

Comentário do mês: Rede D'Or

No comentário desse mês, vamos destacar em maior detalhe nossa tese de Rede D'Or.

Sobre o grupo

A Rede D'Or é a maior rede médica do Brasil, detendo atualmente 79 hospitais e mais de 13 mil leitos totais em 13 estados e no Distrito Federal. Além da operação hospitalar, a companhia conta com a SulAmérica, uma das maiores operadoras de planos médico-hospitalares, com aproximadamente 5 milhões de beneficiários, sendo 2.6 milhões em planos odontológicos e 2.4 milhões em planos saúde¹.

História

O embrião da companhia surgiu em 1977, quando Jorge Moll, médico cardiologista, inaugurou no Rio de Janeiro a unidade do 'Cardiolab', cuja atuação era focada em medicina diagnóstica, oferecendo exames como ultrassonografia e ecocardiograma. A unidade representou o passo inicial do que viria a ser a rede de laboratórios de diagnóstico conhecida como Grupo Labs, que passou por expansão física e por evolução do portfólio.

Em 1998, a companhia inaugurou seu primeiro hospital, o Barra D'Or, no Rio de Janeiro, pioneiro no conceito de hotelaria hospitalar² e que rapidamente se tornou uma referência na saúde privada da cidade. Previamente, não era incomum que cariocas, especialmente os que tivessem maior poder aquisitivo, fossem a São Paulo realizar procedimentos médicos, já que, por lá, a indústria hospitalar e o corpo de médicos especialistas se mostravam mais desenvolvidos.

Em poucos anos, a Rede D'Or inaugurou mais hospitais no Rio: em 2000 surgiu o Copa D'Or, na zona sul da capital fluminense; e em 2001, por sua vez, o Quinta D'Or foi inaugurado na zona norte da cidade. Nos próximos anos, a expansão alcançou o Nordeste, com a aquisição de hospitais em Pernambuco.

Em 2010, a companhia deu um passo transformacional no seu negócio: vendeu, para o Grupo Fleury, o negócio de diagnósticos, em um valor, à época, de aproximadamente R\$ 1 bilhão. Esse montante ajudou o

¹ O número desconsidera os planos administrados (ASO).

² Observatório AHNAP 2010.

grupo a comprar a rede de hospitais e maternidades São Luiz, em São Paulo, que na época tinha três unidades, fortalecendo a presença da Rede D'Or no sudeste do país.

Os anos seguintes levaram a companhia a ampliar e diversificar sua presença em diversos estados do Brasil. Com aquisições e aberturas orgânicas, a companhia passou de 17 hospitais em 2010³ para 52 hospitais em 2020.

IPO

Ao final de 2020, a companhia estreou na bolsa, em um IPO que movimentou cerca de R\$ 11.4 bilhões, levando a oferta ao posto de terceiro maior volume movimentado em uma abertura de capital na história da Bolsa.

A Rede D'Or captou recursos através de uma oferta primária, que somou cerca de R\$ 8.5 bilhões - o restante foi referente à oferta secundária, que deu saída parcial a gestoras de *private equity*. De acordo com o prospecto, à época, metade dos recursos recebidos na oferta primária seriam para arcar com o crescimento orgânico, via inauguração de novos hospitais e expansão de unidades existentes, enquanto a outra porção seria para a aquisição de novos ativos, como clínicas, hospitais e corretoras de seguros de saúde.

Com o montante que entrou no caixa, a companhia deu sequência a seu plano de M&A: em 2021, no ano seguinte à operação, a Rede D'Or adquiriu 15 hospitais, sendo sete no estado de São Paulo, três na Bahia, dois na Paraíba, um no Rio de Janeiro, um em Minas Gerais e um no Mato Grosso do Sul.

Antes da oferta, a família Moll tinha aproximadamente 57% da empresa; pós-oferta, passaram a deter 52%, ainda permanecendo como acionistas controladores da companhia e com forte presença na administração da companhia: os cinco filhos, além de estarem no quadro societário, trabalham na Rede D'Or.

³ Demonstrações Financeiras Padronizadas da Rede D'Or - 2010

Aquisição da SulAmérica

Em fevereiro de 2022, a Rede D'Or deu um passo que pegou o mercado de surpresa: anunciou a aquisição da SulAmérica, a quarta maior operadora de planos de saúde no Brasil, através de um negócio pago integralmente com a emissão de novas ações, em uma transação avaliada em cerca de R\$ 13 bilhões.

A operação gerou ceticismo no mercado: primeiramente, havia risco de integração, já que juntar uma operação hospitalar a uma operadora aumentaria a complexidade do negócio; em segundo lugar, surgiram questionamentos sobre como ficaria a relação da Rede D'Or com as outras operadoras de saúde.

A verdade é que a operação se provou um grande acerto para Rede D'Or. No consolidado, a companhia passou a ter controle da sua segunda maior fonte pagadora dos hospitais - representando cerca de 20% da receita hospitalar, somente atrás do Bradesco. É inegável que os hospitais e a operadora funcionam de forma complementar: a SulAmérica tem uma base grande de vidas e a Rede D'Or é dona dos ativos (leitos, centros cirúrgicos, pronto atendimento). Com a operadora, o grupo consegue direcionar melhor o fluxo de pacientes, reduzindo também a ociosidade em seus hospitais.

A presença da SulAmérica no grupo também acaba virando uma artimanha para 'barganhar' com outros planos de saúde na hora de discutir o credenciamento de seus hospitais. A ideia é que, muitas vezes, o paciente é muito mais fiel ao hospital que costuma frequentar do que propriamente ao seu plano de saúde. Então, já que a companhia conta com hospitais de referência na sua base, operadoras que descredenciarem os ativos da Rede D'Or podem acabar perdendo beneficiários para a SulAmérica, já que esta última, por estar no grupo, provê acesso aos hospitais do grupo.

Outro ponto é que, ao ter sua própria operadora, a abertura de ativos fica bem mais controlada, com hospitais já nascendo com credenciamento de SulAmérica, que, por sua vez, pode ganhar beneficiários por ter hospitais de alta qualidade credenciados nos planos. Assim, movimentos de expansão para determinadas regiões podem ser feitos com a própria SulAmérica dando suporte aos ativos inaugurados, reduzindo o risco de ocupação baixa e contribuindo para uma maturação até mais rápida.

Segundo a companhia⁴, "a integração entre Rede D'Or e SulAmérica (...) permite capturar sinergias operacionais e assistenciais ao longo da jornada dos pacientes, combinando a capilaridade e o conhecimento

⁴ Formulário de Referência 2025

médico-hospitalar da Rede D'Or com a capacidade analítica e a base de beneficiários da SulAmérica no segmento de planos de saúde”.

Desde que foi adquirida, a SulAmérica tem passado por melhorias, com destaque para o crescimento na base dos planos com coparticipação, que estimulam um uso mais racional do produto e visam inibir o abuso, e para o combate à fraude. A operadora também tem sido entusiasta da maior adoção de pagamentos alternativos em detrimento do *'fee for service'*, modalidade dominante no Brasil, também conhecida como *'conta aberta'*, onde a remuneração para o prestador de serviço ocorre pela soma de itens utilizados no procedimento médico - o que, em tese, pode incentivar excessos em um tratamento, gerando gastos desnecessários com saúde.

Aproximação com o Bradesco

Um dos temores suscitados após a aquisição da SulAmérica era justamente como ficaria o relacionamento com as demais operadoras, especialmente a Bradesco Saúde, principal fonte pagadora da Rede D'Or. No julgamento referente à combinação de negócios entre SulAmérica e Rede D'Or no Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE), a operação foi aprovada sem restrições, embora concorrentes tanto dos hospitais da Rede D'Or quanto da SulAmérica tenham manifestado insatisfação frente ao conselho, inclusive a operadora de planos de saúde do Bradesco.

Apesar das manifestações, o voto final⁵ do relator no CADE proferiu que “a despeito do poder de mercado da Rede D'Or em diversos mercados relevantes afetados, verificou-se que as Requerentes⁶ não têm incentivos para fechar o mercado de hospitais para operadoras de planos de saúde rivais da SulAmérica”. Na conclusão da sentença, destaca-se que “as integrações verticais resultantes da operação não suscitam preocupações concorrenciais a ponto de ensejar a intervenção do CADE.”

Fato é que a Bradesco Saúde, depois do anúncio de combinação de negócios entre SulAmérica e Rede D'Or em fevereiro de 2022, acelerou também investimentos em infraestrutura hospitalar, através da sua

5

https://sei.cade.gov.br/sei/modulos/pesquisa/md_pesq_documento_consulta_externa.php?HJ7F4wnIPj2Y8B7Bj80h1lskj7ohC8yMfhLoDBLddYoyjRGUM-C9Y2214bktXkYtFxTtekBupEww1jb8RIJoRZs1X4ygXOrgRwW7pWWwcsi782K-eqBkkrOtexD_a_4

⁶ O termo 'Requerentes' do documento se refere à Rede D'Or São Luiz S.A. ("Rede D'Or") e à Sul América S.A. ("SulAmérica").

controlada 'Atlântica Hospitais', constituída em 2021 justamente para atuar como veículo de participações no segmento de saúde.

Em março de 2022, a empresa firmou parceria com o Albert Einstein para a construção de um novo hospital na cidade de São Paulo. Nesse mesmo ano, junto com a Fleury e com a Beneficência Portuguesa, anunciou a criação de uma empresa de oncologia.

Em 2023, a Atlântica Hospitais anunciou a aquisição de uma participação de 20% no Grupo Santa, a maior rede hospitalar da região Centro-Oeste, dona de 11 unidades e de quase 1.300 leitos. Nesse mesmo ano, constituíram uma joint venture com o grupo de hospitais Mater Dei para desenvolver um novo hospital geral localizado em São Paulo.

Em maio de 2024, finalmente, chegou a vez do Bradesco se aproximar, através da Atlântica Hospitais, à Rede D'Or, em um movimento surpreendente que apazigua dois grupos em potencial rota de colisão. As duas companhias anunciaram a criação de uma joint venture para investimentos em conjunto, sendo lançada inicialmente com cinco hospitais: três que ficaram operacionais no segundo semestre de 2024 — Macaé D'Or, São Luiz Alphaville e São Luiz Guarulhos — e dois que ainda estão em fase de construção — São Luiz Taubaté e São Luiz Ribeirão Preto.

Posteriormente, ativos já em operação dentro da Rede D'Or migraram para dentro da JV, passando a ser credenciados pelo Bradesco. Foi o caso do São Luiz Campinas, do Glória D'Or e da Maternidade São Luiz Star.

Se o fato de serem donos da SulAmérica gerava apreensão, a aproximação com o Bradesco tira o temor de retaliações ao grupo. Não só isso: o bom relacionamento entre os players mitiga ainda mais o risco de ociosidade de ativos do grupo, além de potencializar os hospitais existentes e futuros da joint venture, que passam a nascer com o credenciamento de duas das principais operadoras do país.

Conclusão

Enxergamos em Rede D'Or o potencial para ser um *compounder* pelos próximos anos. O seu tamanho acaba garantindo-lhe vantagens de escala, já que consegue ter poder de negociação com seus fornecedores — e vale lembrar que a conta de materiais e medicamentos é bastante significativa para uma rede de hospitais.

Além disso, com um melhor alinhamento junto às maiores fontes pagadoras do país, o grupo mitiga o risco de descredenciamento - ou não-credenciamento - de seus hospitais e acaba incentivando outras operadoras grandes a buscarem o credenciamento de seus ativos.

Um risco inerente à indústria é a regulação dos planos de saúde pela Agência Nacional de Saúde Suplementar (ANS). No entanto, acreditamos que, pelo posicionamento, a Rede D'Or, especialmente a SulAmérica, não seria tão visada pela regulação: desde 2008, a SulAmérica não comercializa planos de saúde individuais, que possuem maior escrutínio do regulador.

Por fim, o fato de a empresa possuir, na execução do negócio, uma família controladora pautada por visão de longo prazo e com um histórico robusto de execução da indústria nos traz uma camada extra de conforto para que o papel componha nosso portfólio.

Atribuição de Performance:

O STK Long Only FIA teve um desempenho de 4.07% contra 12.56% do Ibovespa. Em termos setoriais, as principais contribuições positivas vieram dos setores Elétrico / Saneamento e Industrial. Do lado negativo, os principais detratores foram os setores de Consumo Cíclico e Insumos Básicos.

As principais contribuições positivas para a carteira no mês foram:

Ticker	% Retorno
BPAC11	1.14%
RENT3	0.90%
EQTL3	0.62%

Do lado negativo, os destaques foram:

Ticker	% Retorno
VIVA3	-0.61%
V US	-0.41%
UBER US	-0.25%

Em relação a exposição:

O fundo fechou o mês com uma exposição de 96.0%, sendo destes 32.6% em empresas internacionais e 63.4% em empresas brasileiras.

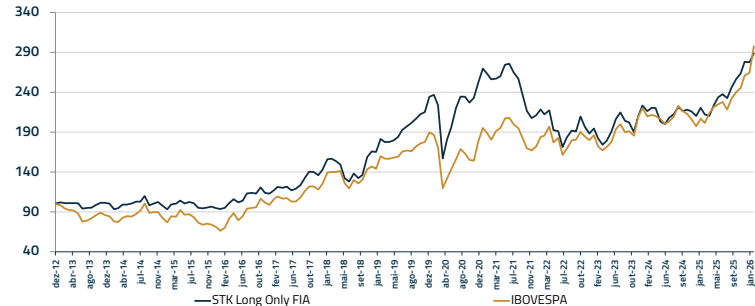
Janeiro de 2026 | Material de Divulgação

O STK Long Only FIA investe em ações utilizando análise fundamentalista como principal metodologia de avaliação de empresas. O objetivo é valorizar suas cotas no longo prazo, através de investimentos em ações negociadas no mercado à vista de bolsas de valores, mantendo apenas posições compradas. A Gestora busca maximizar a performance do fundo através de gestão ativa da carteira.

	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	Ibovespa
2012	1.19%	-0.87%	-0.06%	0.05%	-0.12%	-6.67%	0.80%	0.42%	3.67%	2.67%	-0.04%	-1.05%	0.72%	-0.01%
2013	-6.94%	1.30%	4.86%	0.00%	1.33%	2.31%	0.05%	6.75%	-10.42%	2.19%	1.92%	-4.87%	-2.86%	-15.50%
2014	-4.29%	6.38%	1.15%	3.80%	-3.54%	1.84%	-1.33%	-5.86%	-0.65%	1.01%	1.26%	-1.96%	-2.82%	-13.31%
2015	-1.21%	1.60%	6.44%	4.64%	-3.60%	1.85%	8.78%	0.72%	-0.84%	6.88%	-5.67%	-0.84%	19.20%	38.93%
2016	3.82%	3.47%	-0.84%	1.20%	-3.91%	1.91%	3.68%	7.52%	5.67%	-0.41%	-2.75%	5.12%	26.61%	26.86%
2017	9.13%	0.45%	-1.78%	-2.85%	-11.59%	-3.14%	7.90%	-4.16%	2.89%	16.47%	4.42%	-0.30%	15.54%	15.03%
2018	9.88%	-2.15%	0.01%	1.12%	2.52%	4.63%	2.50%	2.09%	2.53%	2.84%	1.16%	8.94%	41.83%	31.58%
2019	1.07%	-5.53%	-29.77%	15.06%	8.47%	12.29%	6.56%	-0.15%	-3.08%	2.56%	8.35%	6.89%	15.12%	2.92%
2020	-2.37%	-2.68%	0.33%	1.10%	5.63%	0.43%	-3.94%	-3.02%	-8.03%	-8.33%	-4.12%	1.65%	-21.75%	-11.93%
2021	3.52%	-2.81%	2.38%	-11.48%	-0.64%	-10.37%	6.99%	4.67%	-0.56%	9.78%	-6.13%	-4.23%	-10.75%	4.69%
2022	3.35%	-6.39%	-4.35%	2.84%	6.49%	8.20%	3.94%	-4.78%	-1.16%	-5.97%	10.44%	6.47%	18.59%	22.28%
2023	-3.14%	1.87%	-0.05%	-7.67%	-1.67%	3.95%	2.24%	4.16%	-2.18%	0.70%	-0.95%	-2.65%	-5.84%	-10.36%
2024	4.81%	-3.74%	-0.84%	6.21%	4.55%	1.69%	-2.06%	5.53%	4.37%	2.79%	5.62%	-0.23%	31.98%	33.95%
2025	4.07%												4.07%	12.56%

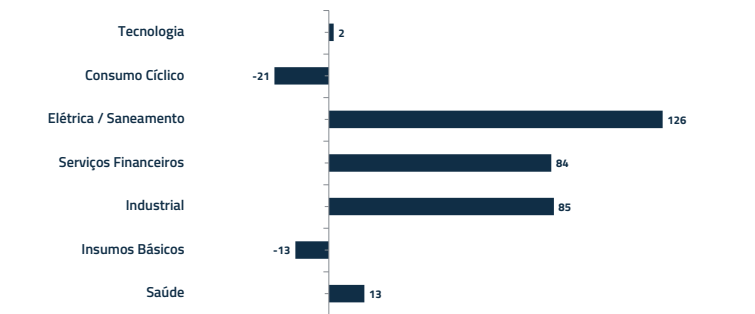
	Mês	Ano	12M	24M	36M	60M	Desde o Início
	Retorno	Retorno Volatilidade	Retorno Volatilidade	Retorno Volatilidade	Retorno Volatilidade	Retorno Volatilidade	Retorno Volatilidade
STK Long Only FIA	4.07%	4.07% 14.40%	31.04% 14.23%	33.52% 13.68%	48.39% 14.89%	9.71% 17.60%	188.87% 19.72%
Ibovespa	12.56%	12.56% 18.21%	43.79% 15.20%	41.97% 14.41%	59.89% 15.07%	57.62% 17.64%	197.51% 23.17%

Performance Desde o início 26 de dezembro de 2012
Rentabilidade Acumulada [Desde o início | 26 de dezembro de 2012]

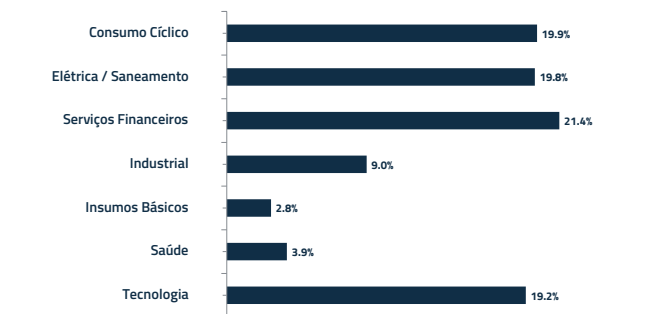


* Ibovespa é mera referência econômica e não meta ou parâmetro de performance do fundo.
* CDI é mera referência econômica e não meta ou parâmetro de performance do fundo

Contribuição Setorial Bruta | Janeiro



Exposição Setorial (Fechamento de Mês)



Termos

Público Alvo: Investidores em geral
Início do Fundo: 26/12/2012
Classificação ANBIMA: Ações Livre
Cód. Anbima: 32177-1 / Cód. CVM: 194700
Cód. BBG: STKLOI BZ Equity
Perfil de Risco: Arrojado
Taxa de Administração: 2% aa sobre o patrimônio líquido do Fundo. Apurada diariamente e paga mensalmente
Taxa de Administração Máxima: 2,25% aa. Compreende a taxa de administração mínima e o percentual máximo que a política do FUNDO admite despendar em razão das taxas de administração dos fundos de investimento investidos

Taxa de Performance: 20% aa sobre o ganho que exceder IBOVESPA aa, com marca d'água. Apurada diariamente e paga semestralmente
Tributação: 15% sobre os rendimentos, incidente no resgate.
Conversão de Cotas na Aplicação: D+1 da disponibilidade dos recursos
Conversão de Cotas no Resgate: D+30 dias corridos da solicitação
Pagamento do Resgate: D+2 dias úteis da conversão de cotas
Carência para Resgate: Não há
Administrador e Distribuidor: BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A. (CNPJ: 02.201.501/0001-61) Av. Presidente Wilson, 231, 11º andar, Rio de Janeiro, RJ, CEP: 20030-905, Tel: (21) 3219 2500 / Fax: (21) 3219 2501 www.bnymellon.com.br/sf

SAC: sac@bnymellon.com.br ou (21) 3219 2600, (11) 3050 8010
Ouvidoria: ouvidoria@bnymellon.com.br ou 0800 725 3219
O regulamento do fundo poderá ser encontrado no site do distribuidor por meio do seguinte hiperlink:
[Regulamento do fundo](#)
Gestor: STK Capital Gestora de Recursos Ltda.
Tel: (21) 3219 6550 / Fax: (21) 3219 6505
contato@stkcapital.com.br
Auditor: HP&C
Custodiante: BNY Mellon Banco
SUPERVISÃO E FISCALIZAÇÃO
- Comissão de Valores Mobiliários – CVM
- Serviço de Atendimento ao Cidadão em www.cvm.gov.br



Leia a lâmina de informações essenciais, se houver, e o regulamento antes de investir. Os investimentos em fundos não são garantidos pelo administrador ou por qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, pelo Fundo Garantidor de Crédito. Para avaliação da performance de um fundo de investimento, é recomendável a análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. Os fundos geridos pela STK Capital utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Os fundos de ações podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. Este fundo está autorizado a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. As informações contidas nesse documento são confidenciais e não podem ser reveladas sem o consentimento prévio e expresso da STK Capital. A exposição ao risco e a possibilidade de perda são inerentes aos investimentos.

O STK Long Only FIA investe em ações utilizando análise fundamentalista como principal metodologia de avaliação de empresas. O objetivo é valorizar suas cotas no longo prazo, através de investimentos em ações negociadas no mercado à vista de bolsas de valores, mantendo apenas posições compradas. A Gestora busca maximizar a performance do fundo através de gestão ativa da carteira.

Início do fundo: 26 de dezembro de 2012.

Público alvo: Investidores em geral.

Classificação ANBIMA: Ações Livre | Código ANBIMA – 32177-1 | Código CVM – 194700

Perfil de Risco: Arrojado.

Taxa de administração: 2% aa sobre o patrimônio líquido do Fundo. Apurada diariamente e paga mensalmente.

Taxa de administração máxima: 2,25% aa. Compreende a taxa de administração mínima e o percentual máximo que a política do FUNDO admite despende em razão das taxas de administração dos fundos de investimento investidos

Taxa de performance: 20% aa sobre o ganho que exceder Ibovespa Fechamento, com marca d'água. Apurada diariamente e paga semestralmente

Conversão de cotas na Aplicação: D+1 da disponibilidade dos recursos

Conversão de cotas no Resgate: D+30 dias corridos da solicitação

Pagamento do Resgate: D+2 dias úteis da conversão de cotas

Carência para Resgate: não há

Administrador e Distribuidor: BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A. (CNPJ: 02.201.501/0001 61)

Av. Presidente Wilson, 231, 11º andar, Rio de Janeiro, RJ, CEP: 20030-905, Tel: (21) 3219 2500 / Fax: (21) 3219 2501 www.bnymellon.com.br/sf

SAC: sac@bnymellon.com.br ou (21)3219-2600 | (11) 3050-8010

Ouvidoria: ouvidoria@bnymellon.com.br ou 0800-725-3219

Gestor: STK Capital Gestora de Recursos Ltda.

Auditor: KPMG

Custodiante: BNY Mellon Banco

Leia a lâmina de informações essenciais, se houver, e o regulamento antes de investir. Os investimentos em fundos não são garantidos pelo administrador ou por qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, pelo Fundo Garantidor de Crédito. Para avaliação da performance de um fundo de investimento, é recomendável a análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. Os fundos geridos pela STK Capital utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Os fundos de ações podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. Este fundo está autorizado a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. As informações contidas nesse documento são confidenciais e não podem ser reveladas sem o consentimento prévio e expresso da STK capital. A exposição ao risco e a possibilidade de perda são inerentes aos investimentos.



Gestão de Recursos