	4.9%	6.8%
Fleury	16.03	8,771	3,424	12,195	10.5	14.3x	12.8x	10.4x	5.7x	5.2x	4.8x	7.2%	12.1%	10.4%	5.8%	8.0%	7.6%
Odontoprev   Bradsaúde	13.74	40,213	0	40,213	10.6	11.0x	9.8x	9.3x	-	-	-	-	-	-	2.0%	6.3%	6.6%
Oncoclinicas	1.40	1,586	3,147	4,733	2.8	-	-	-	-	6.4x	5.5x	-	-	-	1.9%	0.0%	0.0%
Qualicorp	2.09	594	873	1,466	1.8	55.5x	6.7x	4.0x	3.2x	2.8x	2.1x	57.2%	43.4%	42.7%	1.5%	0.5%	3.7%
Auna (US\$ mn)	5.62	416	954	1,370	2.5	6.7x	8.1x	6.1x	5.2x	4.8x	4.2x	20.7%	10.7%	14.5%	0.0%	0.0%	0.0%
Blau	10.55	2,460	(211)	2,249	1.1	7.7x	8.1x	7.5x	4.0x	5.4x	5.3x	5.8%	-	-	2.5%	6.1%	6.2%
Dasa	3.08	3,865	6,519	10,385	1.5	-	6.7x	4.6x	3.5x	4.1x	3.7x	-	5.2%	14.6%	0.0%	0.0%	0.0%
Viveo	1.33	429	3,920	4,350	0.5	-	6.8x	3.8x	6.2x	5.8x	5.1x	-	-	-	0.0%	0.0%	0.0%
Mater Dei	5.75	1,918	1,678	3,596	0.2	18.9x	10.8x	7.5x	7.8x	6.1x	4.9x	3.2%	8.8%	12.6%	0.8%	1.4%	2.4%
<b>Healthcare Avg.</b>						<b>17.5x</b>	<b>3.6x</b>	<b>12.1x</b>	<b>6.0x</b>	<b>5.6x</b>	<b>4.9x</b>	<b>9.4%</b>	<b>10.3%</b>	<b>12.6%</b>	<b>2.2%</b>	<b>2.6%</b>	<b>3.0%</b>

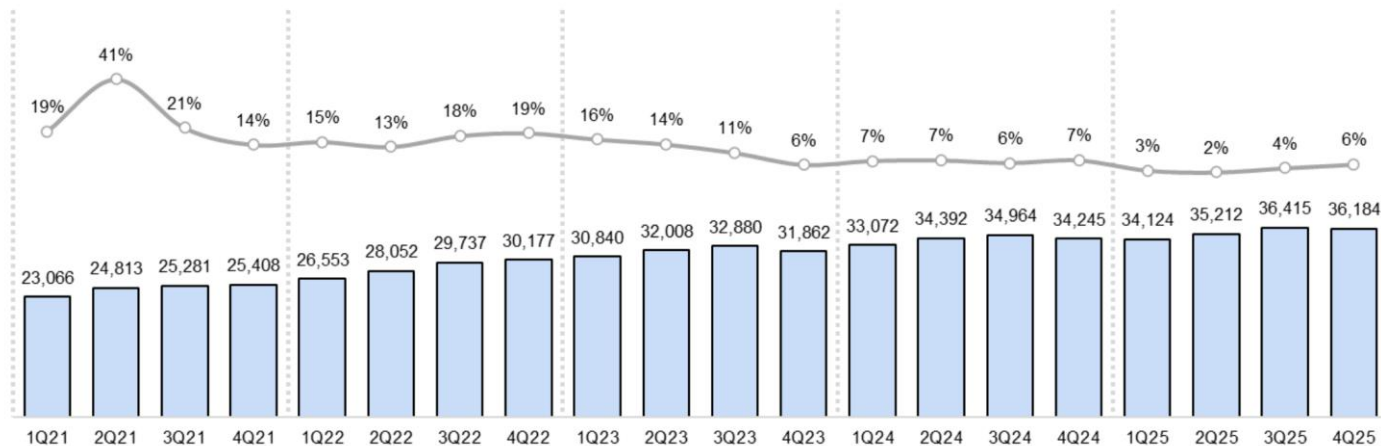
Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

**Tabela 2: Performance do mercado de saúde**

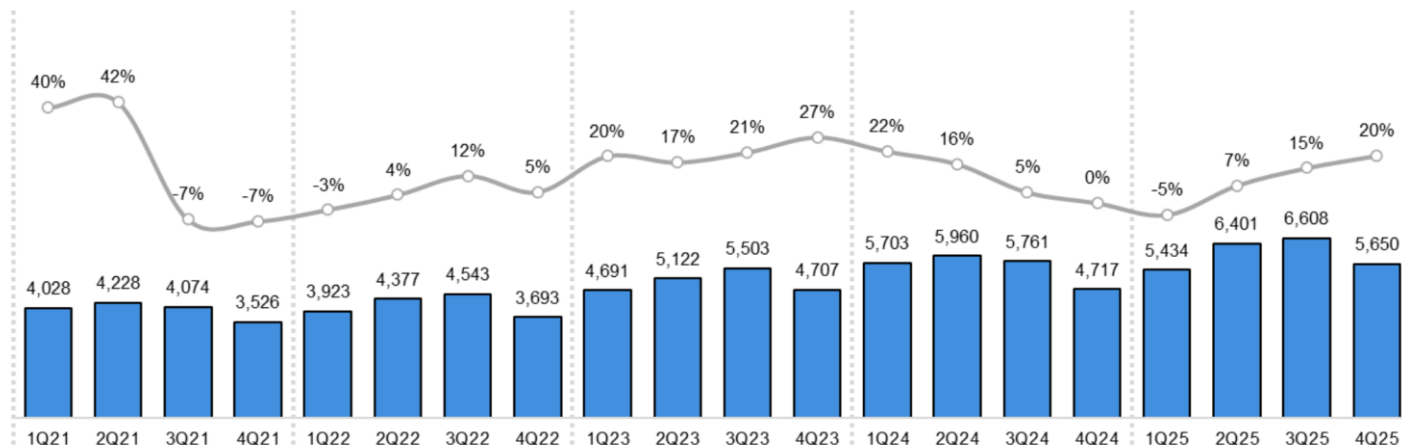
Company	Ticker	Price (Local FX)	Mkt Cap (R\$ mn)	Mkt Cap (US\$ mn)	ADTV (R\$ mn)	ADTV (US\$ mn)	Performance (Local FX)					52 Week (Local FX)				
							1 week	1 month	3 months	1 year	YTD	High	Low	vs. High	vs. Low	
Ibovespa	-	187,953	-	870,265	-	-	1%	0%	17%	43%	17%	192,624	122,887	-2%	53%	
S&P 500	-	6,575	-	58,664,006	-	-	0%	-4%	-4%	17%	-4%	7,002	4,835	-6%	36%	
<b>Indexes</b>																
Hapvida	HAPV3	10.48	5,268	1,022	121.75	23.62	4%	0%	-29%	-69%	-29%	44.85	7.00	-77%	50%	
Rede D Or	RDOR3	39.44	90,290	17,515	279.20	54.16	0%	-2%	-3%	41%	-3%	48.41	27.80	-19%	42%	
Hypera	HYPE3	23.20	17,930	3,478	69.73	13.53	-1%	1%	-1%	20%	-1%	28.58	18.87	-19%	23%	
Fleury	FLRY3	16.03	8,771	1,702	53.97	10.47	2%	-5%	7%	37%	7%	18.10	11.28	-11%	42%	
Oncoclinicas	ONCO3	1.40	1,586	308	14.26	2.77	-27%	-47%	-48%	-74%	-48%	6.46	1.15	-78%	22%	
Odontoprev	ODPV3	13.74	7,500	1,455	54.50	10.57	1%	-6%	23%	30%	23%	16.57	10.25	-17%	34%	
Qualicorp	QUAL3	2.09	594	115	9.15	1.78	0%	-3%	-8%	14%	-8%	2.82	1.58	-26%	32%	
Dasa	DASA3	3.08	3,865	750	7.64	1.48	-16%	-24%	-32%	66%	-32%	4.77	1.18	-35%	161%	
Viveo	VVEO3	1.33	429	83	2.32	0.45	4%	-16%	-6%	-5%	-6%	1.82	0.83	-27%	60%	
Mater Dei	MATD3	5.75	1,918	372	0.87	0.17	2%	-4%	9%	54%	9%	6.17	3.57	-7%	61%	
Blau	BLAU3	10.55	2,460	477	5.82	1.13	5%	-3%	-2%	6%	-2%	11.58	8.72	-9%	21%	
Alliar	AALR3	3.95	602	117	0.31	0.06	-1%	-27%	-22%	-42%	-22%	7.90	3.65	-50%	8%	
Auna (US\$ mn)	AUNA	5.62	416	416	2.52	2.52	-6%	5%	14%	-22%	14%	7.50	4.46	-25%	26%	
Genomma Lab (US\$ mn)	LABB	18.78	1,054	1,054	3.65	3.65	7%	3%	5%	-25%	5%	26.06	15.89	-28%	18%	
<b>Healthcare</b>																

Fonte: Empresa e BTG Pactual

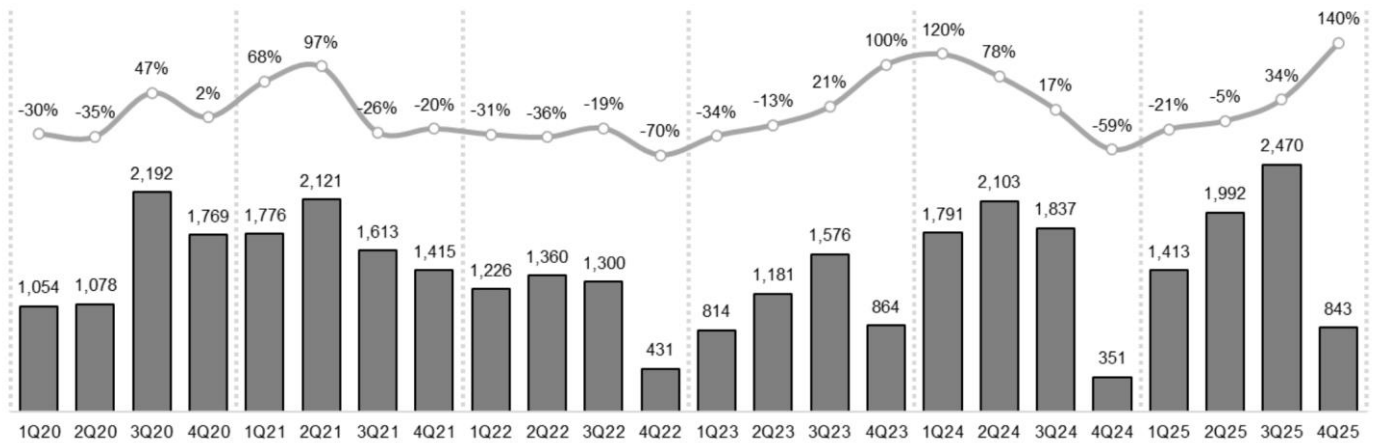
## Resultados consolidados

**Gráfico 1: Cobertura de saúde – receita líquida (R\$ milhões) e crescimento a/a (%)**


Fonte: Companhias e BTG Pactual \*Ex-ONCO (ainda não reportado)

**Gráfico 2: Cobertura de saúde – EBITDA ajustado (R\$ milhões) e crescimento a/a (%)**


Fonte: Companhias e BTG Pactual \*Ex-ONCO (ainda não reportado)

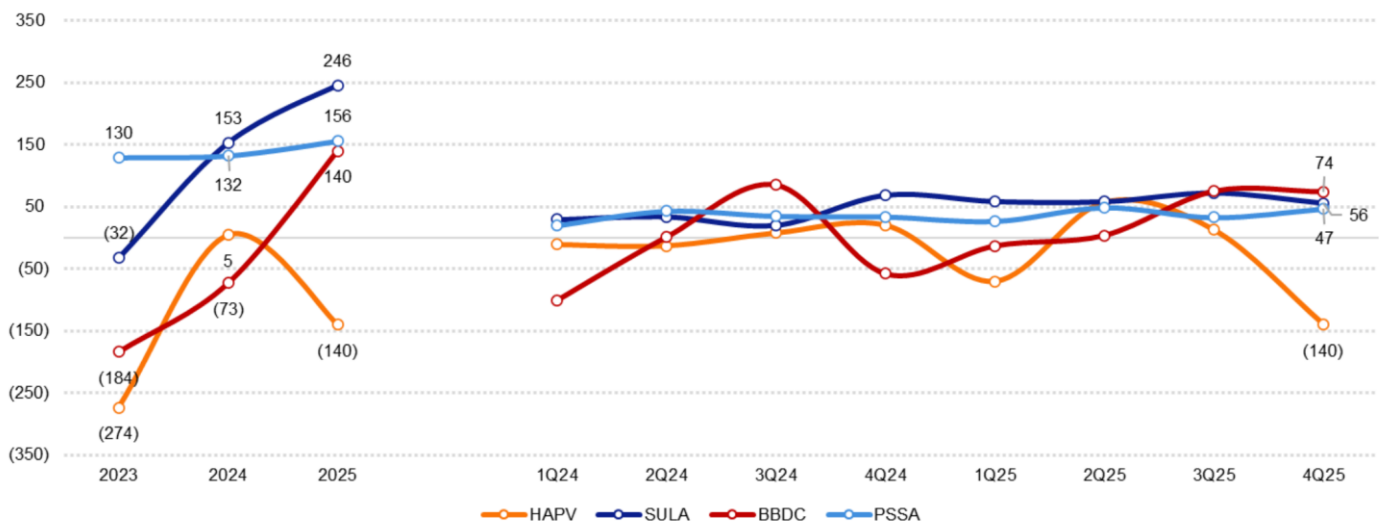
**Gráfico 3: Cobertura de saúde – lucro líquido ajustado (R\$ milhões) e crescimento a/a (%)**


Fonte: Companhias e BTG Pactual \*Ex-ONCO (ainda não reportado)

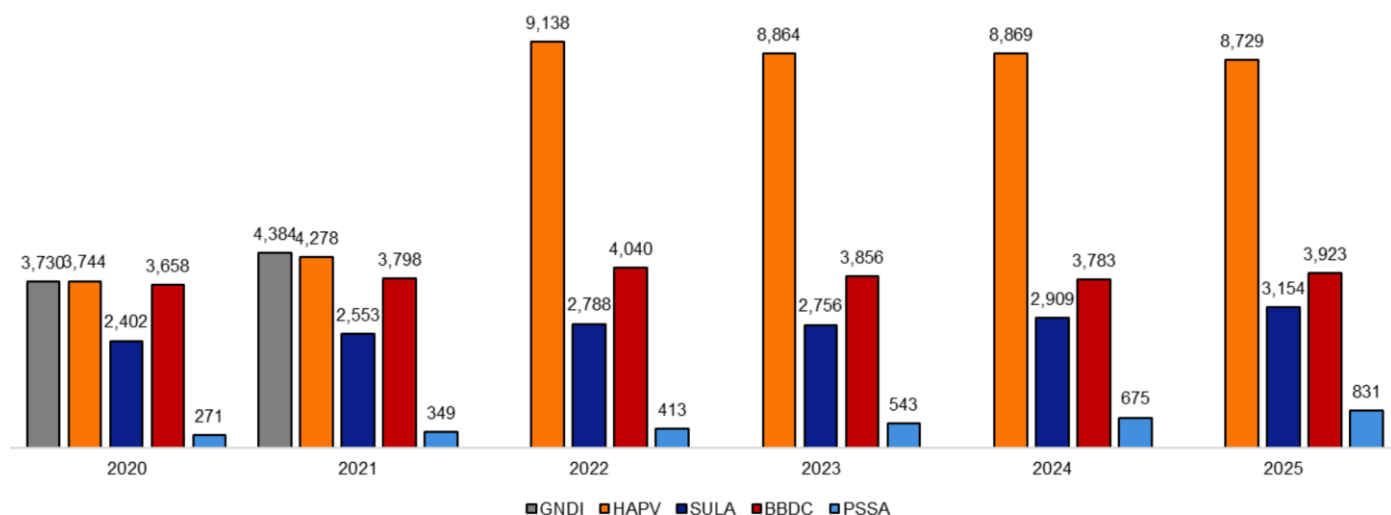
## Operadoras de planos de saúde – métricas

### Dados de beneficiários

A indústria de planos de saúde adicionou 308 mil beneficiários no quarto trimestre, totalizando 1,15 milhão em 2025. O Bradesco foi o destaque positivo no período, com adição de 74 mil beneficiários, seguido pela SulAmérica, com 56 mil vidas. A Hapvida foi o destaque negativo, com perda de 140 mil vidas.

**Gráfico 4: Adições líquidas orgânicas trimestrais de beneficiários de saúde ('000)**


Fonte: Companhias e BTG Pactual. \*Dados da GNDI não são divulgados

**Gráfico 5: Base de beneficiários de saúde ('000)**


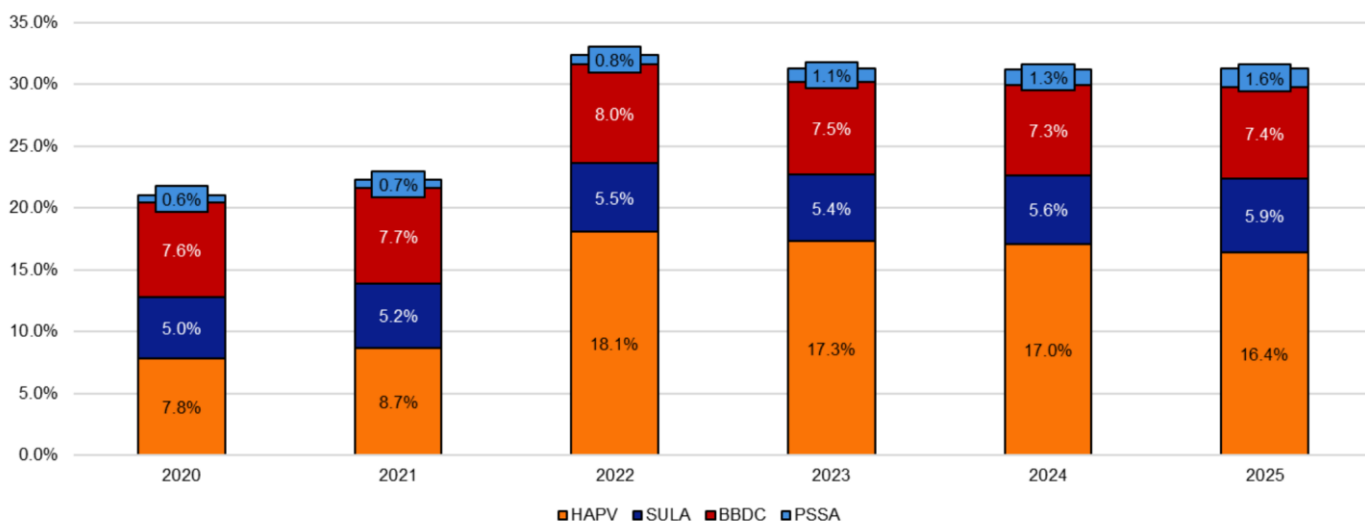
Fonte: Companhias e BTG Pactual. \*Dados da GNDI não são divulgados

De acordo com os números oficiais, conforme divulgações de resultados, a Hapvida voltou a perder participação de mercado, atingindo 16,4% do mercado privado em termos de base de beneficiários ao final de 2025, queda de 60 pontos-base a/a, enquanto os pares apresentaram leves ganhos. O Bradesco avançou para 7,4%, a SulAmérica para 5,9% e a Porto para 1,6%.

## Operadoras de planos de saúde – métricas

### Dados de beneficiários

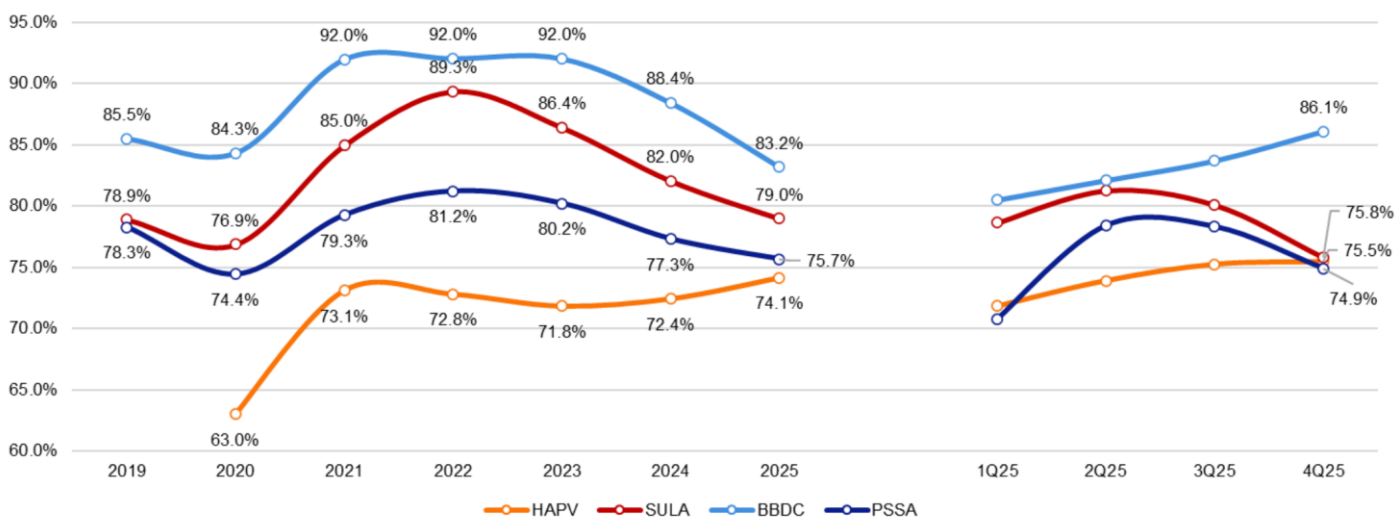
A indústria de planos de saúde adicionou 308 mil beneficiários no quarto trimestre, totalizando 1,15 milhão em 2025. O Bradesco foi o destaque positivo no período, com adição de 74 mil beneficiários, seguido pela SulAmérica, com 56 mil vidas. A Hapvida foi o destaque negativo, com perda de 140 mil vidas.

**Gráfico 6: Participação de mercado oficial das operadoras listadas de saúde, em termos de beneficiários**


Fonte: Empresa e BTG Pactual

### Sinistralidade

No quarto trimestre, os indicadores de sinistralidade foram, de forma geral, saudáveis em todo o setor, com a maioria das empresas apresentando melhora a/a, ainda que em ritmo mais moderado em relação aos trimestres anteriores. Em 2025, a SulAmérica registrou melhora de 310 pontos-base a/a, sendo 440 pontos-base no quarto trimestre, a Porto apresentou melhora de 160 pontos-base a/a, sendo 130 pontos-base no quarto trimestre, e o Bradesco apresentou queda de 520 pontos-base a/a, embora com alta de 90 pontos-base no quarto trimestre. A principal exceção foi a Hapvida, cuja sinistralidade caixa deteriorou 170 pontos-base a/a em 2025 e 450 pontos-base a/a apenas no quarto trimestre, refletindo maior utilização e custos associados a unidades recentemente inauguradas.

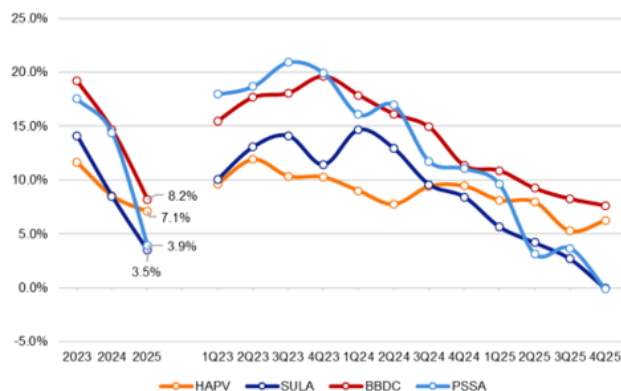
**Gráfico 7: Evolução da sinistralidade caixa consolidada (%)**


Fonte: Companhias e BTG Pactual. \*HAPV = HAPV + GNDI consolidado \*\*Dados da GNDI não são divulgados

### Ticket médio

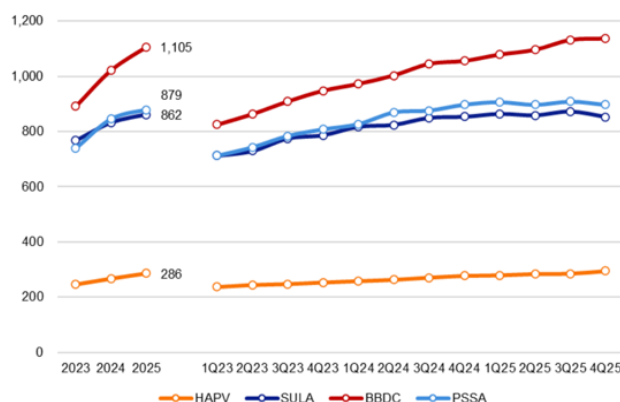
A maioria das operadoras de saúde passou a apresentar reajustes de preços mais fracos, tanto a/a quanto t/t.

**Gráfico 8: Crescimento do ticket médio consolidado em saúde (a/a)**



Fontes: Empresas e BTG Pactual

**Gráfico 9: Ticket médio consolidado em saúde (R\$/mês)**

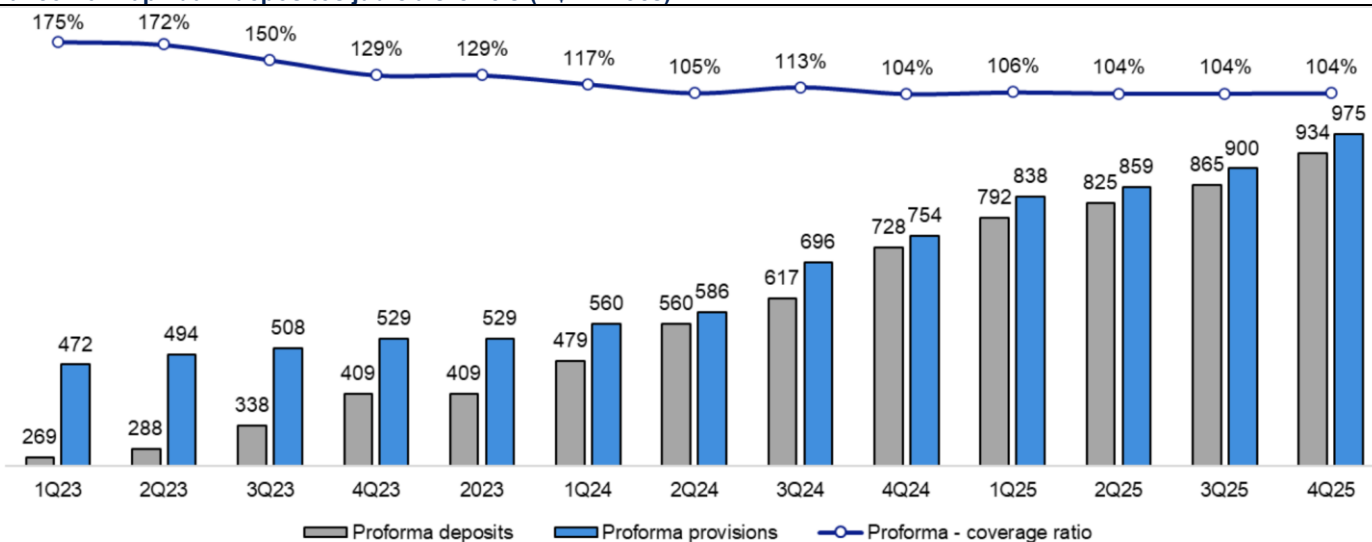


Fonte: Companhias e BTG Pactual. \*A comparação de ticket médio pode ser distorcida devido ao mix diferente entre planos corporativos e individuais. Preferimos analisar a evolução a/a

### Judicialização

Neste trimestre, os depósitos judiciais cíveis da Hapvida voltaram a crescer, atingindo R\$ 934 milhões, ante R\$ 865 milhões no terceiro trimestre, representando aumento sequencial de aproximadamente R\$ 70 milhões. Ao mesmo tempo, as provisões para contingências cíveis, perdas prováveis, avançaram para R\$ 975 milhões.

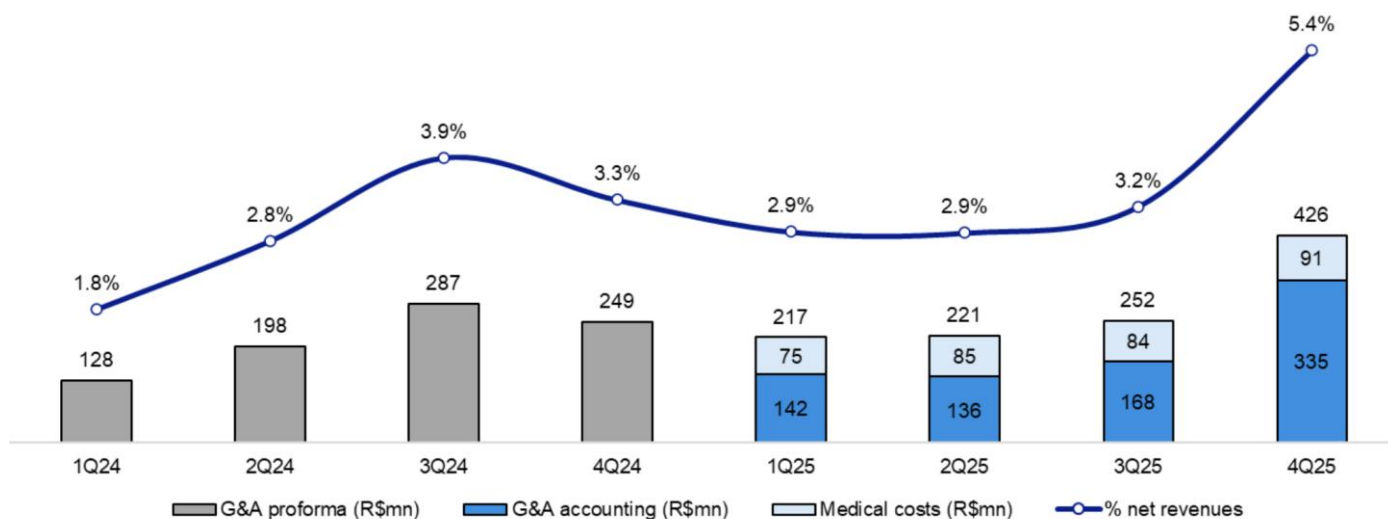
**Gráfico 10: Hapvida – depósitos judiciais cíveis (R\$ milhões)**



Fonte: Hapvida e BTG Pactual

### Judicialização

Neste trimestre, os depósitos judiciais cíveis da Hapvida voltaram a crescer, atingindo R\$ 934 milhões, ante R\$ 865 milhões no terceiro trimestre, representando aumento sequencial de aproximadamente R\$ 70 milhões. Ao mesmo tempo, as provisões para contingências cíveis, perdas prováveis, avançaram para R\$ 975 milhões.

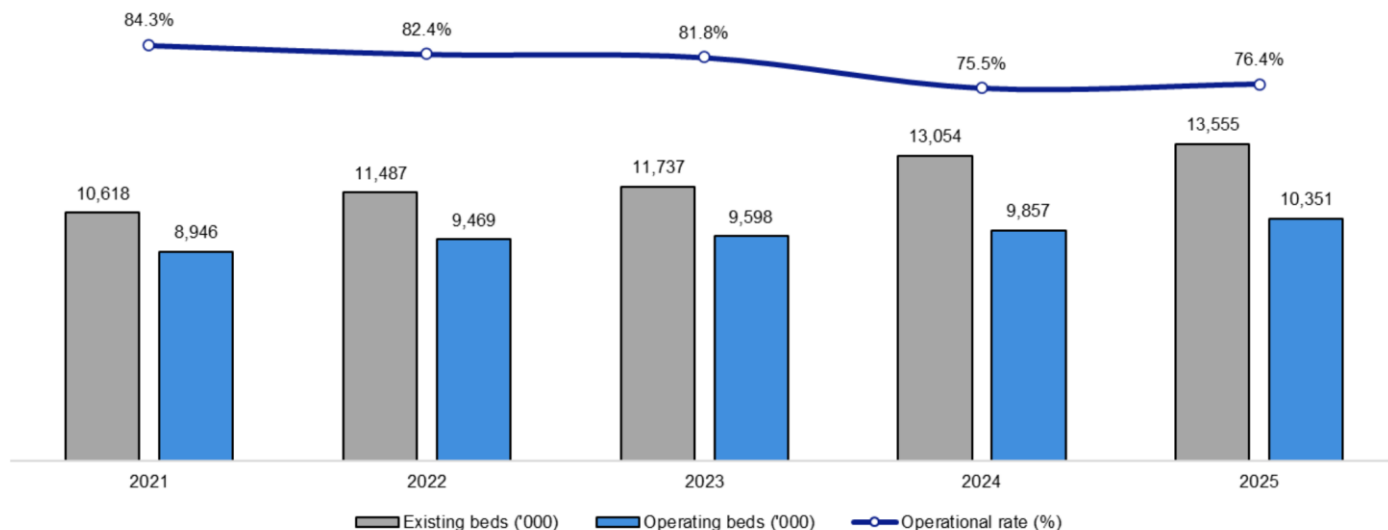
**Gráfico 11: Hapvida – provisões para contingências (R\$ milhões)**


Fonte: Hapvida e BTG Pactual

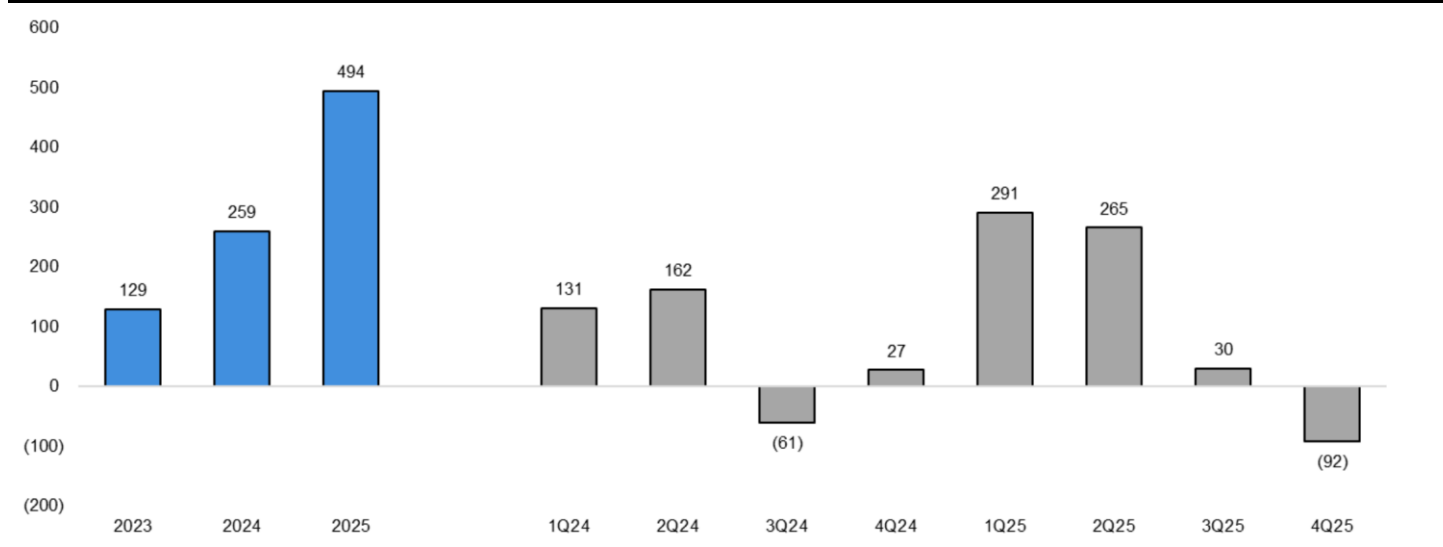
## Hospitais – métricas

### Capacidade

A Rede D'Or possui 13,5 mil leitos totais ao final de 2025, dos quais 10,4 mil estão em operação. A capacidade operacional recuou t/t, com redução de 92 leitos, enquanto 494 leitos foram adicionados ao longo de 2025.

**Gráfico 12: Rede D'Or – evolução dos leitos totais e operacionais ('000)**


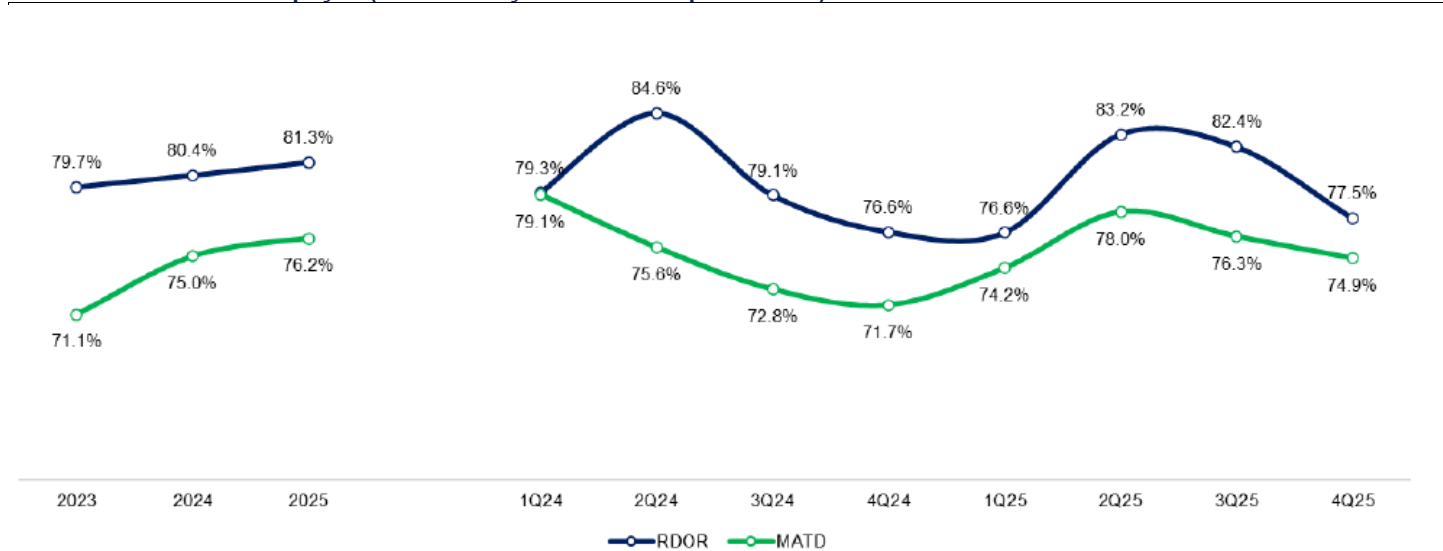
Fonte: Rede D'Or e BTG Pactual

**Gráfico 13: Rede D'Or – leitos operacionais adicionados ('000)**


Fonte: Rede D'Or e BTG Pactual

**Taxa de ocupação e indicadores operacionais**

As taxas de ocupação apresentaram alta a/a tanto para a Rede D'Or quanto para a Mater Dei, no quarto trimestre e no consolidado de 2025. A ocupação média da Rede D'Or em 2025 avançou 90 pontos-base a/a, também com alta de 90 pontos-base no quarto trimestre, enquanto a Mater Dei registrou aumento de 1,2 ponto percentual em 2025 e expansão de 310 pontos-base a/a no quarto trimestre.

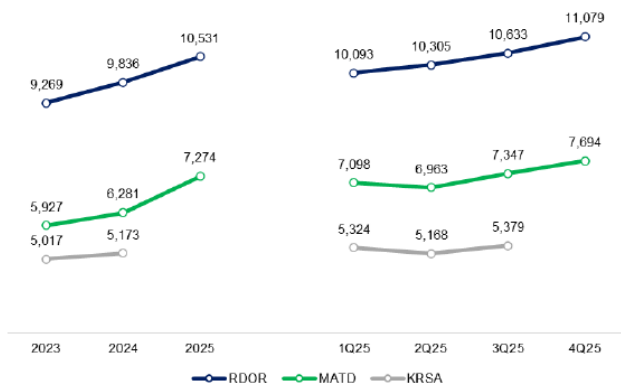
**Gráfico 14: Taxas de ocupação (% de utilização dos leitos operacionais)**


Fonte: Companhias e BTG Pactual \*Conforme BTG Pactual

**Ticket médio (receita média diária por paciente)**

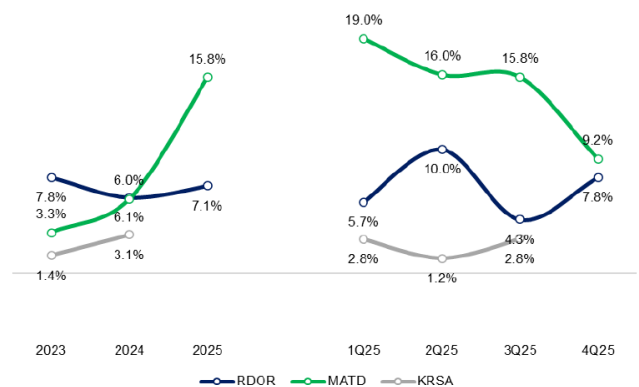
De acordo com nossos cálculos, considerando a receita média diária por paciente, a Rede D'Or apresenta aproximadamente R\$ 10,5 mil, enquanto a Mater Dei está em torno de R\$ 7,2 mil.

**Gráfico 15: Receita média diária por paciente (R\$)**



Fonte: Companhias e BTG Pactual. Receita média diária por paciente = receita bruta / dias de pacientes no período. Dias de pacientes no período = 365 (ou 91,25) \*Obs.: o ticket médio da Kora inclui oncologia

**Gráfico 16: Crescimento do ticket médio (a/a)**

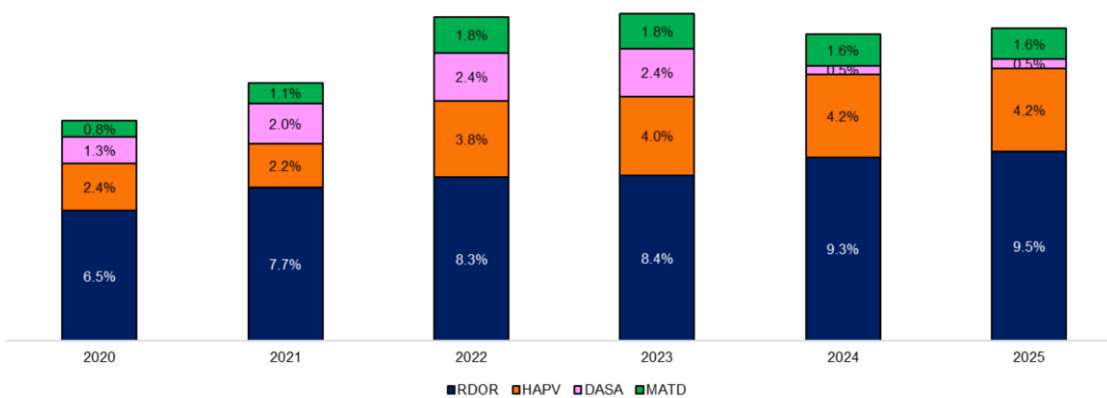


Fontes: Empresas e BTG Pactual

**Participação de mercado (capacidade)**

Considerando a capacidade total, número de leitos privados, a Rede D’Or lidera o segmento com 9,5% de participação de mercado, seguida pela Hapvida, com 4,2%, e pela Mater Dei, com 1,6%.

**Tabela 3: Participação de mercado dos hospitais listados (por capacidade; leitos privados)**

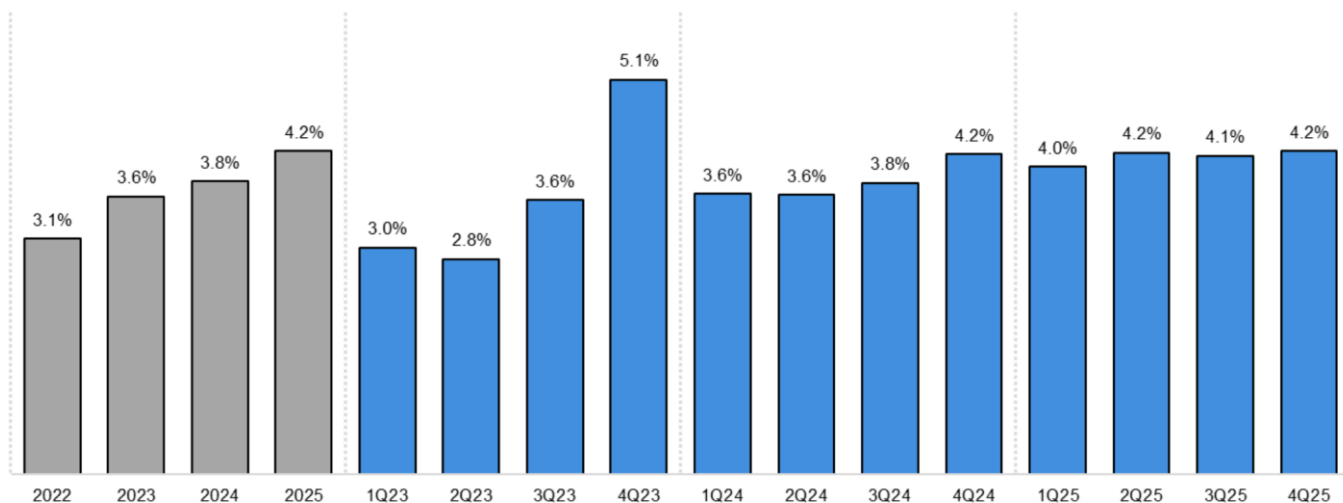


Fonte: CNES, Companhias e BTG Pactual \*Leitos operacionais para Hapvida \*Os números da Dasa anteriores a 2024 não são diretamente comparáveis devido à joint venture com a Amil.

**Glosas**

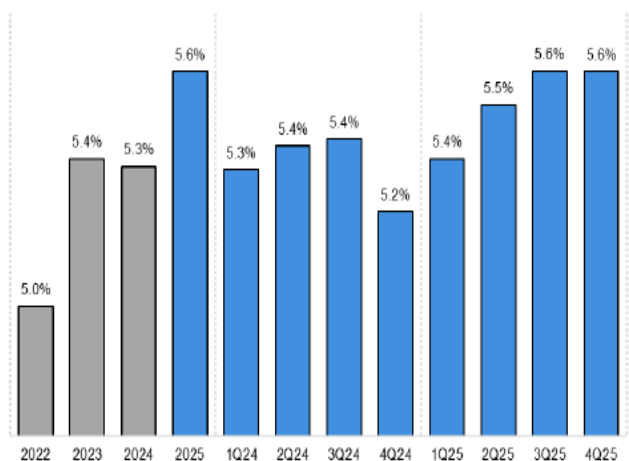
Os níveis de glosas, receita negada pelos pagadores, entre os prestadores hospitalares parecem ter se estabilizado nos últimos trimestres em torno de 4%. No consolidado, considerando Rede D’Or, Fleury, Mater Dei, Oncoclínicas e Dasa, as glosas atingiram 4,2% da receita bruta no quarto trimestre de 2025, ante 4,1% no terceiro trimestre de 2025 e 4,2% no quarto trimestre de 2024.

**Gráfico 17: Glosas consolidadas dos prestadores hospitalares (% da receita bruta)**



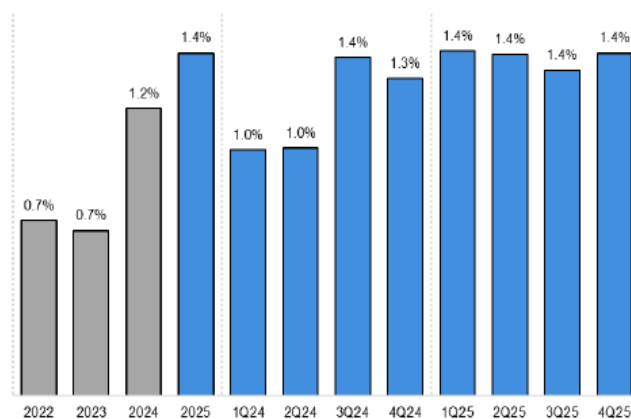
Fonte: Empresa e BTG Pactual

**Gráfico 18: Glosas da Rede D'Or (% da receita bruta)**

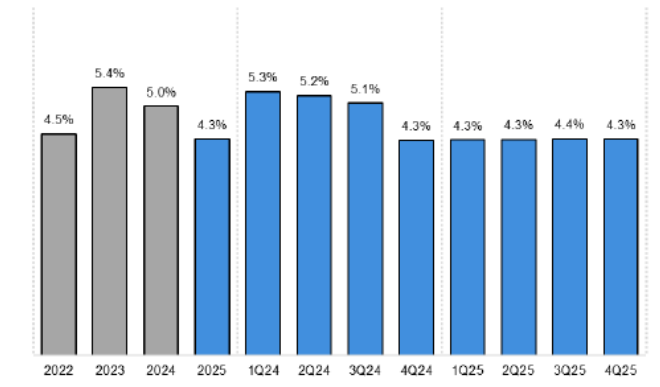


Fonte: Rede D'Or e BTG Pactual

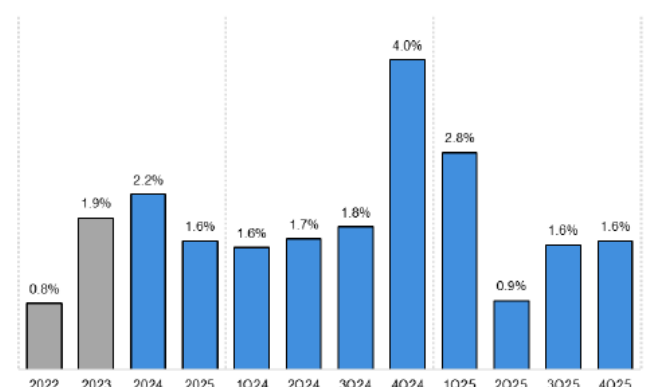
**Gráfico 19: Glosas do Fleury (% da receita bruta)**



Fonte: Fleury e BTG Pactual

**Gráfico 20: Glosas da Mater Dei (% da receita bruta)**


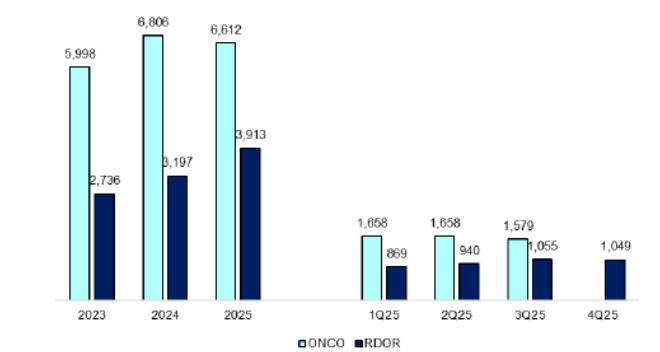
Fonte: Mater Dei e BTG Pactual

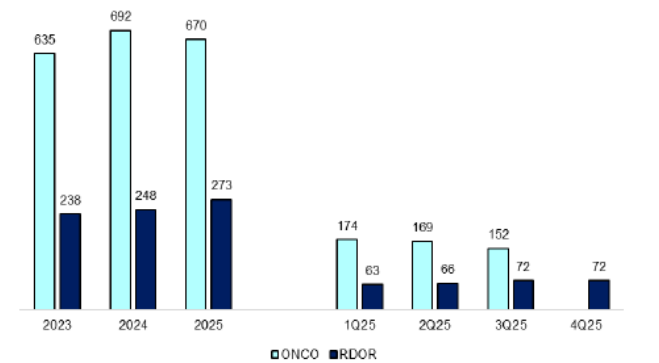
**Gráfico 21: Glosas da Dasa (% da receita bruta)**


Fonte: Dasa e BTG Pactual

## Oncologia – métricas

O segmento de oncologia da Rede D'Or voltou a apresentar forte crescimento de receita líquida neste trimestre, com alta de 26% a/a, enquanto os volumes cresceram 28% a/a. Os resultados do quarto trimestre de 2025 da Oncoclínicas ainda não foram divulgados.

**Gráfico 22: Receita líquida de oncologia (R\$ milhões)**

 Fonte: Companhias e BTG Pactual. \*Receita bruta para Oncoclínicas e Rede D'Or  
 \*\*Ex-ONCO (ainda não reportado)

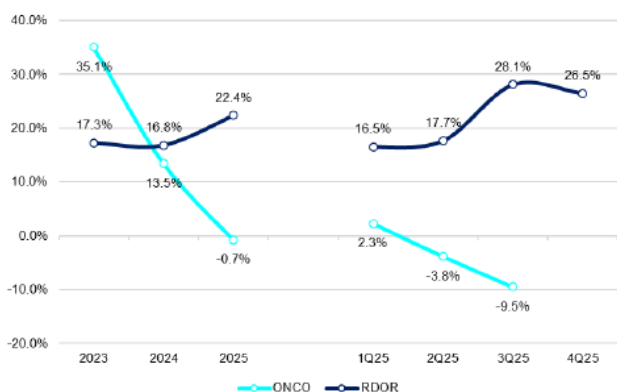
**Gráfico 23: Volume de tratamentos oncológicos ('000)**


Fonte: Companhias e BTG Pactual \*Ex-ONCO (ainda não reportado)

## Ticket médio

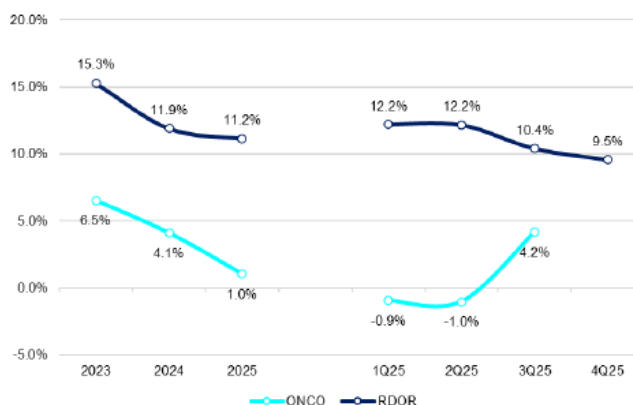
Os tickets médios, calculados como receita bruta de oncologia dividida pelo número de infusões, cresceram acima da inflação para a Rede D'Or, enquanto o indicador da Oncoclínicas, com base nos últimos 12 meses, permanece praticamente estável a/a.

**Gráfico 24: Crescimento da receita de oncologia a/a (%)**



Fonte: Companhias e BTG Pactual \*\*Ex-ONCO (ainda não reportado)

**Gráfico 25: Crescimento do ticket médio a/a**



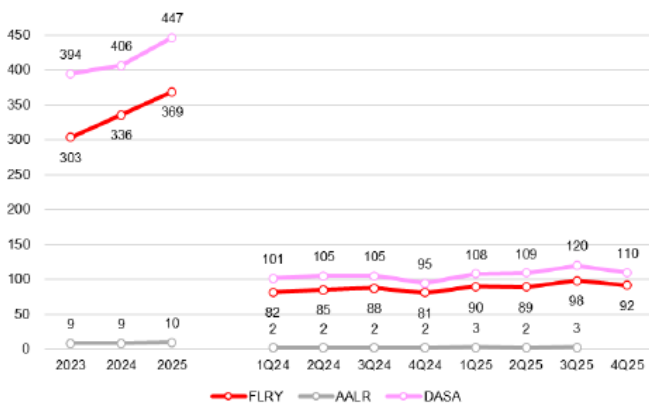
Fonte: Companhias e BTG Pactual \*\*Ex-ONCO (ainda não reportado)

## Laboratórios – métricas

### Número de exames

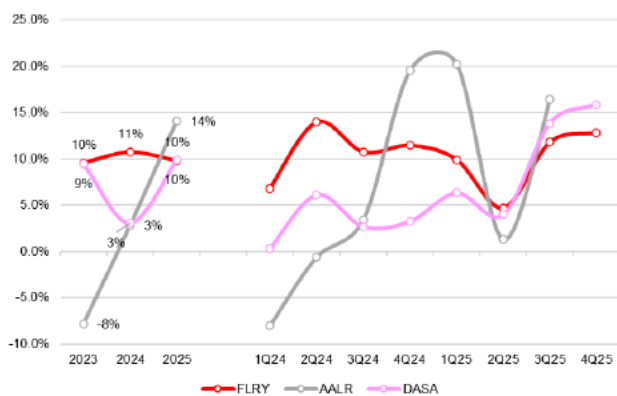
O crescimento de volumes no quarto trimestre foi sólido tanto para o Fleury quanto para a Dasa, com altas de 13% e 16% a/a, respectivamente. No consolidado do ano, o Fleury realizou 369 milhões de exames, crescimento de 10% a/a, enquanto a Dasa, considerando operações nacionais, realizou 447 milhões de exames, também com alta de 10% a/a.

**Gráfico 26: Número de exames (milhões) nos trimestres recentes**



Fonte: Companhias e BTG Pactual \*Alliar ainda não reportado

**Gráfico 27: Crescimento a/a do total de exames nos trimestres recentes**

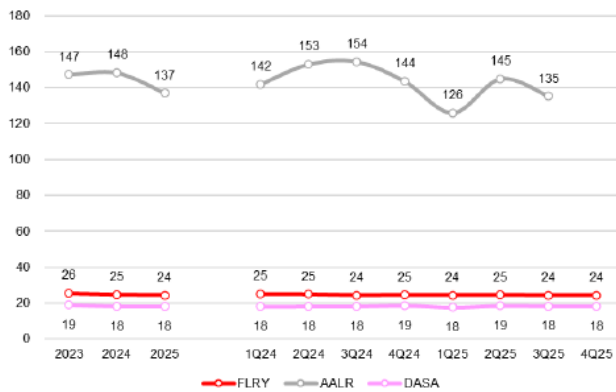


Fonte: Companhias e BTG Pactual \*Alliar ainda não reportado

### Ticket médio

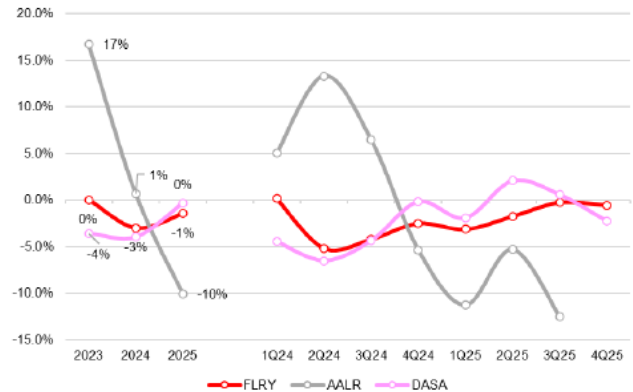
De acordo com nossos cálculos, o ticket médio do Fleury convergiu para R\$ 24 por exame em 2025, queda de 1% a/a, seguido pela Dasa, com R\$ 18 por exame, estável a/a. Os tickets seguem pressionados na comparação a/a, refletindo mudanças no mix de exames.

**Gráfico 28: Ticket médio (receita bruta / número de exames)**



Fonte: Companhias e BTG Pactual \*O ticket médio da Alliar é relativamente mais alto devido à maior exposição a exames de imagem \*\*Alliar ainda não reportado

**Gráfico 29: Crescimento do ticket médio a/a**



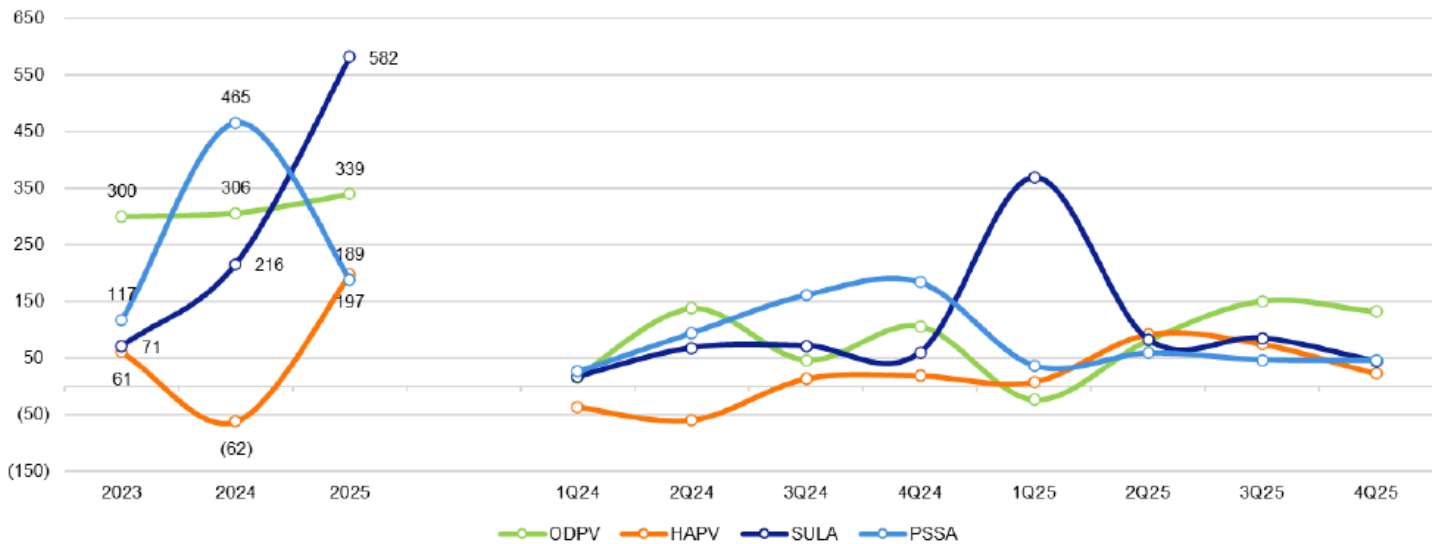
Fonte: Companhias e BTG Pactual \*Alliar ainda não reportado

## Planos odontológicos – métricas

### Dados de beneficiários

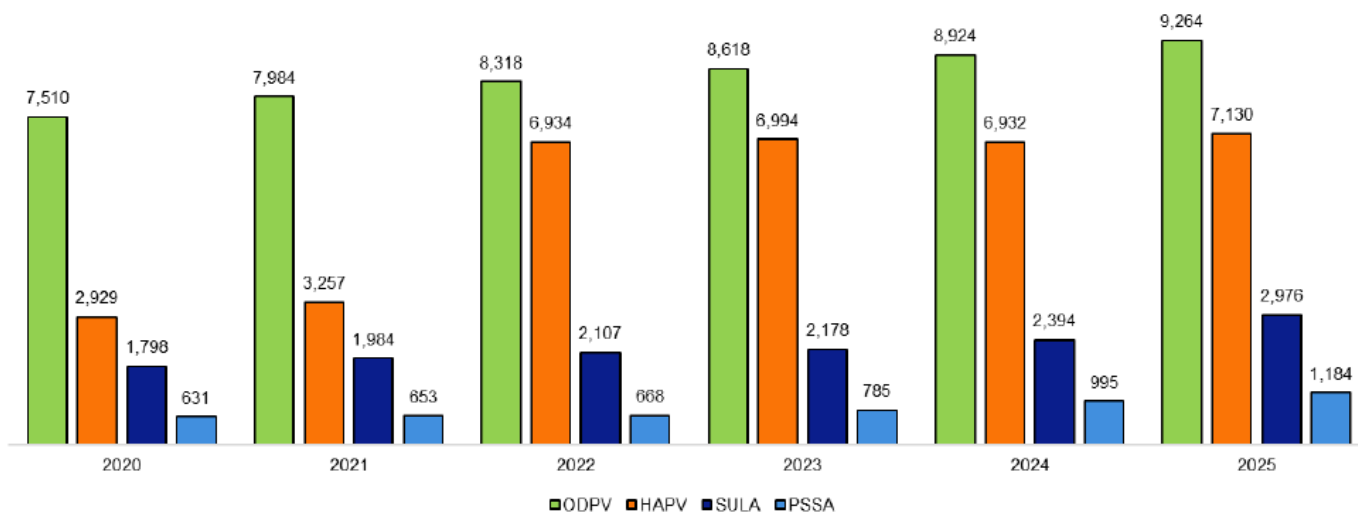
No quarto trimestre, a OdontoPrev adicionou 132 mil beneficiários, seguida pela Porto, com 46 mil, SulAmérica, com 44 mil, e Hapvida, com 23 mil.

**Gráfico 30: Adições líquidas orgânicas trimestrais de planos odontológicos ('000)**



Fonte: Empresa e BTG Pactual

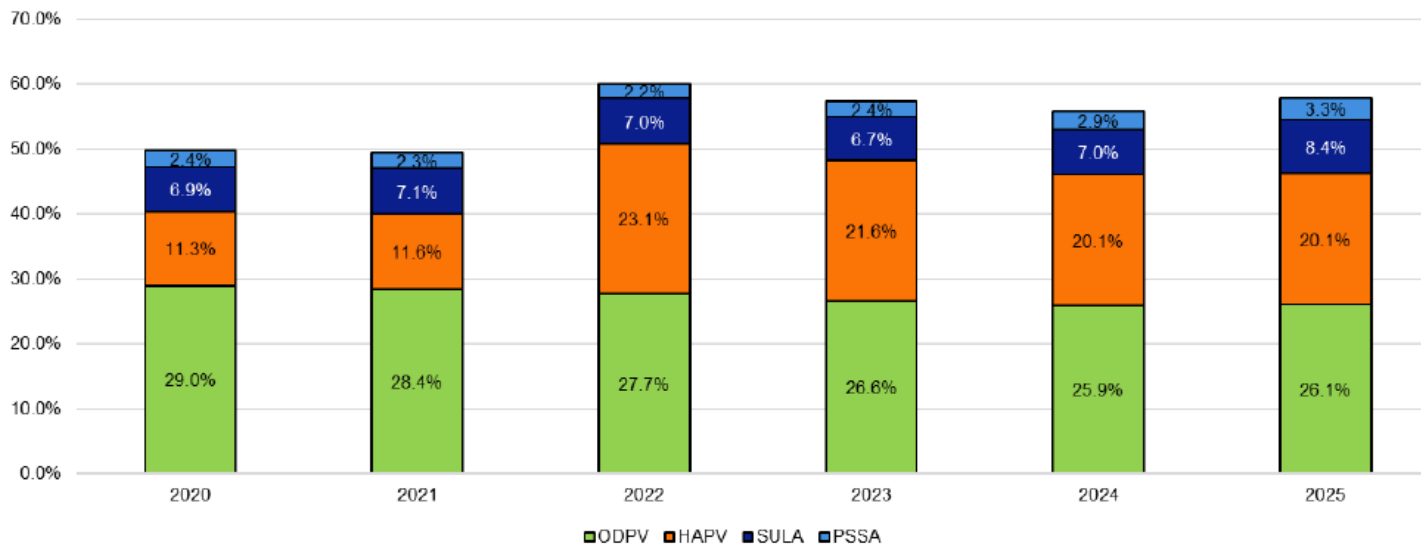
**Gráfico 31: Total de beneficiários de planos odontológicos ('000)**



Fonte: Empresa e BTG Pactual

Considerando os números oficiais, conforme divulgações de resultados, a OdontoPrev lidera o setor com 26,1% de participação de mercado em número de beneficiários, seguida pela Hapvida, com 20,1%, SulAmérica, com 8,4%, e Porto, com 3,3%, considerando apenas as companhias listadas.

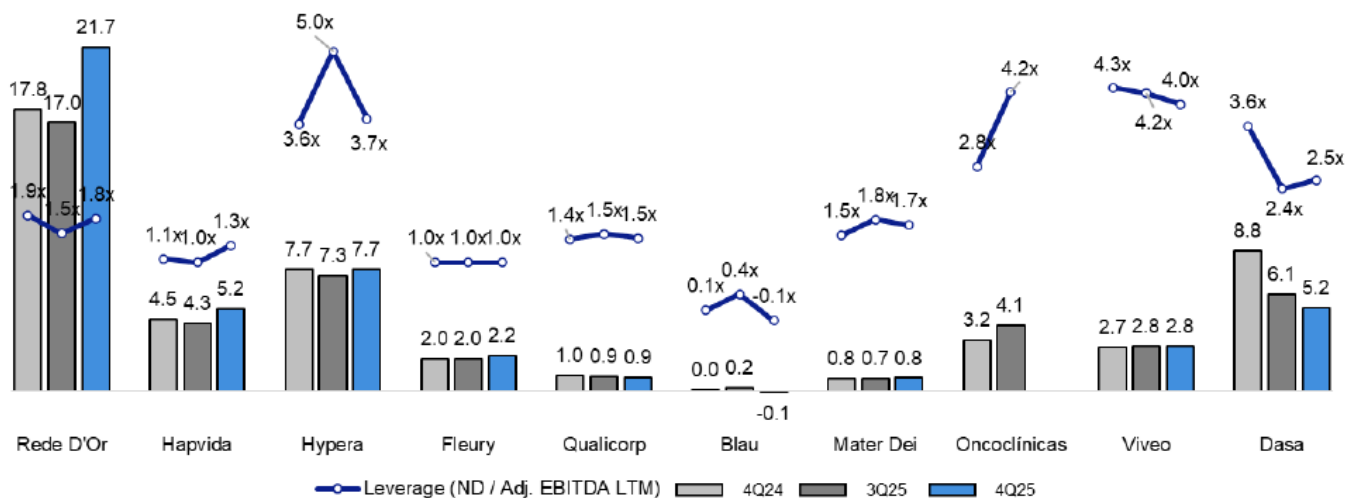
**Gráfico 32: Participação de mercado oficial das operadoras odontológicas listadas, em termos de beneficiários**



Fonte: Empresa e BTG Pactual

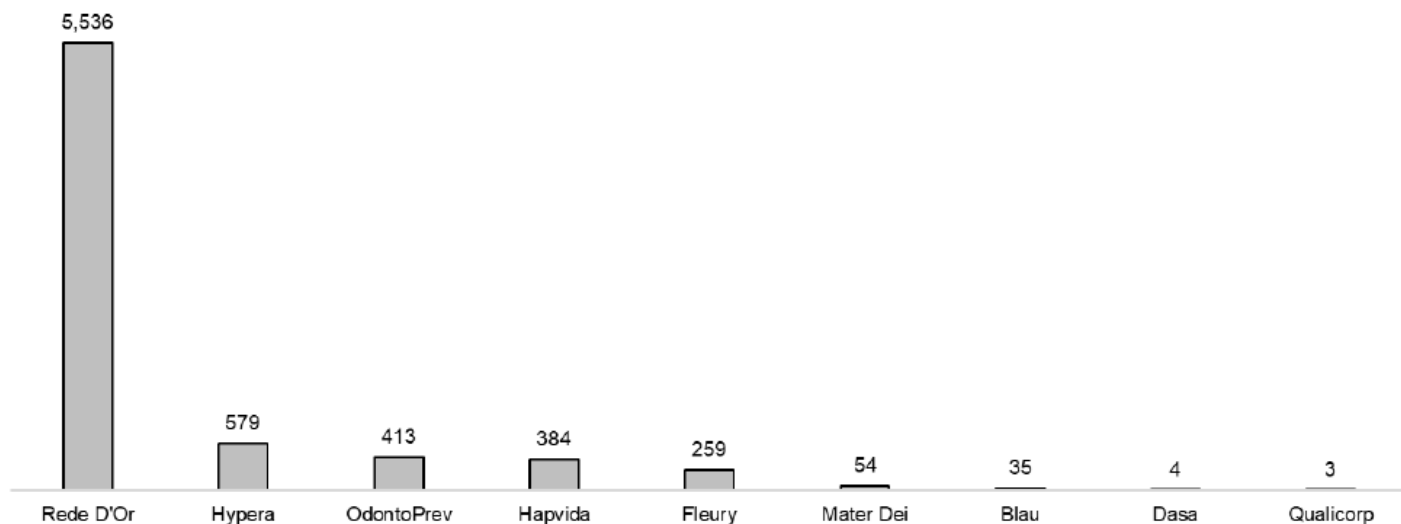
## Endividamento

**Gráfico 33: Saúde – dívida líquida (R\$ milhões) e alavancagem (dívida líquida/EBITDA ajustado dos últimos 12 meses)**



Fonte: Empresa e BTG Pactual

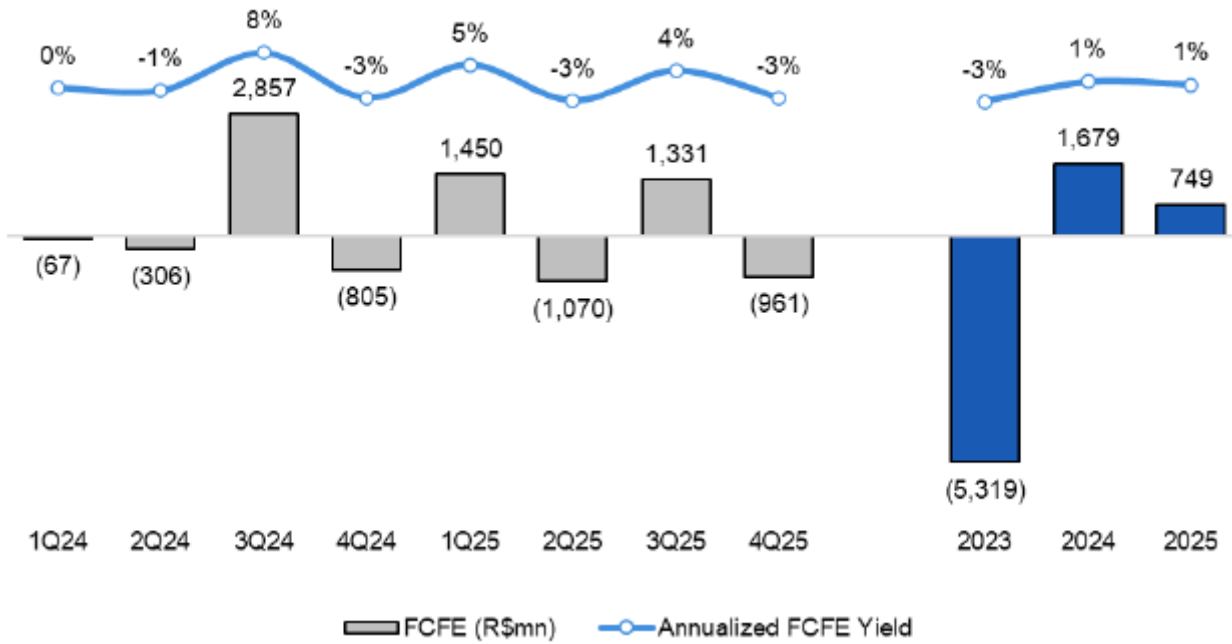
**Gráfico 34: Saúde – dividendos, recompras e juros sobre o capital próprio pagos no quarto trimestre de 2025 (R\$ milhões)**



Fonte: Empresa e BTG Pactual

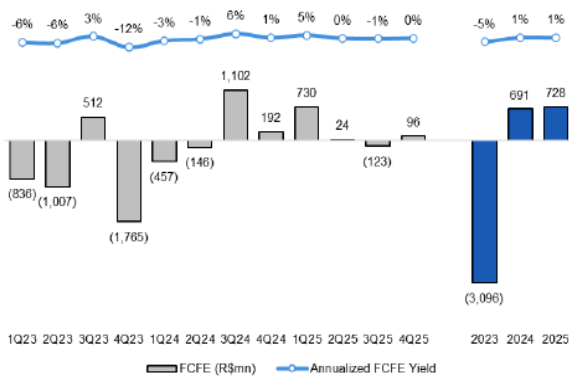
## Geração de fluxo de caixa

Gráfico 35: Fluxo de caixa para o acionista no setor de saúde



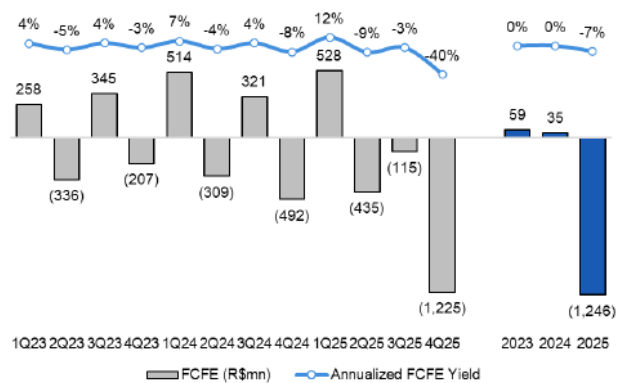
Fonte: Companhias e BTG Pactual \*Ex-ONCO (ainda não reportado)

Gráfico 36: Rede D'Or – fluxo de caixa para o acionista e yield de fluxo de caixa para o acionista



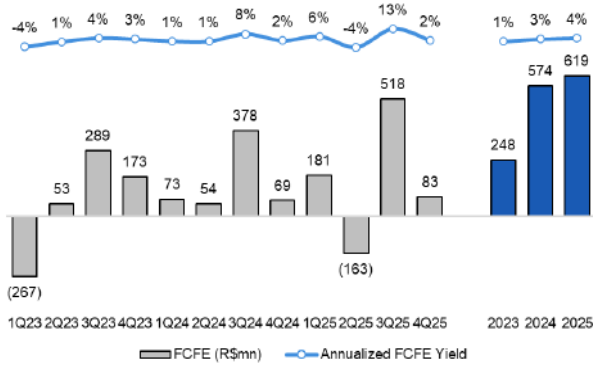
Fontes: Empresas e BTG Pactual

Gráfico 37: Hapvida – fluxo de caixa para o acionista e yield de fluxo de caixa para o acionista



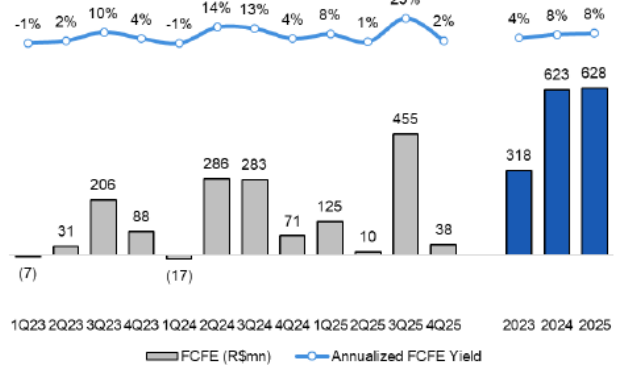
Fontes: Empresas e BTG Pactual

**Gráfico 38: Hypera – fluxo de caixa para o acionista e yield de fluxo de caixa para o acionista**



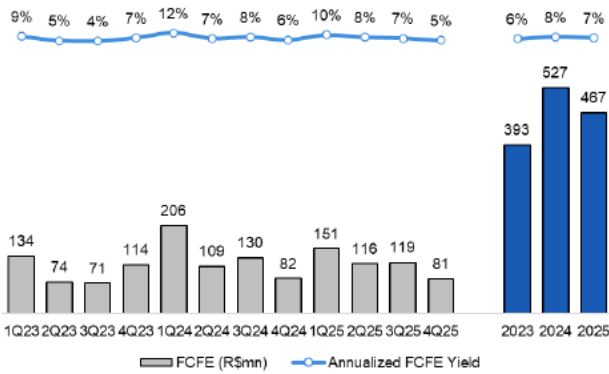
Fontes: Empresas e BTG Pactual

**Gráfico 39: Fleury – fluxo de caixa para o acionista e yield de fluxo de caixa para o acionista**



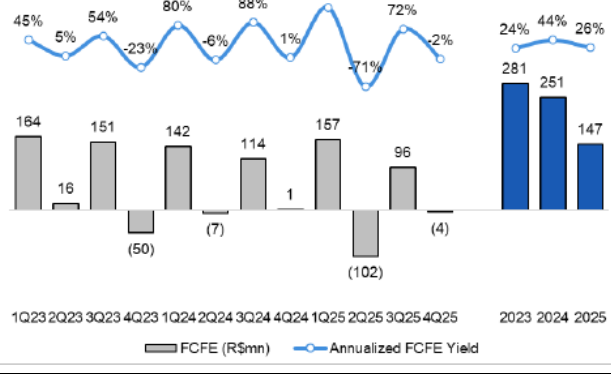
Fontes: Empresas e BTG Pactual

**Gráfico 40: ODPV – fluxo de caixa para o acionista e yield de fluxo de caixa para o acionista**



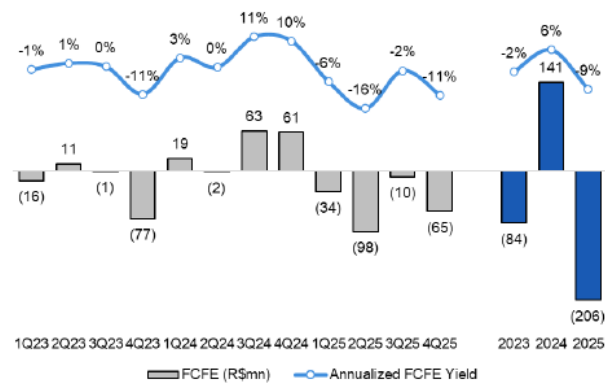
Fontes: Empresas e BTG Pactual

**Gráfico 41: QUAL – fluxo de caixa para o acionista e yield de fluxo de caixa para o acionista**



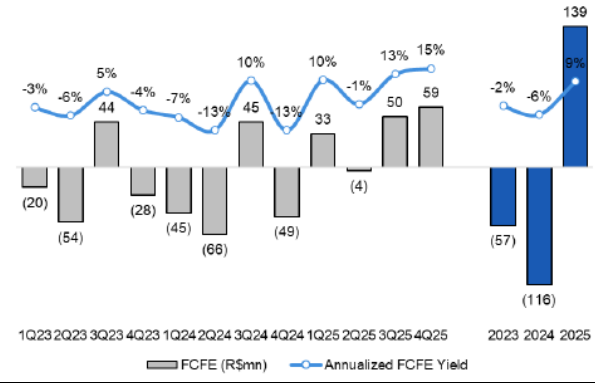
Fontes: Empresas e BTG Pactual

**Gráfico 42: BLAU – fluxo de caixa para o acionista e yield de fluxo de caixa para o acionista**



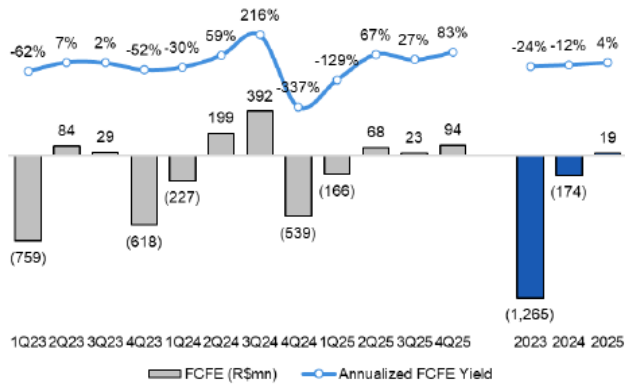
Fontes: Empresas e BTG Pactual

**Gráfico 43: MATD – fluxo de caixa para o acionista e yield de fluxo de caixa para o acionista**



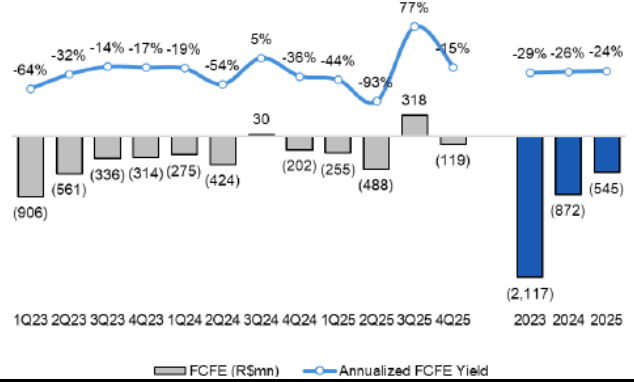
Fontes: Empresas e BTG Pactual

**Gráfico 44: VVEO – fluxo de caixa para o acionista e yield de fluxo de caixa para o acionista**



Fontes: Empresas e BTG Pactual

**Gráfico 45: DASA – fluxo de caixa para o acionista e yield de fluxo de caixa para o acionista**



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 pretende ser uma declaração completa ou 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 não 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](http://www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx)