



**UNIVERSIDADE FEDERAL RURAL DE PERNAMBUCO**  
**DECON – DEPARTAMENTO DE ECONOMIA**  
**BACHARELADO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

**VALORAÇÃO DE EMPRESAS PELO MÉTODO DO FLUXO DE  
CAIXA DESCONTADO: UM ESTUDO DE CASO DA ODONTOPREV**

**ÁLVARO SANTOS MARTÍNEZ**

Recife/PE

2023

**ÁLVARO SANTOS MARTÍNEZ**

**VALORAÇÃO DE EMPRESAS PELO MÉTODO DO FLUXO DE  
CAIXA DESCONTADO: UM ESTUDO DE CASO DA ODONTOPREV**

Monografia apresentada à Universidade Federal Rural de Pernambuco (UFRPE), como requisito para obtenção de grau de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Leonardo Ferraz Xavier.

Recife/PE

2023

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação  
Universidade Federal Rural de Pernambuco  
Sistema Integrado de Bibliotecas  
Gerada automaticamente, mediante os dados fornecidos pelo(a) autor(a)

---

- M385v      Martínez, Álvaro Santos  
                 Valoração de empresas pelo método do fluxo de caixa descontado: Um estudo de caso da Odontoprev / Álvaro Santos  
                 Martínez. - 2023.  
                 49 f.
- Orientador: Leonardo Ferraz Xavier.  
                 Inclui referências, apêndice(s) e anexo(s).
- Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) - Universidade Federal Rural de Pernambuco, Bacharelado em  
                 Ciências Econômicas, Recife, 2023.
1. Valuation. 2. Fluxo de Caixa Descontado. 3. Odontoprev. I. Xavier, Leonardo Ferraz, orient. II. Título



**UNIVERSIDADE FEDERAL RURAL DE PERNAMBUCO**  
**DECON – DEPARTAMENTO DE ECONOMIA**  
**BACHARELADO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

**VALORAÇÃO DE EMPRESAS PELO MÉTODO DO FLUXO DE  
CAIXA DESCONTADO: UM ESTUDO DE CASO DA ODONTOPREV**

**ÁLVARO SANTOS MARTINEZ**

**BANCA EXAMINADORA**

**Prof. Dr. Leonardo Ferraz Xavier (Orientador)**

Assinatura: \_\_\_\_\_ Nota: \_\_\_\_\_

**Prof. Dr. Luiz Flavio Arreguy Maia Filho**

Assinatura: \_\_\_\_\_ Nota: \_\_\_\_\_

**Prof. Dr. Luís Eduardo Barbosa Carazza**

Assinatura: \_\_\_\_\_ Nota: \_\_\_\_\_

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço a Deus por me sustentar diante de todos os obstáculos enfrentados durante a graduação e por abençoar o meu processo de aprendizado.

Ao meu pai, por sempre incentivar os meus estudos e por sempre me orientar a pensar de forma crítica. Sua presença e incentivo foram essenciais na construção da minha formação pessoal e acadêmica.

À minha namorada, que esteve ao meu lado durante esse processo e me encorajou a seguir nos momentos de desânimo.

Não posso deixar de mencionar meus amigos, os quais conquistei ao longo da graduação, e que foram uma fonte constante de ânimo nos momentos mais desafiadores. Suas amizades foram essenciais na minha jornada até a conclusão deste curso.

Sou grato também à Universidade Federal Rural de Pernambuco e a cada membro do corpo docente e funcionários que contribuíram direta e indiretamente para a realização desse sonho.

Agradeço a todos que fizeram parte dessa etapa importante da minha vida acadêmica.

## RESUMO

O presente trabalho, tem como objetivo calcular o valor justo das ações da empresa Odontoprev, listada na bolsa de valores do Brasil (B3) pelo código ODPV3. Referido cálculo foi feito mediante técnica de *valuation*, especificamente utilizando a metodologia de Fluxo de Caixa Descontado (FCD). As informações que serviram de base para este trabalho tiveram como principal origem documentos técnicos e contábeis, fornecidos no site de Relações com Investidores da própria empresa, com relação aos anos de 2013 a 2023, além de instituições de entidades oficiais e acadêmicas. Foram realizadas projeções para os próximos dez anos, baseadas no desempenho passado da firma e valores projetados nas demonstrações de resultados apresentados pela empresa. Considerando as premissas adotadas neste estudo, o valor resultante é de R\$ 8,91 por ação. Assim, esta análise sugere que a empresa pode estar ligeiramente sobreavaliada, levando em conta os riscos associados à empresa.

Palavras-chave: Valuation; Fluxo de Caixa Descontado; Odontoprev.

## **ABSTRACT**

The present work aims to calculate the fair value of the shares of the company Odontoprev, listed on the Brazilian stock exchange (B3) under the code ODPV3. Said calculation was made using a valuation technique, specifically using the Discounted Cash Flow (DCF) methodology. The information that served as the basis for this work had as its main origin technical and accounting documents, provided on the company's own Investor Relations website, in relation to the years 2013 to 2023, in addition to institutions of official and academic entities. Projections were made for the next ten years, based on the firm's past performance and values projected in the income statements presented by the company. Considering the assumptions adopted in this study, the resulting value is R\$8.91 per share. Therefore, this analysis suggests that the company may be slightly overvalued, taking into account the risks associated with the company.

Keywords: Valuation; Discounted Cash Flow; Odontoprev.

# SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	7
2	FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....	9
2.1	<b>IMPORTÂNCIA DO VALUATION.....</b>	9
2.2	<b>FLUXO DE CAIXA DESCONTADO.....</b>	10
2.2.1	Fluxos de caixa simples.....	11
2.2.2	Fluxos de caixa de anuidade ou série.....	12
2.2.3	Fluxos de caixa de anuidade crescente.....	12
2.2.4	Fluxo de caixa de perpetuidade ou série infinita.....	13
2.2.5	Fluxo de caixa de perpetuidade crescente ou série infinita crescente.....	13
2.2.6	Fluxo de caixa livre.....	14
2.2.6.1	<i>Fluxo de caixa da livre da empresa.....</i>	14
2.2.6.2	<i>Fluxo de caixa do acionista.....</i>	15
2.2.7	Taxa de desconto.....	16
2.2.8	Custo de capital.....	17
2.3	<b>PANORAMA SOBRE A ODONTOPREV E SEU SETOR DE ATUAÇÃO.....</b>	19
3	METODOLOGIA.....	25
4	RESULTADOS.....	27
4.1	<b>Projeção da Receita.....</b>	27
4.2	<b>Deduções sobre a Receita.....</b>	28
4.3	<b>Projeção dos Custos de Serviços.....</b>	28
4.4	<b>Projeção das Despesas Operacionais e Administrativas.....</b>	29
4.5	<b>Projeção das Despesas e Receitas Financeiras.....</b>	29
4.6	<b>Projeção de Imposto de Renda e Contribuição Social.....</b>	30
4.7	<b>Custo do Capital Próprio.....</b>	30
4.8	<b>Capital de Giro.....</b>	32
4.9	<b>Investimentos (CAPEX).....</b>	32
4.10	<b>Projeções do Fluxo de Caixa.....</b>	33
4.11	<b>Análise de sensibilidade nas taxas de desconto:.....</b>	34
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	36
	REFERÊNCIAS.....	38
	APÊNDICE.....	46



# 1 INTRODUÇÃO

O processo de *valuation* ou análise de uma empresa se tornou uma ferramenta fundamental no mundo dos negócios. Em um cenário empresarial cada vez mais competitivo e dinâmico, compreender o valor real de uma empresa é crucial para a tomada de decisões estratégicas, seja para investidores, acionistas, gestores ou empreendedores.

Estimar o valor monetário de uma empresa envolve a utilização de diversos métodos e técnicas financeiras, seja para estimar o seu valor no presente ou projeções futuras. Essa avaliação pode ser realizada em diferentes contextos, como fusões e aquisições, abertura de capital, busca por investidores ou simplesmente para compreender a saúde financeira de uma organização (ASSAF NETO, 2014).

O objetivo deste trabalho é explorar os fundamentos do *valuation*, com foco especial na metodologia do Fluxo de Caixa Descontado, reconhecida como a abordagem preponderante no mercado de capitais. Além disso, serão abordados os principais desafios e considerações práticas, envolvidos no estudo de caso do *valuation* da Odontoprev, levando em conta a particularidade do setor e o impacto de fatores macroeconômicos.

A escolha da Odontoprev para este estudo de caso foi pautada em diversos motivos que destacam sua relevância e atratividade. Em princípio, a Odontoprev é uma empresa de capital aberto, com ações listadas no Novo Mercado da Bolsa de Valores do Brasil (B3). O Novo Mercado é um segmento de listagem da B3 caracterizado por regulamentações mais rigorosas em relação à governança corporativa, transparência e proteção dos direitos dos acionistas (B3, 2023). Isso implica que a Odontoprev está sujeita a elevados padrões de governança corporativa e divulgação de informações, tornando-a uma escolha extremamente pertinente para a análise em questão.

Além disso, a importância social da Odontoprev não pode ser subestimada, uma vez que os serviços odontológicos são uma parte fundamental do sistema de saúde. Ao analisar a contribuição da empresa para o bem-estar da população, é possível adicionar uma dimensão social significativa ao estudo de caso, destacando seu impacto positivo na saúde bucal dos seus clientes.

Adicionalmente, o leitor poderá aprofundar a compreensão da aplicabilidade do método mais utilizado entre os profissionais da área financeira, permitindo de maneira simples

realizar boas avaliações e obter um desempenho superior nos mercados de ações, adquirindo ativos subvalorizadas e vendendo ações supervalorizadas, fundamentando suas decisões de investimento e o gerenciamento de seu portfólio em estimativas precisas do valor justo. Isso ocorre porque investidores que conseguem fazer boas avaliações têm a possibilidade de obter retornos maiores que outros investidores (MINARDI, 2004).

A estrutura deste trabalho está organizada em quatro capítulos, além desta introdução. O segundo capítulo consistirá em uma revisão bibliográfica dos principais estudos e teorias sobre *valuation*, como o Fluxo de Caixa Descontado (FCD). Serão discutidas as principais metodologias empregadas na projeção de fluxos de caixa futuros, bem como na determinação de taxas de desconto apropriadas, custo de capital próprio e as diferenças entre óticas dos investidores.

No terceiro capítulo será apresentada a metodologia deste trabalho e, logo em seguida, o estudo de caso da Odontoprev S.A., empresa líder no setor odontológico. Neste capítulo, serão aplicados os métodos de *valuation* estudados no segundo capítulo, para avaliar a empresa sob uma perspectiva prática. Serão realizadas análises específicas para entender o valor intrínseco dessa empresa, considerando sua atuação no mercado, suas perspectivas futuras e os fatores que impactam o setor odontológico. Além disso, serão abordadas as limitações e as críticas ao processo de *valuation*, destacando a importância de se considerar variáveis não financeiras, como a gestão estratégica, a reputação da empresa e as tendências de mercado, para uma avaliação mais completa e precisa.

Por fim, espera-se que este trabalho ofereça uma visão abrangente sobre o Fluxo de Caixa Descontado, fornecendo ao leitor uma base sólida para compreender a importância desse processo e sua aplicação no ambiente empresarial.

## 2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

### 2.1 IMPORTÂNCIA DO VALUATION

Segundo Assaf Neto (2014), a avaliação de empresas e a criação de valor tornaram-se cada vez mais relevantes no Brasil, especialmente após o período de abertura econômica e de privatizações de empresas públicas, o que se intensificou a partir da década de 1980. Esse contexto gerou a necessidade de avaliar o valor das empresas em um ambiente mais competitivo e globalizado, moldando a maneira como os negócios e os investimentos são percebidos e conduzidos no país.

O processo de avaliação de ativos ganha destaque em diferentes contextos, como fusões e aquisições, abertura de capital, distribuição de dividendos, busca por investidores ou orientação estratégica para a geração de valor empresarial (ASSAF NETO, 2014). Portanto, compreender e aplicar adequadamente uma avaliação empresarial fundamenta as tomadas de decisões estratégicas, contribuindo para o sucesso das empresas no ambiente de negócios.

Além disso, Assaf Neto (2014, p. 189) afirma que “*mesmo que ajustes específicos sejam aplicados na avaliação de certos ativos, os princípios fundamentais permanecem inalterados*”. Isso implica que, embora essas atividades possuam características diversas, algumas mais simples de serem avaliadas e outras não, os princípios essenciais da avaliação financeira permanecem os mesmos.

De acordo com Damodaran (2010), o valor intrínseco de um ativo financeiro, como uma empresa, projeto ou ativo, envolve quantificar o valor presente dos fluxos de caixa futuros esperados que esse ativo possa gerar, considerando fatores como risco, crescimento e retornos projetados. Assim sendo, o objetivo do *valuation* é chegar a uma estimativa fundamentada e razoável do valor real do ativo, independentemente de seu preço de mercado atual.

Além disso, muitas pessoas dependem das avaliações feitas por analistas e pesquisas, visto que consideram a avaliação de ativos como um processo complexo e um pré-requisito para tomar decisões de compra e venda de um ativo. No entanto, Damodaran (2010) ressalta que o *valuation* é uma das habilidades mais cruciais em finanças, permitindo identificar oportunidades de investimento ou desinvestimento em empresas de capital aberto.

Posto isto, o *valuation* desempenha um papel fundamental ao influenciar os investidores a adotarem estratégias sólidas, concentrando-se na identificação de ativos de

qualidade. Essa metodologia se mostra altamente vantajosa para o sucesso a longo prazo. Nesse sentido, Minardi (2004) destaca que investidores que conduzem avaliações precisas têm maior chance de obter retornos superiores, pois podem identificar títulos com preços inadequados.

É importante destacar que a avaliação não é uma ciência exata, estando sujeita a possíveis suposições e vieses individuais de cada analista. Segundo Póvoa (2019), o valor de um ativo é influenciado pela perspectiva do observador, que pode ser afetada por vieses perceptivos ou interpretações diversas dos resultados, além da existência de investidores dispostos a adquirir esse ativo por um preço que supera o seu valor real.

Em outro estudo, Lima (2010) utilizou a metodologia de Fluxo de Caixa Descontado e, diante de seus resultados, entendeu que, dependendo do modelo adotado, das premissas e dos cenários criados, dois avaliadores podem obter valores diferentes para a mesma empresa.

## **2.2 FLUXO DE CAIXA DESCONTADO**

A avaliação envolve a combinação de análise quantitativa e julgamento qualitativo. Os principais métodos de avaliação, como o Fluxo de Caixa Descontado (FDC), que relaciona o valor de um ativo ao valor presente dos fluxos de caixa futuros esperados desse ativo; a Avaliação por Múltiplos, que estima o valor de um ativo comparando-o com o preço de outros ativos em relação a variáveis comuns, como lucros, fluxos de caixa, valor contábil ou vendas; e a Avaliação por Transações Comparáveis, que utiliza dados de tendências históricas e recentes em acordos similares de fusões e aquisições; são explorados para fornecer uma visão abrangente do valor potencial de um ativo (DAMODARAN, 2010).

Apesar da existência de várias metodologias, Assaf Neto (2014, p. 182) sugere que *“o método de Fluxo de Caixa Descontado (FDC) é o que apresenta maior rigor técnico e conceitual, sendo por isso o mais indicado e adotado na avaliação de empresas”*. Assim, essa abordagem se destaca como uma ferramenta valiosa para a análise e a tomada de decisões no mundo empresarial e de investimentos.

No mesmo sentido, Gambetta (2016) realizou um estudo comparativo entre duas técnicas, em que aplicou, em uma microempresa de instrumentos musicais, o método de Fluxo de Caixa Descontado e o Método de Valor Patrimonial Contábil. Seus achados sugerem que a abordagem do Valor Patrimonial Contábil é limitada, pois não reflete os ganhos que os ativos e os passivos geram quando em conjunto.

Conforme o nome sugere, o método de Fluxo de Caixa Descontado baseia-se na determinação do valor presente dos fluxos de caixa futuros, por meio da aplicação de uma taxa de desconto apropriada, considerando o valor do dinheiro ao longo do tempo (TEIXEIRA, 2021).

Segundo Eckert (2012), o processo de *valuation* de uma empresa é uma tarefa complexa, dada a exigência de se contemplar uma série de elementos, tais como os ativos tangíveis e intangíveis, bem como as diferentes categorias de obrigações. No entanto, Damodaran (2010) ressalta que a simplicidade do modelo pode, paradoxalmente, conduzir a resultados mais precisos. Isso se deve ao fato de que, ao empregar um modelo excessivamente complexo, a probabilidade de incorrer em erros nos *inputs* tende a aumentar.

Para efetuar os devidos cálculos, salienta-se que é fundamental o acesso a demonstrações financeiras como Balanço Patrimonial (BP), Demonstrativo de Resultado do Exercício (DRE) e Demonstrativo de Fluxo de Caixa (DFC).

Para Buffet (2010) o Balanço Patrimonial é uma demonstração que detalha todos os ativos e direitos de uma empresa em uma data específica, ao mesmo tempo em que revela suas obrigações e passivos exigíveis. Por sua vez, o Demonstrativo de Resultado do Exercício (DRE) tem como objetivo mostrar como a empresa obteve seu lucro ou prejuízo durante um determinado período, geralmente um ano fiscal (BUFFET, 2010). Por fim, a demonstração de Fluxo de Caixa, segunda Póvoa (2012), é o relatório que captura todos os movimentos da conta caixa, subdividindo-os em operacional, financiamento e investimento no período.

Destaca-se que, para Damodaran (2010), existem vários tipos de empresas com diferentes comportamentos, níveis de risco, faturamento atual e faturamento projetado, e, portanto, é necessário realizar o *valuation* mais adequado para cada situação, avaliando a relação risco-retorno entre as empresas, seus valores projetados e valores presentes.

Damodaran (2010) lista os tipos distintos de fluxos de caixa e fornece os cálculos para se determinar o valor presente em cada um, bem como os elementos fundamentais para a aplicação da metodologia de Fluxo de Caixa Descontado como técnica de *valuation*, o que pode ser entendido nos tópicos a seguir.

### **2.2.1 Fluxos de caixa simples**

Consiste em projetar o fluxo de caixa futuro de um ativo que irá gerar em um único período, descontando-se esse valor para o presente, mediante uma taxa de desconto apropriada.

Segundo Damodaran (2010), o fluxo de caixa simples pode ser representado pela seguinte fórmula:

$$\text{Valor Presente} = \sum [\text{FCF} / (1 + r)^n]$$

FCF = Fluxo de caixa gerado em um determinado período futuro;

r = Taxa que representa o custo de capital ou a taxa de retorno mínima exigida pelos investidores para assumir esse risco; e

n = Número de períodos no futuro.

### 2.2.2 Fluxos de caixa de anuidade ou série

Conforme Damodaran (2010), traz a valor presente de uma série de fluxos de caixas com valores constantes e intervalos de tempo regulares, o que pode ser representado pela fórmula a seguir:

$$\text{VP} = P \times \{1 - [1 / (1 + r)^n]\} / r$$

VP = Valor presente da anuidade;

P = Valor do pagamento ou recebimento periódico;

r = Taxa de desconto; e

n = Número total de períodos.

### 2.2.3 Fluxos de caixa de anuidade crescente

Segundo Damodaran (2010), o fluxo de caixa de anuidades que aumentam a uma taxa de crescimento constante (g), mas com um período finito previamente definido pode ser trazido a valor presente usando a seguinte expressão:

$$\text{VP} = \text{FC} \times (1+g) \times \{1 - [(1 + g)^n / (1 + r)^n]\} / (r - g)$$

VP = Valor presente da anuidade;

FC = Fluxo de caixa gerado no primeiro período;

g = Taxa de crescimento;

r = Taxa de desconto (ou taxa de juros) por período; e

n = Número total de períodos.

#### **2.2.4 Fluxo de caixa de perpetuidade ou série infinita**

Conforme Damodaran (2010), resulta em uma série de pagamentos periódicos, com um valor constante, que ocorrem ao longo do tempo de forma contínua e indeterminada, o que se representa pela seguinte fórmula:

$$VP = FC / r$$

VP = Valor presente de uma perpetuidade;

FC = Valor do pagamento ou recebimento periódico; e

r = Taxa de desconto (ou taxa de juros) por período.

#### **2.2.5 Fluxo de caixa de perpetuidade crescente ou série infinita crescente**

Segundo Damodaran (2010), pode-se também utilizar o valor presente de fluxos que crescerão infinitamente a uma taxa constante e de forma contínua e indeterminada, o que se representa pela seguinte fórmula:

$$VP = FC / (r - g)$$

VP = Valor presente de uma perpetuidade crescente;

FC = Fluxo de caixa esperado para o próximo ano;

r = Taxa de desconto; e

g = Taxa de crescimento esperada na perpetuidade.

Ressalta-se que, no processo de quantificação de um ativo, a aplicação do conceito de crescimento na perpetuidade se revela amplamente utilizado. Isso ocorre porque, após o período projetado, é essencial estimar o valor terminal, também conhecido como valor residual. O valor terminal representa uma estimativa do valor futuro da empresa após o período projetado. Nessa estimativa, leva-se em consideração que a empresa continuará suas operações e a geração de fluxos de caixa indefinidamente, conforme Martelanc, Pasin e Cavalcante (2010).

Adicionalmente, Damodaran (2010) destaca que é fundamental adotar uma taxa de crescimento na perpetuidade inferior à taxa de crescimento da economia. Além disso, é necessário que essa taxa de crescimento seja menor do que a taxa de desconto utilizada no cálculo.

### **2.2.6 Fluxo de caixa livre**

Para Póvoa (2019, p. 134) o “*fluxo de caixa livre incluiria somente aqueles investimentos necessários à manutenção da atividade operacional da empresa no mesmo nível*”. Dessa forma, o fluxo de caixa livre quantifica o dinheiro que uma empresa gera a partir de suas operações, após deduzir os investimentos necessários para manter o nível atual de atividades operacionais. Ou seja, representa a quantidade de dinheiro disponível em uma empresa após todos os gastos serem quitados.

Ainda sobre esse modelo, segundo Eckert (2012), a contabilidade tradicional não inclui essas informações diretamente nos relatórios, pois apenas provisiona receitas, custos e despesas, muitas vezes usando métodos arbitrários. Isso distorce a compreensão adequada do fluxo de caixa, já que o valor real da empresa requer e deve considerar os valores efetivos a pagar e a receber, não apenas os provisionados, conforme definidos internamente ou regulamentados. Portanto, é necessário ajustar ou atualizar as demonstrações contábeis disponíveis para calcular o fluxo de caixa livre de forma precisa.

De acordo com Teixeira (2021), a teoria do Fluxo de Caixa Descontado é dividida em dois métodos principais: o Fluxo de Caixa Livre para a Firma (FCFF, do inglês *Free Cash Flow to Firm*) e o Fluxo de Caixa Livre para o *Equity* (FCFE, do inglês *Free Cash Flow to Equity*).

#### **2.2.6.1 Fluxo de caixa da livre da empresa**

Segundo Teixeira (2021), o fluxo de caixa da empresa mede a quantidade de dinheiro que uma empresa gera a partir de suas operações, após descontar os investimentos em ativos fixos e o capital de giro necessário para manter as operações em funcionamento, independente do seu grau de alavancagem.

De acordo com Assaf Neto (2014), o fluxo de caixa da empresa é calculado a partir do fluxo de caixa operacional após os impostos, conforme segue:



Quadro 1 - Fluxo de Caixa da Empresa

	NOPAT - Resultado Operacional Líquido após o IR
-	Depreciação/Amortização
- ou +	Fluxo de Caixa Operacional
- ou +	CAPEX - <i>Capital Expenditure</i>
- ou +	Variação do Investimento em Giro
=	Fluxo de Caixa Disponível da Empresa (FCFF)

Fonte: Assaf Neto (2014).

### 2.2.6.2 Fluxo de caixa do acionista

O fluxo de caixa disponível para os acionistas é o montante real de caixa que os acionistas poderão utilizar na distribuição de dividendos. Os acionistas assumem o papel de credores residuais em relação aos ganhos da empresa, recebendo somente os retornos finais após o cumprimento de todas as obrigações (ASSAF NETO, 2014).

Segundo Assaf Neto (2014), o modelo de fluxo de caixa do acionista é ilustrado da seguinte forma:

Quadro 2 - Fluxo de Caixa do Acionista

	Fluxo de Caixa Operacional: NOPAT + Depreciação
- ou +	CAPEX - <i>Capital Expenditure</i>
- ou +	Variação do Investimento em Giro
=	Fluxo de Caixa Disponível da Empresa (FCFF)
-	Despesas Financeiras
+	Benefício Fiscal da Dívida
+	Entrada de Novas Dívidas
=	Fluxo de Caixa Disponível do Acionista (FCFE)

Fonte: Assaf Neto (2014).

De acordo com Póvoa (2012), este modelo deve ser empregado quando:

A empresa em questão não tem perspectivas de mudança na estrutura de capital; em geral, são entidades maduras, líderes de mercado. A opção mais indicada é a utilização do método do fluxo de caixa para o acionista, já que não teremos dificuldade em projeções de juros a serem pagos e a contração/pagamento de novas dívidas se dará de forma simultânea à venda/recompra/cancelamento de ações. (PÓVOA, 2012, p. 167).

### 2.2.7 Taxa de desconto

Segundo Damodaran (2010), o valor do dinheiro no presente é superior ao valor do dinheiro no futuro. Portanto, ao tomar decisões de investimento, é essencial considerar a perda do poder de compra da moeda ao longo do tempo, bem como as incertezas relacionadas aos fluxos futuros. Assim sendo, o uso da taxa de desconto se apresenta como uma ferramenta fundamental, pois permite trazer os fluxos de caixa do futuro para o presente, levando em consideração a perda de poder de compra da moeda ao longo do tempo.

De acordo com Teixeira (2021), o método predominante para a avaliação de empresas é a aplicação da taxa de desconto ajustada ao risco. Nesse sentido, utiliza-se uma taxa de desconto que varia conforme a maior ou a menor percepção de risco associada aos ativos em questão.

Além disso, Assaf Neto (2014) destaca a importância de se considerar fatores como o setor de atuação da empresa, as perspectivas de crescimento do mercado e as condições econômicas gerais, ao determinar a taxa de desconto apropriada. Esses elementos desempenham um papel crucial na avaliação precisa do risco associado aos fluxos de caixa futuros da empresa.

No que diz respeito à escolha entre financiamento com capital próprio ou de terceiros, Damodaran (2010) ressalta que empresas que dependem mais do capital próprio tendem a ter uma estrutura de capital mais sólida e resiliente. Isso ocorre devido à menor pressão de reembolso financeiro, em comparação com empresas que dependem mais do capital de terceiros, o que, por sua vez, pode melhorar a percepção de qualidade por parte dos investidores e do mercado em geral.

Existem diversas abordagens para determinar as taxas de desconto, sendo uma das mais conhecidas a WACC, do inglês *Weight Average Cost of Capital* ou, em português, Custo Médio Ponderado de Capital, que leva em consideração o custo de oportunidade da empresa,

com base na ponderação de cada fonte de financiamento em relação ao total do capital (LIMA, 2010).

O Custo Médio Ponderado do Capital pode ser determinado utilizando a seguinte fórmula:

$$WACC = [K_e (E/D+E) + K_d (D/D+E)] \times (1 - IR)$$

$K_e$  = Custo do capital próprio;

$K_d$  = Custo explícito de capital de terceiros;

IR = Alíquota de imposto de renda;

$E/D+E$  = Proporção do capital correspondente ao patrimônio líquido; e

$D/D+E$  = Proporção do capital correspondente à dívida.

Em relação ao custo de capital de terceiros, Assaf Neto (2014) afirma que:

O capital de terceiros é calculado na formulação do WACC pela sua taxa líquida do imposto de renda. São consideradas nessa fonte de financiamento somente às dívidas onerosas, ou seja, os passivos que geram encargos financeiros, como empréstimos e financiamentos. (ASSAF NETO, 2014, p. 95).

Costa, Costa e Alvim (2011) aprofundam o entendimento ao destacar que a essência dos principais modelos de avaliação está ancorada na habilidade de se projetar de forma precisa o fluxo de caixa futuro, além de eleger criteriosamente uma taxa de desconto apropriada. Adicionalmente, Cabral (2014) enfatiza que a seleção da taxa de desconto deve refletir de maneira fiel as incertezas e os riscos inerentes ao mercado, ampliando ainda mais a complexidade desse processo de avaliação.

### 2.2.8 Custo de capital

O método mais recomendado por Damodaran (2010) para a obtenção do custo do capital próprio é por meio da utilização de modelos de risco e retorno, sendo o modelo de precificação de ativos *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), o qual leva em consideração a percepção de risco do investidor em relação ao ativo ou ao projeto em análise. Nesse contexto, quanto mais arriscado o ativo for considerado, maior será o retorno exigido pelos investidores, devido à necessidade de compensar o potencial maior risco na forma de uma taxa de retorno mais alta (PÓVOA, 2014).

Segundo Póvoa (2014, p. 183), “o CAPM foi criado por Jack Treynor, William Sharpe, John Lintner e Jan Mossin, com base no trabalho de Harry Markowitz sobre diversificação e teoria moderna de portfólio”, no artigo *A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk – The Journal of Finance*, sendo atualmente o modelo CAPM um dos modelos mais utilizados no mercado de capitais (ASSAF NETO, 2014).

Póvoa (2012) afirma que o retorno exigido por um investidor é representado, no mínimo, pelo ativo livre de risco (*Risk Free Rate*) mais um percentual beta ( $\beta$ ) da diferença histórica entre o retorno do mercado de ações e o ativo livre de risco ( $RM - RF$ ), o que representa o risco sistemático de companhias de um mesmo setor.

$$\text{Retorno exigido do ativo} = RF + \beta (RM - RF)$$

No entanto, em países subdesenvolvidos como o Brasil, a aplicação do modelo CAPM pode ser desafiadora, devido a diferenças nos mercados financeiros, premissas do modelo, riscos específicos do país, diversificação limitada e questões relacionadas a taxas de juros e prêmios de risco. Diante dessa realidade, “o custo de capital é mais bem mensurado ao adicionar um spread pelo risco da economia, ou seja, o prêmio pelo risco país” (ASSAF NETO, 2014, p. 89). Sendo assim, a apuração do CAPM, considerando países em desenvolvimento, deve ser representado por:

$$\text{Retorno exigido do ativo} = RF + \beta (RM - RF) + \text{Risco País}$$

É importante destacar que o custo de capital próprio não é algo público e que figure nas demonstrações financeiras das empresas, mas existe e costuma ser maior que o custo de capital de terceiros por apresentar maior risco (COSTA, COSTA E ALVIM, 2011).

De acordo com Endler (2009), a taxa de desconto a ser aplicada para trazer o valor presente dos fluxos futuros nos modelos de FCFE (*Free Cash Flow to Equity*) e FCFF (*Free Cash Flow to Firm*) deve ser, respectivamente, o custo de capital próprio e o custo médio ponderado de capital.

Nesse aspecto, salienta-se que o custo de capital de terceiros ou custo da dívida é a taxa de retorno que uma empresa deve pagar aos seus credores (detentores de dívida), como compensação pelo risco de não ser capaz de cumprir com suas obrigações de pagamento. Este custo está relacionado às despesas financeiras associadas à dívida, como juros e taxas (TEIXEIRA, 2021).

### 2.3 PANORAMA SOBRE A ODONTOPREV E SEU SETOR DE ATUAÇÃO

A Odontoprev foi fundada em 1987 em um contexto em que os serviços de saúde bucal no Brasil eram ainda bastante limitados e muitas vezes inacessíveis para a maioria da população. Na época, a saúde oral não recebia a mesma atenção que a saúde geral, e a busca por tratamentos dentários muitas vezes era adiada, devido à falta de conscientização e a de políticas públicas de saúde bucal (SILVESTRE, AGUIAR e TEIXEIRA, 2019).

Em 1998, investidores de *private equity* assumiram o controle da empresa, dando início a uma fase de expansão com foco na ampliação da rede de dentistas credenciados. Essa estratégia impulsionou os planos da Odontoprev para um público mais diversificado (ODONTOPREV, 2023).

Nos anos subsequentes, a Odontoprev consolidou sua presença no mercado por meio da aquisição de empresas como Unidont e Clidec, aumentando sua base de beneficiários para 447 mil pessoas (ODONTOPREV, 2023). Assim, já em 1997, a Odontoprev firmou-se como líder do mercado, expandindo sua rede de profissionais e serviços (livro da b3, 2019).

No ano de 2006, a Odontoprev realizou um IPO (Oferta Pública Inicial) que marcou um marco significativo em sua trajetória. Nessa operação, a empresa emitiu 6.650.000 ações com um valor inicial de R\$ 28,00 por ação. O lote inicial consistiu em 5.782.609 ações, ao qual foi acrescido um lote suplementar contendo 867.391 ações. Essa emissão de ações resultou em uma captação líquida de R\$ 171,4 milhões, recursos que seriam destinados a impulsionar o crescimento da empresa (ODONTOPREV, 2023).

Após o IPO, a Odontoprev ampliou sua influência por meio da aquisição das empresas Care Plus, Sepao e Easy Software, levando sua base de beneficiários a 2,5 milhões de pessoas. Nos anos subsequentes, a empresa prosseguiu com expansões por meio de aquisições, parcerias e inovações, atingindo uma base de 4,2 milhões de beneficiários em 2009, e aproximadamente 5 milhões em 2010 (ODONTOPREV, 2023).

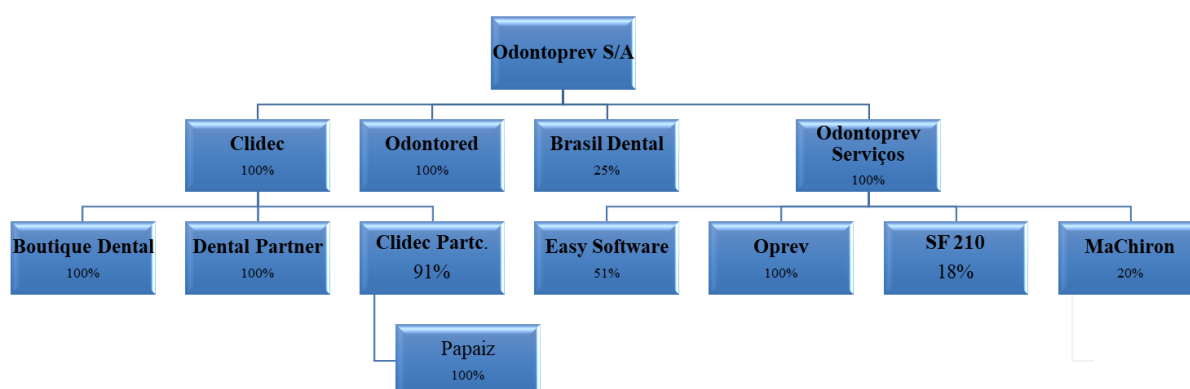
Em 2009, um marco significativo na história da Odontoprev ocorreu quando a empresa promoveu a formação da *joint venture* conhecida como a Fundação Odontored no México. Além disso, o México representava uma oportunidade comercial altamente promissora para os planos odontológicos, sendo a segunda melhor oportunidade na América Latina, após o Brasil (MURITIBA et al., 2019).

Um ponto importante na história da Odontoprev foi a colaboração com o Bradesco no ano de 2011, permitindo a criação de planos para pequenas e médias empresas nas agências do banco e permitindo um crescimento contínuo, ultrapassando 5,5 milhões de beneficiários em 2011 e 6 milhões em 2012 (ODONTOPREV, 2023).

A criação da BrasilDental, em junho de 2013, associação entre o Banco do Brasil e a Odontoprev, com o objetivo de distribuir e comercializar planos odontológicos em todos os Canais BB no território nacional, pelo prazo de 20 anos, podendo ser prorrogado por igual período, elevou a Receita Líquida da Odontoprev para mais de R\$ 1 bilhão, ainda naquele ano de 2013 (ODONTOPREV, 2023).

Também fazem parte da Odontoprev outras marcas e negócios relevantes para a cadeia odontológica, o que está representado na figura 1 a seguir, indicando-se a participação da empresa no capital de cada negócio que compõe o grupo.

Figura 1. Representação atual do grupo Odontoprev.



Obs.: Os percentuais representam participações da Odontoprev no capital de cada negócio do grupo.

Fonte: Odontoprev (2023).

Atualmente, a Odontoprev possui uma rede credenciada que engloba mais de 27 mil dentistas distribuídos em 2.500 municípios por todo o país, abrangendo todos os estados. Esses profissionais oferecem tratamentos abrangentes em todas as áreas da odontologia (KPMG, 2023). O diferencial está na disponibilidade da rede credenciada, que pode gerir suas agendas de forma independente e está estrategicamente localizada em pontos-chave para proporcionar uma otimização no atendimento aos pacientes (MURITIBA et al, 2019).

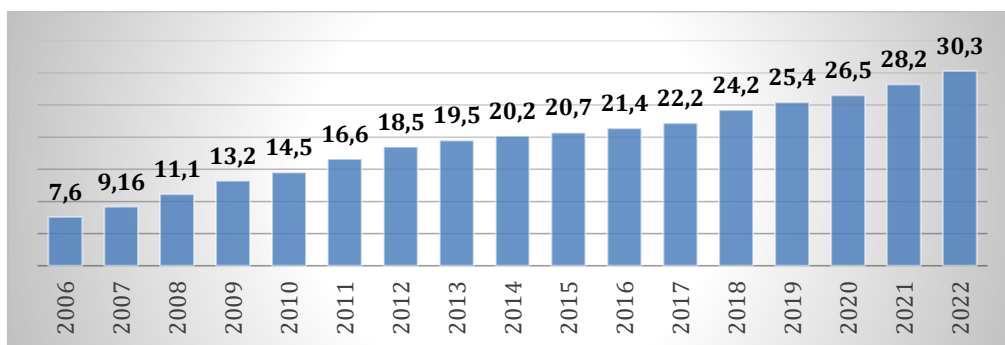
Atualmente, o grupo Odontoprev, possui mais de 100 mil empresas clientes e cuida da saúde bucal de cerca de 8,3 milhões de beneficiários, sendo o maior grupo odontológico em operação do mercado brasileiro (ODONTOPREV, 2023).

Salienta-se que o setor de planos odontológicos, no qual a Odontoprev está inserida, desempenha um papel fundamental no mercado de saúde suplementar, oferecendo serviços voltados para a saúde bucal dos indivíduos. Esses planos são projetados para cobrir despesas relacionadas a tratamentos odontológicos, à prevenção e à manutenção da saúde oral. Essa abordagem se alinha com a crescente conscientização no Brasil sobre a importância da saúde bucal, permitindo um crescimento gradual ao longo dos anos dos planos médicos e odontológicos (ANS, 2023), como ilustrado na figura 2, a seguir.

Segundo a Agência Nacional de Saúde Suplementar (ANS, 2023), no mês de janeiro de 2023, o setor totalizou 50.281.473 de usuários em planos de assistência médica e 30.715.165 em planos exclusivamente odontológicos.

Houve um crescimento significativo nos planos médico-hospitalares, com um aumento de 1.348.662 de beneficiários em relação a janeiro de 2022. Ainda de acordo com a ANS (2023) nos planos exclusivamente odontológicos, observou-se um crescimento notável de 2.000.848 de beneficiários em um ano e um aumento de 112.631 de beneficiários na comparação entre janeiro de 2023 e dezembro de 2022.

Figura 2. Evolução de planos odontológicos no Brasil (milhões de pessoas).



Fonte: Elaboração própria, a partir de ANS (2023).

Ressalta-se ainda a existência de uma sobreoferta de profissionais de saúde bucal no mercado, fenômeno relacionado com a formação acadêmico-profissional, cuja oferta de cirurgiões-dentistas cresceu em um ritmo maior que o próprio aumento da população (ANS, 2009).

Sobre a dinâmica profissional no mercado odontológico, Viera (2008) afirma que:

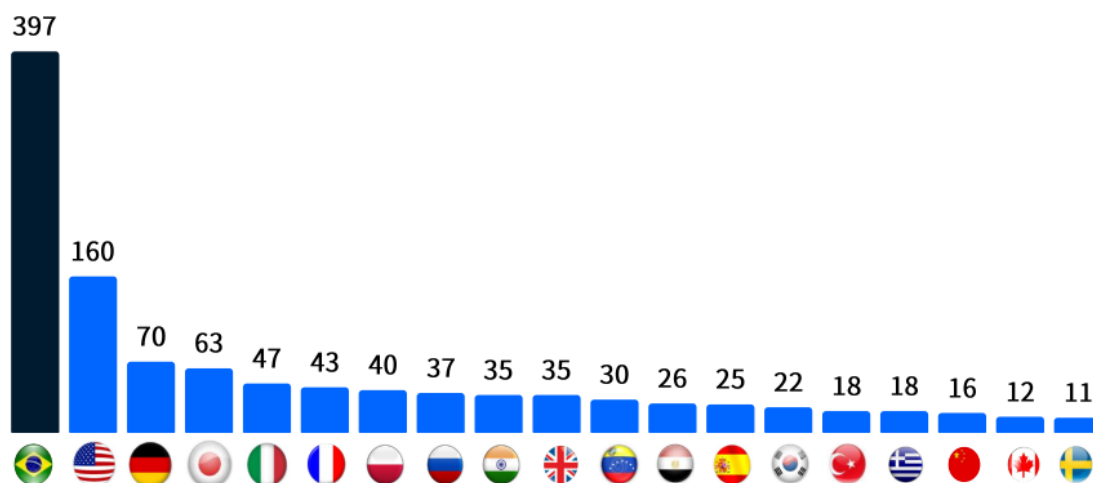
A Organização Mundial de Saúde recomenda a relação de um dentista para cada 1.500 pessoas como uma relação adequada. No Brasil, a relação encontra-se em torno de um cirurgião-dentista para cada 945 pessoas, que é explicado pelo aumento do número de cursos de odontologia em todo o país. (VIERA, 2008, p. 2).

Diante desse cenário, é possível inferir que a Odontoprev não enfrentará dificuldades significativas para atrair um número substancial de dentistas interessados em colaborar com a empresa. Isso, por sua vez, favorece a perspectiva de um crescimento orgânico das atividades da Odontoprev.

Apesar da abundância de profissionais de odontologia no país, apenas cerca de 15% dos brasileiros possuem plano odontológico, em contraste com 78% da população americana que usufrui desse tipo de benefício (ODONTOPREV, 2023). Essa discrepância expõe a carência de assistência odontológica acessível no Brasil, o que, por sua vez, abre uma oportunidade promissora não apenas para a Odontoprev, mas também para outras operadoras de planos odontológicos. Essa conjuntura favorável permite uma expansão substancial das bases de clientes dessas empresas, ao mesmo tempo em que contribui para suprir a carência de cuidados odontológicos na população brasileira.

A seguir, a figura 3 ilustra a quantidade de dentistas no Brasil, em comparação com outros países, demonstrando o considerável montante de profissionais e o potencial de atração destes para a carteira de operadoras de planos odontológicos no país.

Figura 3. Número de dentistas em países selecionados (mil profissionais).



Fonte: Odontoprev (2023).

Figurando entre as maiores e mais conhecidas empresas de planos odontológicos no Brasil, a Odontoprev possui diversas vantagens competitivas que são destacadas em seus relatórios (ODONTOPREV, 2023). Dentre estas, destaca-se sua experiência e seu histórico: com mais de três décadas de atuação no mercado de planos odontológicos, a Odontoprev



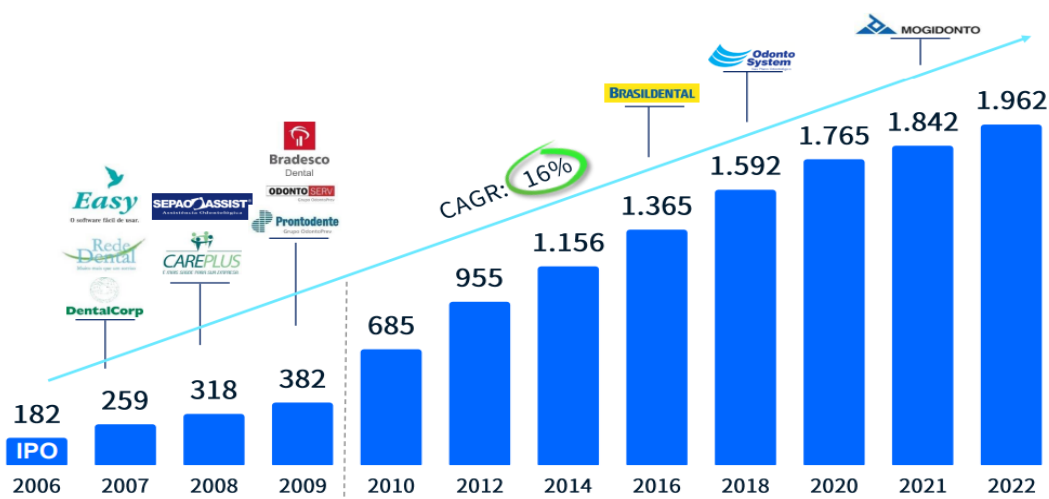
conquistou reconhecimento sólido e a confiança dos consumidores. Sua trajetória também lhe proporcionou uma base robusta de dados atuariais, permitindo que a empresa gerencie riscos e antecipe expectativas de seus segurados com alta eficiência.

Também se configuram como diferenciais a ampla rede credenciada e os múltiplos canais de distribuição, visto que a empresa possui uma extensa rede de dentistas e clínicas credenciadas em todo o território nacional. Além disso, disponibiliza diversos canais de distribuição, como venda direta por meio de equipes próprias, parcerias com instituições financeiras e vendas online (ODONTOPREV, 2023).

Adicionalmente, deve-se destacar a disponibilidade de uma plataforma tecnológica de excelência internacional, tendo em vista que a Odontoprev desenvolveu uma plataforma de tecnologia própria, para atender às crescentes demandas por informações precisas e de alta qualidade na área de saúde bucal. Essa plataforma permite administrar com eficácia a relação com a rede credenciada, monitorar o desempenho dos cirurgiões-dentistas, acompanhar o histórico de saúde bucal dos segurados e realizar uma gestão de riscos clínicos e comportamentais. Além disso, garante a qualidade dos serviços prestados e mantém um controle financeiro sólido da carteira de clientes, garantindo baixos níveis de sinistralidade (ODONTOPREV, 2023).

Como resultados desses atributos, a Odontoprev encerrou o ano de 2022 com uma Receita Líquida de R\$ 1,96 bilhão, atingindo a marca de 8,3 milhões de beneficiários em toda a América Latina. O tíquete médio ao longo do ano foi de R\$ 20,72 por mês. A figura 4, a seguir, apresenta a evolução da Receita Líquida nos últimos anos.

Figura 4. Evolução da Receita Líquida da Odontoprev (R\$ milhões).



Fonte: Odontoprev (2023).

Em relação à estrutura de gastos, os Custos do Serviço representam 40,36% da Receita Líquida do exercício de 2022, em linha com o patamar observado em 2020 e 2021. Por sua vez, as Despesas de Operacionais e Administrativas situam-se em 30,40% da Receita Líquida de 2022. A *performance* financeira operacional, avaliada através do critério EBITDA, e considerando a exclusão das provisões para eventos não comunicados, atingiu R\$ 573 milhões em 2022, representando um aumento substancial de 12,92% em relação a 2021. A margem EBITDA, em relação à Receita Líquida, subiu para 29,24%, superando os 27,56% do ano anterior (ODONTOPREV, 2023).

O Lucro Líquido consolidado em 2022 atingiu R\$ 452 milhões, demonstrando um crescimento de 18,88% em relação aos R\$ 380 milhões registrados em 2021. No fechamento do exercício de 2022, a companhia contava com um saldo de caixa líquido de R\$ 795 milhões e uma dívida totalmente quitada (ODONTOPREV, 2023).

Os resultados globais refletem o posicionamento estratégico da Odontoprev, evidenciando uma atuação especializada que atende às necessidades de cada segmento de clientes. Esse enfoque otimizado permite a captura eficaz das oportunidades de expansão e a geração contínua de valor.

É importante destacar que a transição demográfica no Brasil trouxe uma transformação no perfil da pirâmide etária, resultante do aumento da expectativa de vida, o que tem levado ao crescimento da população idosa (TINÓS et al., 2013). Esse processo de envelhecimento frequentemente vem acompanhado de comorbidades que muitas vezes geram a necessidade de hospitalização.

Os idosos têm uma maior utilização dos serviços de saúde convencionais, manifestando taxas de internação hospitalares substancialmente mais altas do que as observadas em outros grupos etários. (KLAUMANN, 2022). No entanto, é fundamental ressaltar que a população beneficiária da saúde suplementar possui características distintas que a diferenciam da saúde convencional.

No mercado de planos odontológicos este efeito não parece ser tão grave devido à peculiaridade do serviço odontológico, onde o custo não necessariamente é uma função crescente da idade. Ou seja, não necessariamente os indivíduos mais idosos apresentam riscos maiores que os indivíduos mais jovens. (BRASIL, 2002, P. 246)

A Odontoprev, por estar inserida no mercado de saúde complementar, possui uma característica única: os tratamentos das patologias bucais podem ser quase que completamente planejados, onde na consulta inicial, o beneficiário já tem conhecimento prévio do tratamento que será realizado e o operador já possui a clareza dos custos a serem considerados. Além disso, o tratamento costuma ser previamente aprovado pela operadora, com mais de 70% do custo final do plano odontológico sendo pré-autorizado e conhecido (BRASIL, 2002)

Em contrapartida, nos planos médicos, a dinâmica é diferente, na qual se estabelece o custo apenas no final do tratamento médico, o que pode trazer um elemento de incerteza para o operador (BRASIL, 2002).

### 3 METODOLOGIA

O presente estudo pode ser caracterizado como de abordagem descritiva e quantitativa, utilizando como procedimentos as pesquisas bibliográfica e documental. Trata-se de um estudo de caso de *valuation* da Odontoprev, a maior empresa de planos odontológicos no Brasil, tendo como objetivo principal a determinação do valor por ação da empresa, por meio do Fluxo de Caixa Descontado.

Dado que a Odontoprev adota uma política de capital sem endividamento, sem intenção de incorporar dívidas em sua estrutura, o enfoque de avaliação adotado neste estudo baseou-se na abordagem Fluxo de Caixa Livre do Acionista, pois desconta os fluxos de caixa futuros pelo custo do capital próprio, que representa o único custo de oportunidade enfrentado pelos acionistas e a exclusiva fonte de financiamento da empresa.

Como fontes fundamentais às análises, a pesquisa utilizou informações coletadas junto a instituições como Bolsa, Brasil e Balcão (B3, 2023), Banco Central do Brasil (BACEN, 2023), Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA, 2023), Reserva Federal dos Estados Unidos (FED, 2023), além de dados publicados pela área de relacionamento com investidor da Odontoprev (2023). Ademais, foram incorporados *insights* de estudos anteriores e índices recomendados por Damodaran (2023), a exemplo de informações como o retorno do T-Bond norte-americano, betas e taxa de retornos históricos do S&P 500.

Para as projeções futuras da inflação e do Produto Interno Bruto (PIB) do Brasil no longo prazo, recorreu-se ao relatório Focus do Banco Central do Brasil (BACEN, 2023). Tais estimativas apontaram para um crescimento anual do PIB do Brasil de 2,0% e uma taxa de inflação de 3,5% ao ano.

Para embasar as projeções de custos de serviços, despesas operacionais e administrativas, receitas financeiras, investimentos de capital (*capex*) e necessidades de capital de giro, levou-se em consideração o histórico da empresa, bem como foram utilizados os estudos de Oliveira (2021), SIEGL(2021) e JUNIOR (2019) como referência.

Além disso, o presente estudo optou por assumir uma abordagem que considera a atuação operacional da Odontoprev como comparável a outras empresas do setor. Isso se baseou no beta desalavancado<sup>1</sup> do setor de serviços de suporte à saúde, conforme orientado por Damodara. Essa escolha visou minimizar erros de estimação e melhorar a precisão das análises.

---

<sup>1</sup>O beta desalavancado é uma medida de risco que considera a estrutura de capital da empresa, sem levar em consideração a influência das dívidas.

## 4 RESULTADOS

Segundo Teixeira (2021), para a aplicação do FDC, devem ser considerados os registros contábeis presentes nos Balanços Patrimoniais e nos DREs. Assim sendo, foi realizado um levantamento e análises dos dados financeiros dos últimos dez anos, a partir dos registros contábeis disponibilizados em anexo, cujos valores foram considerados no cálculo das projeções financeiras. Os próximos tópicos seguem as etapas percorridas na aplicação da técnica de FDC, para finalmente alcançar o objetivo de *valuation* da empresa estudada.

### 4.1 Projeção da Receita

A Odontoprev possui três canais de venda (corporativo, PMEs e indivíduos), cada um com um padrão exclusivo de expansão e estratégia de precificação, fatores de grande relevância para a projeção de receitas. Dado que a empresa não divulga a série histórica que detalha a quantidade de clientes por segmento e seus respectivos tíquetes, optou-se por considerar apenas valores globais, para efeito de simplificação.

De acordo com Damodaram (2007) a taxa de crescimento pode ser fundamentada no histórico da empresa, proporcionando um referencial para compreender o crescimento e as margens operacionais ao longo do tempo. Além disso, para a embasar a projeção da Receita da empresa, foram consideradas as seguintes premissas: i) crescimento médio anual de 3,56% no número de clientes, conforme registrado no período de 2013 a 2022, sendo uma base sólida para estimar o aumento do público da Odontoprev; ii) aumento do tíquete médio conforme expectativa de mercado para o IPCA, equivalente a 3,9% para 2024 e 3,5% ao ano, a partir de 2025 (BACEN, 2023); iii) continuidade na busca de fornecedores que garantam melhorias constantes nos processos produtivos, refletindo em redução de custos e despesas; e iv) continuidade da conscientização da população brasileira quanto à importância da saúde bucal.

No primeiro trimestre de 2023, o número de clientes (vidas) foi de 8.264.584 pessoas. Dessa maneira, como projeção para os anos seguintes a 2023, considerou-se que o número de clientes foi ampliado conforme o crescimento médio dos últimos dez anos. Além disso, em relação ao tíquete médio dos planos odontológicos, considerou-se o preço vigente no primeiro trimestre, de R\$ 21,57/mês por pessoa.

Tabela 1: Receitas Projetadas.

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
<b>Receita Bruta - R\$ MM</b>	<b>2.139,20</b>	<b>2.321,38</b>	<b>2.495,06</b>	<b>2.671,41</b>	<b>2.860,23</b>	<b>3.062,39</b>	<b>3.278,83</b>	<b>3.510,58</b>	<b>3.758,70</b>	<b>4.024,37</b>
Quantidade de Vidas (mil)	8.264,58	8.549,49	8.844,21	9.149,10	9.464,49	9.790,76	10.128,28	10.477,43	10.838,61	11.212,25
Preço Médio (R\$/v)	21,57	22,63	23,51	24,33	25,18	26,07	26,98	27,92	28,90	29,91

Fonte: elaboração própria.

## 4.2 Deduções sobre a Receita

Em relação a projeção das deduções sobre a receita (tributos diretos e impostos sobre vendas), foi utilizada a média histórica da empresa, de 4,68% sobre a Receita Bruta, conforme tabela abaixo.

Tabela 2: Deduções sobre a Receita.

	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013
<b>Receita Bruta - R\$ MM</b>	<b>2.139</b>	<b>2.321</b>	<b>2.495</b>	<b>2.671</b>	<b>2.860</b>	<b>3.062</b>	<b>3.279</b>	<b>3.511</b>	<b>3.759</b>	<b>4.024</b>
Deduções (R\$ M)	105.646	97.073	96.136	78.375	94.489	65.611	61.773	59.238	54.845	45.206
Deduções (% da receita)	5,11%	5,01%	5,16%	4,15%	5,60%	4,37%	4,33%	4,53%	4,53%	4,06%
Média	4,68%									

Fonte: elaboração própria.

## 4.3 Projeção dos Custos de Serviços

O Custo de Serviços, equivalente aos eventos de tratamento odontológico, resulta de negociação individualizada de remuneração junto a cada profissional credenciado, levando em consideração sua especialização acadêmica, a disponibilização de agenda para beneficiários da Odontoprev, bem como a localização geográfica. São os gastos diretamente incrementais e relacionados à origem ou à renovação de contratos, ou seja, os valores pagos a título de agenciamento nos contratos coletivos e comissões pagas nos contratos individuais anuais.

Para a projeção dos custos de serviços, utilizou-se a média histórica dos últimos três anos em custos de serviços, como porcentagem da Receita Bruta, resultando em uma proporção de 38,11%, conforme tabelas abaixo. Utilizou-se a média dos últimos 3 anos, pois consiste no ambiente pós pandemia na qual a Odontoprev evolui nos serviços e nas reduções dos custos

Tabela 3: Custos de Serviços.

	2022	2021	2020
<b>Receita Bruta - R\$ MM</b>	<b>2.139</b>	<b>2.321</b>	<b>2.495</b>
Custo de serviços (R\$ MM)	791,7	731,5	713,1
Custo de serviços (% da receita)	38%	38%	38%

Média	38,11%
-------	--------

Fonte: elaboração própria.

#### 4.4 Projeção das Despesas Operacionais e Administrativas

Referem-se aos gastos que a empresa incorreu durante suas atividades diárias e administrativas ao longo de um período determinado. Essas despesas fazem parte dos custos associados à condução das operações e à gestão da empresa e podem incluir despesas relacionadas à comercialização, pessoal, publicidade e propaganda, entre outros. Para a projeção das Despesas Operacionais e Administrativas, utilizou-se a média histórica dos últimos dez anos, como porcentagem da Receita Bruta, resultando em uma proporção de 29,23%, conforme tabelas abaixo

Tabela 4: Despesas operacionais e administrativas.

	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013
<b>Receita Bruta - R\$ MM</b>	2.139	2.321	2.495	2.671	2.860	3.062	3.279	3.511	3.759	4.024
Despesas operacionais (R\$ MM)	596	603	537	612	507	449	411	359	334	305
Despesas operacionais (% da receita)	29%	31%	29%	32%	30%	30%	29%	27%	28%	27%
Média	29,23%									

Fonte: elaboração própria.

#### 4.5 Projeção das Despesas e Receitas Financeiras

Para a projeção das Receitas Financeiras, utilizou-se a média histórica dos últimos dez anos, calculando-se as Receitas Financeiras como porcentagem da Receita Bruta, resultando em um valor de 1,61%. Quanto às Despesas Financeiras, como comentado anteriormente, ressalta-se que a companhia não possui dívidas em seu nome, o que justifica a não inclusão desta conta nas projeções.

Tabela 5: Receitas Financeiras.

	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013
<b>Receita Bruta - R\$ MM</b>	2.067	1.940	1.861	1.887	1.686	1.503	1.427	1.309	1.211	1.115
Receitas Financeiras (R\$ MM)	72,67	39,23	5,15	19,40	25,48	35,79	23,73	18,26	14,70	11,91
Receitas Financeiras (% da receita)	3,52%	2,02%	0,28%	1,03%	1,51%	2,38%	1,66%	1,39%	1,21%	1,07%
Média	1,61%									

Fonte: elaboração própria.

#### 4.6 Projeção de Imposto de Renda e Contribuição Social

Referidas projeções foram calculadas com base nos critérios estabelecidos pela legislação vigente. A provisão para IRPJ é constituída à alíquota de 15% sobre o Lucro Real, acrescido de adicional de 10% sobre o Lucro Real excedente a R\$ 240 mil/ano. Já em relação à Contribuição Social, é calculada a alíquota de 9% sobre o Lucro Real. Portanto, a alíquota vigente de IRPJ e CSLL é de aproximadamente 34% sobre o Lucro Líquido.

#### 4.7 Custo do Capital Próprio

O Custo de Capital Próprio é uma métrica financeira que representa o retorno mínimo que os acionistas ou investidores de uma empresa exigem para investir nela, levando em consideração o risco associado a esses investimentos. Para calcular o Custo de Capital Próprio da Odontoprev, foi utilizado o Modelo de Precificação de Ativos de Capital (CAPM, na sigla em inglês), abordagem amplamente aceita para estimar referido custo. Segundo Assaf Neto (2014), o custo é calculado da seguinte forma, descrevendo-se em seguida os valores considerados na análise, para cada termo da equação:

$$\text{Custo de Capital Próprio (Ke)} = \text{Taxa Livre de Risco (Rf)} + \text{Beta } (\beta) * \text{Prêmio de Risco de Mercado (Rm-Rf)} + \text{Risco País}$$

Quanto à Taxa Livre de Risco (Rf), esta representa o retorno esperado de um investimento livre de risco, normalmente associado aos títulos do governo de longo prazo. Sendo assim, para a taxa livre de risco prospectiva, foi utilizada a média das taxas dos títulos do Tesouro norte-americano (*Treasury Bonds* ou *T-Bonds*) com vencimento de dez anos, do período de 1928 a 2022, sendo este valor correspondente a 4,87% ao ano (DAMODARAN, 2023).

Por sua vez, o Beta ( $\beta$ ) mede a volatilidade do setor da empresa em relação ao mercado como um todo, refletindo o risco sistemático da empresa, ou seja, o risco que não pode ser diversificado. No contexto do setor de atuação da Odontoprev se enquadra nos serviços de suporte à saúde, conforme dados disponíveis em Damodaran (2023), referido valor equivale a 0,99.

Em relação ao Prêmio de Risco de Mercado (Rm-Rf), trata-se da diferença entre o retorno esperado do mercado de ações como um todo (representado pelo retorno do índice de mercado) e a taxa livre de risco. Portanto, reflete a recompensa que os investidores esperam



por assumir o risco de se investir no mercado de ações, em vez de ativos livres de risco. Para o cálculo do prêmio de risco de mercado, utilizou-se a diferença entre o índice da bolsa americana S&P 500 e o T-Bonds de dez anos. No período entre 1928 e 2022, o índice S&P 500 registrou uma média anual de retorno de 9,64%, tendo em conta os dividendos (DAMODARAN, 2023). Portanto, o prêmio médio de risco de mercado considerado foi de 5,07% ao ano.

Por fim, destaca-se que, segundo Assaf Neto (2014, p. 90), “o prêmio pelo risco país é determinado pela diferença entre as taxas de juros dos títulos da dívida externa brasileira e dos bônus do Tesouro dos EUA (T-Bonds)”. Esse risco pode estar relacionado a diversos fatores, como instabilidade política, fragilidade econômica, incerteza jurídica ou outros elementos que possam afetar negativamente a capacidade do país de cumprir com suas obrigações de dívida. Portanto, quanto maior for o prêmio pelo Risco País, maior é a desconfiança dos investidores em relação à estabilidade econômica e política.

Para este trabalho, considerou-se o Risco País como a média dos últimos dois anos da EMBI+ Brasil (*Emerging Markets Bond Index Plus*), equivalente a 2,91% ao ano. Salienta-se que, segundo Serra e Wickert (2019), referido índice considera o *spread* de uma cesta de títulos brasileiros.

Dessa maneira, a partir das considerações relativas à equação mencionada anteriormente, o cálculo do Custo do Capital Próprio da Odontoprev, através do modelo CAPM, mostrou-se equivalente a 12,50% ao ano.

Tabela 6: Custo do Capital Próprio.

Taxa livre de risco (USA)	Rf	4,57%
Beta alavancado	$\beta$	0,99
Risco de mercado	Rm	9,64%
Risco País	Risco país	2,91%
<b>Ke nominal</b>	<b><math>Ke = Rf + \beta * (Rm - Rf) + \text{Risco país}</math></b>	<b>12,50%</b>

Fonte: elaboração própria.

Vale lembrar que essa é apenas uma das abordagens para calcular o Custo de Capital Próprio e que a precisão dos resultados dependerá dos dados e das suposições utilizadas. Portanto, ao contemplar diferentes premissas, os resultados podem apresentar variações significativas.

Além disso, trazendo o Modelo de Avaliação de Ativos Financeiros (CAPM) para a realidade da base monetária em reais (R\$), considerando as projeções de inflação dos Estados

Unidos e do Brasil, provenientes de fontes como a Federal Reserve (2023) e o Banco Central do Brasil (2023), encontrou-se que o Custo do Capital Próprio é equivalente a 14,16% ao ano, conforme detalhado na tabela a seguir.

Tabela 7: Custo do Capital Próprio Ajustado.

<b>Ke nominal</b>	<b><math>Ke = Rf + \beta * (Rm - Rf) + \text{Risco país}</math></b>	<b>12,50%</b>
Inflação longo prazo EUA	(a)	2,00%
Inflação longo prazo BR	(b)	3,50%
Diferencial de inflação		1,47%
<b>Ke em R\$</b>	<b><math>g = (1+b)/(1+a)-1</math></b>	<b>14,16%</b>

Fonte: elaboração própria.

#### 4.8 Capital de Giro

Para a projeção do Capital de Giro, utilizou-se a média histórica dos últimos dez anos em relação à Receita Bruta, resultando em uma proporção de 1,61%. Vale destacar que, nos últimos dois anos, a empresa tem mantido um saldo líquido de Capital de Giro negativo. Isso sugere que a empresa não requer investimento direto em seu ciclo operacional, uma vez que o mesmo é financiado pelos fornecedores ou, possivelmente, pelos clientes.

Tabela 8: Capital de Giro.

	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013
<b>Receita Bruta - R\$ MM</b>	2.139	2.321	2.495	2.671	2.860	3.062	3.279	3.511	3.759	4.024
<b>Ativo Circulante - R\$ M</b>	498,9	582,5	990,1	818,5	702,3	626,2	582,3	479,9	400,0	378,8
<b>Passivo Circulante - R\$ M</b>	717,7	591,4	545,5	499,9	517,1	425,9	307,4	277,3	252,1	219,8
<b>CCL - Capital Circulante Líquido - R\$ M</b>	- 218,8	- 8,9	444,6	318,5	185,2	200,3	274,9	202,5	147,8	158,9
<b>Varição do Capital de Giro (% da receita)</b>	-10,15%	-23,38%	6,77%	7,07%	-0,90%	-4,97%	5,07%	4,18%	-0,92%	2,66%
Média	-1,46%									

Fonte: elaboração própria.

#### 4.9 Investimentos (CAPEX)

Para a projeção do CAPEX, utilizou-se a média histórica dos últimos dez anos em relação ao CAPEX como porcentagem da Receita Bruta, resultando em uma proporção de 5%, conforme Demonstração do Resultado do Exercício (DRE) da empresa. O CAPEX foi então projetado com base em uma porcentagem da Receita Operacional Bruta (ROB), conforme tabela abaixo.

Tabela 9: Investimentos (CAPEX).

	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013
Receita Bruta - R\$ MM	2.139	2.321	2.495	2.671	2.860	3.062	3.279	3.511	3.759	4.024
CAPEX - R\$ M	71,4	52,0	35,3	32,8	21,9	13,9	13,5	13,9	18,5	10,9
CAPEX (% da receita)	3,45%	2,68%	1,89%	1,74%	1,30%	0,92%	0,95%	1,06%	1,53%	0,97%
Média	1,65%									

Fonte: elaboração própria.

#### 4.10 Projeções do Fluxo de Caixa

Percorridas todas as etapas relatadas anteriormente, pôde-se, enfim, calcular o valor do Fluxo de Caixa da empresa, conforme colocado em apêndice. Para tanto, ressalta-se que foi considerado que a Odontoprev atingiria a maturidade no décimo ano, a partir do qual os Fluxos de Caixa cresceriam de forma perpétua, a taxas de crescimento da economia de 2,00% ao ano, para o Fluxo de Caixa Livre do Acionista (FCFE). Assim sendo, a partir desse período, a Odontoprev apresentou um fluxo de caixa livre de R\$ 834 milhões para o décimo ano, esperando-se um aumento de 2,00% no fluxo de caixa projetado a partir do ano 11. Levando em consideração o custo de capital dos acionistas de 14,16% ao ano, o valor da perpetuidade a partir do ano 11 será calculado da seguinte maneira:

$$\text{Valor na Perpetuidade} = \text{Fluxo de caixa livre do último ano} / (\text{wacc} - g);$$

$$\text{Valor na Perpetuidade} = 834.796.142,86 / (14,16\% - 2\%);$$

$$\text{Valor na Perpetuidade} = \text{R\$ } 6.866.660.722,63$$

$$\text{Valor Presente da Perpetuidade} = \text{R\$ } 1.826.884.719,67$$

Após calcular o fluxo de caixa para o horizonte de projeção de 2023 a 2032 e adicionar as dívidas líquidas, além de considerar o valor presente da perpetuidade, chega-se ao valor de R\$ 4.780.142.624,51. Dessa forma, dividindo-se referida estimativa pelo número de ações da companhia em circulação (536.525.523), obtém-se um valor por ação, em 31 de dezembro de 2022, equivalente a R\$ 8,91, o que aponta para um resultado 1,34% inferior ao valor de mercado, de R\$ 9,03, na mesma data.

Isso sugere que, com base nas projeções de fluxo de caixa e outros fatores considerados, as ações da empresa estavam sendo negociadas a um preço ligeiramente superior ao seu valor intrínseco em 31 de dezembro de 2022. Esse resultado pode ser interpretado como um sinal de que as ações estão sobrevalorizadas, enquanto outros podem considerar que o mercado está precificando as ações de forma otimista, levando em conta diversos fatores externos e riscos associados à empresa.

#### 4.11 Análise de sensibilidade nas taxas de desconto

As decisões de investimento muitas vezes dependem da aplicação de taxas de desconto a fluxos de caixa futuros. A taxa de desconto representa o custo de oportunidade do capital e é fundamental para determinar o valor presente dos fluxos de caixa de um projeto. Neste trabalho, utilizou-se a taxa de desconto de 14,16 % ao ano. Abaixo, avalia-se como diferentes taxas de desconto podem impactar o valor da empresa, em um contexto cujas todas as demais premissas foram mantidas constantes.

Tabela 10: Sensibilidade do *valuation*.

	<b>Análise de Sensibilidade [BRL milhões]</b>		
Taxa de desconto	12,66%	14,16%	15,66%
Valor Explícito	2.909.928,40	2.722.319,90	2.552.551,53
Perpetuidade	2.378.728,85	1.826.884,72	1.427.215,43
g perpétuo	2,00%	2,00%	2,00%
<b>(=) EV</b>	<b>5.288.657,25</b>	<b>4.549.204,62</b>	<b>3.979.766,96</b>
<i>Enterprise Value</i>	5.288.657	4.549.205	3.979.767
Dívida Líquida	230.938	230.938	230.938
<b><i>Equity Value</i></b>	<b>5.519.595</b>	<b>4.780.142</b>	<b>4.210.705</b>
Nº Ações (milhões)	536.526	536.526	536.526
<b>Preço por ação</b>	<b>10,29</b>	<b>8,91</b>	<b>7,85</b>

Fonte: elaboração própria.

A partir desses resultados, observa-se que uma variação de apenas 1,5 ponto percentual na taxa de desconto, para mais ou para menos, já resulta em uma significativa alteração de 15,47% e -11,91% no preço, respectivamente. Nesse sentido, a escolha da taxa de desconto desempenha um papel crucial na análise de investimentos e na avaliação de projetos. Diferentes taxas de desconto podem levar a conclusões distintas sobre a viabilidade e a atratividade dos projetos.

Portanto, é fundamental que as empresas considerem cuidadosamente o ambiente econômico, o risco associado ao projeto e suas próprias políticas de investimento, ao escolher uma taxa de desconto apropriada (DAMODARAN, 2010). A flexibilidade na análise de

cenários, com diferentes taxas de desconto, permite aos investidores a tomada de decisões mais fundamentada e alinhada com suas estratégias de negócios.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A presente pesquisa aplicou a técnica de Fluxo de Caixa Descontado para a empresa Odontoprev S.A., líder no setor de planos odontológicos. O objetivo do trabalho compreendeu apresentar o aspecto teórico e os conhecimentos da literatura, e conseguir colocar essas aprendizagens na prática, para avaliar se o preço das ações da empresa estava em linha com suas perspectivas de geração de caixa futuro, a fim de determinar se as ações estavam sobreavaliadas ou não.

Ao analisar os dados financeiros históricos da Odontoprev, bem como as projeções de fluxo de caixa futuras, ficou claro que a empresa é a líder do mercado de planos odontológicos e oferece um substancial gama de serviços, além de oferecer boas margens de segurança e apresentando baixos risco para o investidor e acionista. Por isso, o processo de avaliação é complexo e sensível a diversos fatores. Foram utilizados modelos de avaliação rigorosos, que incluíram a estimativa da taxa de desconto apropriada, com base nos riscos associados ao setor odontológico e à própria empresa.

Os resultados da avaliação do fluxo de caixa descontado da Odontoprev resultaram em um valor de mercado de R\$ 4,15 bilhões, com um preço médio de R\$ 8,91 por ação. Isso representa uma redução de 13,84% em relação ao preço de mercado da empresa no fechamento do mês de agosto de 2023 e uma redução de 1,34% em relação ao fechamento de dezembro de 2022.

Adicionalmente, após análises e a várias modelagens com diferentes cenários e sensibilidades, chega-se à conclusão de que, no período de análise, as ações da Odontoprev estavam ligeiramente sobreavaliadas em relação ao seu potencial de geração de caixa futuro. Um dos fatores que contribuem para essa conclusão são as taxas de desconto aplicadas às projeções de fluxo de caixa, que tiveram um impacto substancial no valor presente dos fluxos futuros, e pequenas alterações nessas taxas levaram a variações significativas no valor justo das ações.

É crucial observar que as conclusões aqui apresentadas são específicas para o período e as premissas utilizadas neste estudo. Condições de mercado, regulamentações e a própria *performance* da empresa podem mudar ao longo do tempo, impactando a avaliação das ações. Portanto, recomenda-se uma revisão periódica das premissas e das projeções, para uma avaliação contínua e precisa.

Este estudo de caso destaca a importância de uma análise aprofundada e criteriosa, ao avaliar a atratividade de ações de uma empresa. Os investidores e analistas devem ser cautelosos ao aceitar avaliações superficiais e considerar uma variedade de fatores que podem afetar a geração de caixa futura e, conseqüentemente, o valor das ações.

Em última análise, a avaliação de empresas é uma tarefa complexa que requer a combinação de conhecimento financeiro, compreensão do setor e a capacidade de antecipar mudanças futuras. As conclusões deste estudo oferecem *insights* valiosos para investidores, gestores e tomadores de decisão, enfatizando a necessidade de uma abordagem crítica e holística, ao avaliar o valor das ações de uma empresa.

## REFERÊNCIAS

AMILTON COSTA SILVESTRE, J.; SILVIA WALTER DE AGUIAR, A.; HOLANDA TEIXEIRA, E. . **Do Brasil sem Dentes ao Brasil Sorridente: Um Resgate Histórico das Políticas Públicas de Saúde Bucal no Brasil**. Cadernos ESP, Fortaleza-CE, Brasil, v. 7, n. 2, p. 28–39, 2019. Disponível em: <<https://cadernos.esp.ce.gov.br/index.php/cadernos/article/view/82>>. Acesso em: 10 set. 2023.

B3, Bolsa, Brasil e Balcão. **Segmentos de listagem**. Brasil: B3, 2023. Disponível em:< [https://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/novo-mercado/](https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/novo-mercado/)>. Acesso em: 09 jul. 2023.

BRASIL, Agência Nacional de Saúde Suplementar. (coord.). **Regulação & Saúde: - Planos Odontológicos: Uma Abordagem Econômica no Contexto Regulatório**. [S. l.]: Editora MS, 2002. 274 p. v. 2. ISBN 85-334-0651-7.

BCB, Banco Central do Brasil. **Focus: relatório de mercado 21/07/2023**. Brasília: BCB, 2023. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/publicacoes/focus>>. Acesso em: 25 jul. 2023.

BUFFETT, Mary. **Warren Buffett e a análise de balanços**. [S. l.: s. n.], 2010.

COSTA, L. G. T. A.; COSTA, L. R. T. A.; ALVIM, M. A. **Valuation: manual de avaliação e reestruturação econômica de empresas**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2011.

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de Empresas**. 2. ed. Brasil: Pearson, 2007

DAMODARAN, Aswath. **The Little Book of Valuations**. [S. l.: s. n.], 2010.

DAMODARAN, **Historical returns on stocks, bonds and bills: 1928-2022**. Disponível em: <[https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/home.htm](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/home.htm)>. Acesso em: 25 jul. 2023.

ECKERT, A.; MECCA, M. S.; BIASIO, R.; MARAGNO, M. **MÉTODOS DE AVALIAÇÃO DO VALOR DAS EMPRESAS: PROPOSIÇÃO DE APLICAÇÃO EM UMA EMPRESA PRESTADORA DE SERVIÇOS CONTÁBEIS**. Scientia Plena, [S. l.], v. 7, n. 11, 2012. Disponível em: <<https://www.scientiaplena.org.br/sp/article/view/392>>. Acesso em: 10 set. 2023.

ENDLER, L. **AVALIAÇÃO DE EMPRESAS PELO MÉTODO DE FLUXO DE CAIXA DESCONTADO E OS DESVIOS CAUSADOS PELA UTILIZAÇÃO DE TAXAS DE DESCONTO INADEQUADAS**. **ConTexto - Contabilidade em Texto**, Porto Alegre, v. 4, n. 6, 2009. Disponível em: <<https://seer.ufrgs.br/index.php/ConTexto/article/view/11715>>. Acesso em: 22 ago. 2023.

FED, Federal Reserve. **Monetary Policy Report**. EUA: FED, 2023. Disponível em: <<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcprojtabl20230614.htm>>. Acesso em: 25 jul. 2023.

GAMBETTA, M., L.. **Valuation - Cálculo Do Valor De Uma Microempresa Varejista De Instrumentos Musicais Pelo Método De Fluxo De Caixa Descontado**. Um Estudo De Caso



Em Toledo/PR. **Revista de Ciências Empresariais da UNIPAR**, [S. l.], ano 2016, v. 17, n. 1, 2 set. 2023. Artigos, p. 111-130. Disponível em: <<https://ojs.revistasunipar.com.br/index.php/empresarial/article/view/6109>>. Acesso em: 25 ago. 2023.

INFORMAÇÕES em Saúde Suplementar: ANS TabNet. In: **Informações em Saúde Suplementar: ANS TabNet**. [S. l.], 2023. Disponível em: <[https://www.ans.gov.br/anstabnet/cgi-bin/dh?dados/tabnet\\_br.def](https://www.ans.gov.br/anstabnet/cgi-bin/dh?dados/tabnet_br.def)>. Acesso em: 10 set. 2023.

IPEA, **Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada**. Ipeadata. Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br/Default.aspx>>; Acesso em: 25 jul. 2023.

**JANEIRO: setor registrou 30.7 milhões de beneficiários em planos exclusivamente odontológicos**: Planos de assistência médica totalizaram 50.3 milhões de usuários. Agência Nacional de Saúde Suplementar, Rio de Janeiro, p. 1-1, 6 mar. 2023. Disponível em: <<https://www.gov.br/ans/pt-br/assuntos/noticias/numeros-do-setor/janeiro-setor-registrou-30-7-milhoes-de-beneficiarios-em-planos-exclusivamente-odontologicos>>. Acesso em: 26 ago. 2023.

JÚNIOR, Carlos Keigo Hirata. **Avaliação do valor de mercado da MRV engenharia e participações s.a pelo método de fluxo de caixa descontado**. 2019. Trabalho de conclusão de curso (Bacharel em Administração) - Universidade Federal Fluminense, [S. l.], 2019.

KLAUMANN, CRISTIANE MARIA MASTANGELO. **O impacto da saúde bucal na vida do paciente idoso hospitalizado**. 2022. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Odontologia) - Universidade Sociedade Educacional de Santa Catarina, [S. l.], 2022. Disponível em: <https://repositorio.animaeducacao.com.br/handle/ANIMA/31642>. Acesso em: 19 set. 2023.

LIMA, . V. A. de; LIMA, . R. M. de; DUTRA, .; LOPES, . L. M. Avaliação de micro e pequenas empresas utilizando a metodologia multicritério e o método do fluxo de caixa descontado. **Revista de Ciências da Administração**, [S. l.], v. 12, n. 26, p. 48-71, 2010. DOI: 10.5007/2175-8077.2010v12n26p48. Disponível em: <<https://periodicos.ufsc.br/index.php/adm/article/view/2175-8077.2010v12n26p48>>. Acesso em: 27 ago. 2023.

MARTELANC, Roy; PASIN, Rodrigo Maimone; PEREIRA, Fernando. **Avaliação de empresas: Um guia para Fusões & Aquisições e private equity**. São Paulo: Pearson. Acesso em: 21 ago. 2023. 2010.

MINARDI, A. M. A. F.. **Retornos passados prevêm retornos futuros?**. RAE eletrônica, v. 3, n. 2, jul. 2004. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/raeel/a/3phkpWbG4SmWQbLN6CjG4wM/abstract/?lang=pt#> Acesso em: 27 ago. 2023.

MURITIBA, Sérgio Nunes et al. **SÉRIE HISTÓRIAS QUE INSPIRAM: Casos de abertura de capital no Brasil Volume 2**. 1. ed. B3: [s. n.], 2019. 152 p. ISBN 978-85-54219-04-8.

NETO, ASSAF. **Valuation: métricas de valor e avaliação de empresas**. [S. l.]: São Paulo Editora Atlas, 2014. 303 p. ISBN 978-85-2248428-7.

ODONTOPREV. **Histórico e Perfil**. Disponível em: <<https://ri.odontoprev.com.br/sobre-a-odontoprev/historico-e-perfil/>>. Acesso em: 26 ago. 2023.

Oliveira, Lucas Santiago de. **Modelos de avaliação de empresas: uma análise da Intelbras S.A. pelo método do fluxo de caixa descontado**. 2021. 74 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em Ciências Econômicas) - Departamento de Economia, Universidade Federal Rural de Pernambuco, Recife, 2021.

OLIVEIRA, M.; VERAS, R.; CORDEIRO, H.. **A Saúde Suplementar e o envelhecimento após 19 anos de regulação: onde estamos?**. Revista Brasileira de Geriatria e Gerontologia, v. 20, n. 5, p. 624–633, set. 2017.

PLANOS odontológicos: evolução, desafios e perspectivas para a regulação da saúde suplementar. **Agência Nacional de Saúde Suplementar (Brasil)**, [s. l.], p. 1-152, 4 2009. Disponível em: <[https://bvsms.saude.gov.br/bvs/publicacoes/planos\\_odontologicos.pdf](https://bvsms.saude.gov.br/bvs/publicacoes/planos_odontologicos.pdf)>. Acesso em: 26 ago. 2023.

PÓVOA, Alexandre. **Valuation: Como precificar ações**. [S. l.]: Elsevier Editora, 2012. 609 p. ISBN 978-85-352-5685-7.

SERRA, R. G.; WICKERT, M. **Valuation: guia fundamental e modelagem em Excel**. São Paulo: Atlas, 2019.

SIEGL, BRUNO RODRIGUES DE OLIVEIRA. **Valuation: departamento de água e esgoto de santana do livramento - RS**. 2021. Trabalho de conclusão de curso (Bacharel em Ciências Econômicas) - Universidade Federal do Pampa - UNIPAMPA., [S. l.], 2021.

TEIXEIRA, Elson Hazelski. **Avaliação de empresas**. [S. l.: s. n.], 2021. 134 p. ISBN 978-85-387-6662-9.

TINÓS, Adriana Maria Fuzer Graef et al. **Acesso da população idosa aos serviços de saúde bucal: uma revisão**. RFO UPF, [s. l.], 2013. Disponível em: [http://revodonto.bvsalud.org/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S1413-40122013000300015](http://revodonto.bvsalud.org/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1413-40122013000300015). Acesso em: 19 set. 2023.

VIEIRA, C.; COSTA, N. DO R.. **Estratégia profissional e mimetismo empresarial: os planos de saúde odontológicos no Brasil**. Ciência & Saúde Coletiva, v. 13, n. 5, p. 1579–1588, set. 2008.

## ANEXO

Tabela 11: Evolução do Balanço Patrimonial.

<b>BALANÇO PATRIMONIAL CONSOLIDADO (em R\$mil)</b>	<b>2022</b>	<b>2021</b>	<b>2020</b>	<b>2019</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>
<b>Circulante</b>	<b>498.898</b>	<b>582.488</b>	<b>990.135</b>	<b>818.478</b>	<b>702.255</b>	<b>626.227</b>	<b>582.291</b>	<b>479.853</b>	<b>399.989</b>	<b>378.782</b>
Disponível	15.837	16.422	34.847	27.067	21.142	17.674	22.040	16.358	12.613	10.266
Aplicações financeiras	215.101	315.140	701.999	517.210	460.394	418.782	406.337	317.994	253.095	246.856
Créditos de operações com planos de assistência à saúde	174.567	157.193	146.674	161.666	154.697	131.036	119.191	111.563	99.117	85.627
Outras contas a receber	40.299	33.881	24.653	15.830	12.146	11.284	7.871	9.552	8.971	11.321
Estoques	4.767	4.421	3.882	3.443	3.112	2.986	2.015	323	932	954
Tributos correntes a recuperar	8.968	19.912	45.098	62.401	26.036	27.789	9.969	11.278	12.990	13.535
Despesas antecipadas	39.359	35.519	32.982	30.861	24.728	16.676	14.868	12.785	12.271	10.223
<b>Não circulante</b>	<b>1.520.955</b>	<b>1.351.353</b>	<b>930.914</b>	<b>950.264</b>	<b>945.329</b>	<b>763.341</b>	<b>769.095</b>	<b>715.797</b>	<b>702.684</b>	<b>695.103</b>
Realizável a longo prazo	635.719	480.326	88.106	113.890	160.593	189.688	204.284	159.043	151.760	157.533
Aplicações financeiras avaliadas ao valor justo	-	-	-	-	-	57.049	-	-	-	-
Aplicações financeiras avaliadas ao custo amortizado	564.293	399.487	16.541	15.824	15.227	14.636	14.235	-	-	-
Tributos diferidos	9.213	28.097	35.659	41.508	44.742	37.594	136.276	109.416	106.472	115.333
Outros ativos não circulantes	62.213	52.742	35.906	56.558	100.624	80.409	53.773	49.627	45.288	42.200
Investimentos	17.860	14.493	12.992	9.453	8.054	8.573	6.289	6.080	6.174	3.750
Imobilizado	44.743	70.235	64.004	68.188	24.314	19.215	20.488	19.483	17.026	9.924
Intangível	822.633	786.299	765.812	758.733	752.368	545.865	538.034	531.191	527.724	523.896
<b>TOTAL DO ATIVO</b>	<b>2.019.853</b>	<b>1.933.841</b>	<b>1.921.049</b>	<b>1.768.742</b>	<b>1.647.584</b>	<b>1.389.568</b>	<b>1.351.386</b>	<b>1.195.650</b>	<b>1.102.673</b>	<b>1.073.885</b>
<b>PASSIVO E PATRIMÔNIO LÍQUIDO (em R\$mil)</b>	<b>2022</b>	<b>2021</b>	<b>2020</b>	<b>2019</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>

<b>Circulante</b>	<b>717.704</b>	<b>591.361</b>	<b>545.538</b>	<b>499.943</b>	<b>517.085</b>	<b>425.923</b>	<b>307.352</b>	<b>277.316</b>	<b>252.147</b>	<b>219.839</b>
Obrigações Sociais e Trabalhistas	63.977	56.508	42.357	44.822	33.897	31.721	26.756	25.067	23.681	19.183
Obrigações Sociais	7.538	7.820	5.340	6.200	5.068	4.596	7.704	6.601	7.539	6.798
Obrigações Trabalhistas	56.439	48.688	37.017	38.622	28.829	27.125	19.052	18.466	16.142	12.385
Fornecedores	27.834	26.222	23.531	15.289	19.181	17.309	12.890	10.602	10.192	14.728
Obrigações Fiscais	35.792	26.579	36.923	32.267	34.512	49.187	20.665	23.145	13.953	11.476
Outras Obrigações	182.512	116.081	85.549	69.952	135.637	71.380	41.277	33.887	33.556	33.703
Provisões	407.589	365.971	357.178	337.613	293.858	256.326	205.764	184.615	170.765	140.749
<b>Não circulante</b>	<b>116.631</b>	<b>221.231</b>	<b>168.926</b>	<b>152.306</b>	<b>98.811</b>	<b>37.036</b>	<b>346.325</b>	<b>264.543</b>	<b>206.278</b>	<b>156.244</b>
Outras Obrigações	62.672	134.111	106.846	108.521	62.103	25.176	22.285	3.159	2.998	3.215
Tributos Diferidos	-	-	-	-	-	-	-	5.496	4.424	3.465
Provisões	53.959	83.711	62.080	43.785	36.708	11.860	324.040	255.888	198.856	149.564
<b>TOTAL PASSIVO</b>	<b>834.335</b>	<b>812.592</b>	<b>714.464</b>	<b>652.249</b>	<b>615.896</b>	<b>462.959</b>	<b>653.677</b>	<b>541.859</b>	<b>458.425</b>	<b>376.083</b>
Patrimônio líquido, capital e reservas atribuídas aos acionistas da Companhia	1.184.159	1.115.804	1.202.279	1.111.365	1.027.456	923.242	693.575	651.602	642.030	695.695
Capital social	851.017	851.017	607.869	607.869	506.557	506.557	506.557	506.557	506.557	506.557
Reservas de capital	(36.979)	(61.223)	(10.672)	(2.262)	9.206	23.813	16.347	28.430	21.959	16.999
Reservas de lucros	369.981	326.010	605.082	505.758	511.693	392.872	170.671	116.615	113.514	172.139
Lucro/prejuízo acumulados	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ajustes de avaliação patrimonial	140	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Participação dos não controladores	1.359	5.445	4.306	5.128	4.232	3.367	4.134	2.189	2.218	2.107
<b>TOTAL PATRIMÔNIO LÍQUIDO</b>	<b>1.185.518</b>	<b>1.121.249</b>	<b>1.206.585</b>	<b>1.116.493</b>	<b>1.031.688</b>	<b>926.609</b>	<b>697.709</b>	<b>653.791</b>	<b>644.248</b>	<b>697.802</b>
<b>TOTAL DO PASSIVO E PATRIMÔNIO LÍQUIDO</b>		<b>1.933.841</b>	<b>1.921.049</b>	<b>1.768.742</b>	<b>1.647.584</b>	<b>1.389.568</b>	<b>1.351.386</b>	<b>1.195.650</b>	<b>1.102.673</b>	<b>1.073.885</b>

Fonte: Odontoprev (2023).

Tabela 13: Variação do Capital de Giro.

	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013
<b>Ativo Circulante</b>	<b>498.898</b>	<b>582.488</b>	<b>990.135</b>	<b>818.478</b>	<b>702.255</b>	<b>626.227</b>	<b>582.291</b>	<b>479.853</b>	<b>399.989</b>	<b>378.782</b>
<b>Passivo Circulante</b>	<b>717.704</b>	<b>591.361</b>	<b>545.538</b>	<b>499.943</b>	<b>517.085</b>	<b>425.923</b>	<b>307.352</b>	<b>277.316</b>	<b>252.147</b>	<b>219.839</b>
<b>CCL - Capital Circulante Líquido</b>	<b>(218.806)</b>	<b>(8.873)</b>	<b>444.597</b>	<b>318.535</b>	<b>185.170</b>	<b>200.304</b>	<b>274.939</b>	<b>202.537</b>	<b>147.842</b>	<b>158.943</b>
CGL = (PL + ELP) – (AP + RLP)	(264.908)	(84.553)	376.287	245.219	156.624	177.722	250.317	180.865	128.598	146.912
<b>Receita Bruta</b>	<b>2.067.331</b>	<b>1.939.508</b>	<b>1.861.473</b>	<b>1.887.301</b>	<b>1.686.330</b>	<b>1.502.895</b>	<b>1.426.812</b>	<b>1.308.929</b>	<b>1.210.966</b>	<b>1.114.812</b>
Variação do Capital de Giro (% da receita)	-10,15%	-23,38%	6,77%	7,07%	-0,90%	-4,97%	5,07%	4,18%	-0,92%	2,66%

Tabela 14: Evolução do Demonstrativo de Resultados do Exercício.

<b>Receita operacional bruta (ROB)</b>	<b>2.067.331</b>	<b>1.939.508</b>	<b>1.861.473</b>	<b>1.887.301</b>	<b>1.686.330</b>	<b>1.502.895</b>	<b>1.426.812</b>	<b>1.308.929</b>	<b>1.210.966</b>	<b>1.114.812</b>
(-) Tributos diretos de operações com planos de assistência à saúde	90.833	82.827	83.415	64.636	84.284	56.418	52.659	50.299	46.395	37.421
(-) Impostos sobre vendas de bens e serviços	14.813	14.247	12.721	13.739	10.205	9.193	9.114	8.939	8.450	7.785
<b>Receita operacional líquida (ROL)</b>	<b>1.961.685</b>	<b>1.842.434</b>	<b>1.765.338</b>	<b>1.808.926</b>	<b>1.591.841</b>	<b>1.437.283</b>	<b>1.365.039</b>	<b>1.249.691</b>	<b>1.156.121</b>	<b>1.069.606</b>
(-) Custo de serviços	791.707	731.477	713.143	810.365	703.720	670.349	671.804	582.528	548.837	501.165
Lucro bruto	1.169.979	1.110.957	1.052.195	998.561	888.121	766.934	693.235	667.163	607.284	568.441
(-) Despesas de comercialização	212.092	191.096	193.787	203.758	172.341	146.591	126.682	120.074	109.446	99.226
(+) Outras receitas operacionais	2.635	4.302	4.639	4.599	3.033	2.028	2.333	1.492	-	-
(-) Despesas administrativas (DA)	298.406	332.384	281.186	301.750	261.122	225.038	209.015	188.320	171.421	159.747
<b>DA (base EBITDA ajustado)</b>	<b>301.121</b>	<b>268.499</b>	<b>250.970</b>	<b>273.115</b>	<b>239.141</b>	<b>216.070</b>	<b>201.569</b>	<b>180.573</b>	<b>164.388</b>	<b>147.680</b>
Pessoal	158.072	159.670	159.312	156.099	135.514	116.186	107.472	96.315	85.720	77.782

Serviços de terceiros	63.917	44.024	35.698	35.375	30.776	24.674	23.366	22.005	21.584	17.103
Localização e funcionamento	35.019	27.682	23.640	41.827	40.429	43.846	43.642	39.675	39.318	29.423
Taxas e tributos	6.300	10.609	11.641	12.483	11.583	11.371	12.748	7.735	4.206	3.774
Viagens, impressos e assinaturas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	5.689
Publicidade e propaganda	15.994	17.600	11.560	20.064	14.880	13.320	11.450	11.732	11.533	12.778
Outras	21.819	8.914	9.120	7.266	5.958	6.673	2.891	3.111	2.027	1.131
<b>DA (não base EBITDA ajustado)</b>	<b>(2.715)</b>	<b>63.886</b>	<b>30.216</b>	<b>28.635</b>	<b>21.982</b>	<b>8.968</b>	<b>7.446</b>	<b>7.747</b>	<b>7.033</b>	<b>12.067</b>
Depreciação e amortização	32.395	57.760	24.847	20.991	15.984	8.183	7.446	7.747	6.761	5.140
Amortização de direito de uso	4.628	5.822	5.113	5.496	-	-	-	-	-	-
(-) Outras despesas operacionais	95.134	90.386	73.671	116.370	80.495	81.607	79.459	48.139	51.492	46.485
(+) Resultado da equivalência patrimonial	6.609	6.559	6.673	5.042	4.369	2.442	1.327	(3.462)	(1.470)	102
<b>Despesas operacionais (R\$)</b>	<b>596.388</b>	<b>603.005</b>	<b>537.332</b>	<b>612.237</b>	<b>506.556</b>	<b>448.766</b>	<b>411.496</b>	<b>358.503</b>	<b>333.829</b>	<b>305.356</b>
Resultado antes do resultado financeiro e dos tributos	573.591	507.952	514.863	386.324	381.565	318.169	281.739	308.660	273.455	263.085
<b>(+/-) Resultado Financeiro líquido</b>	<b>72.667</b>	<b>39.226</b>	<b>5.148</b>	<b>19.400</b>	<b>25.479</b>	<b>35.793</b>	<b>23.728</b>	<b>18.257</b>	<b>14.696</b>	<b>11.914</b>
Resultado antes dos tributos sobre o lucro	646.258	547.178	520.011	405.724	407.044	353.961	305.467	326.917	288.151	274.999
<b>(-) Imposto de renda e contribuição social sobre o lucro</b>	<b>194.897</b>	<b>165.838</b>	<b>160.290</b>	<b>120.903</b>	<b>121.767</b>	<b>109.479</b>	<b>89.417</b>	<b>105.755</b>	<b>93.159</b>	<b>86.563</b>
Resultado líquido das operações continuadas	451.361	381.340	359.721	284.821	285.277	244.482	216.050	221.162	194.992	188.436
Participação minoritária em controlada	810	(981)	1.407	(58)	(484)	89	(60)	(216)	(283)	(345)
<b>Lucro líquido do período</b>	<b>452.171</b>	<b>380.359</b>	<b>361.128</b>	<b>284.763</b>	<b>284.793</b>	<b>244.571</b>	<b>215.990</b>	<b>220.946</b>	<b>194.709</b>	<b>188.091</b>

Fonte: Odontoprev (2023).



Restituições de capital pagas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Resgate de ações	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Aumento de capital - acionistas minoritários	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Aumento de capital	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Outros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>CAIXA GERADO (APLICADO) EM ATIVIDADES DE FINANCIAMENTOS</b>	<b>(339.815)</b>	<b>(429.976)</b>	<b>(264.853)</b>	<b>(264.159)</b>	<b>(118.968)</b>	<b>(278.303)</b>	<b>(163.314)</b>	<b>(216.067)</b>	<b>(255.751)</b>	<b>(191.615)</b>
<b>AUMENTO (REDUÇÃO) EM CAIXA E EQUIVALENTES DE CAIXA</b>	<b>64.182</b>	<b>(22.338)</b>	<b>193.286</b>	<b>63.338</b>	<b>(11.378)</b>	<b>65.529</b>	<b>108.260</b>	<b>68.644</b>	<b>8.586</b>	<b>39.192</b>
CAIXA, EQUIVALENTES DE CAIXA E APLICAÇÕES FINANCEIRAS	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Saldo inicial	731.049	753.387	560.101	496.763	508.141	442.612	334.352	265.708	257.122	217.930
Saldo final	795.231	731.049	753.387	560.101	496.763	508.141	442.612	334.352	265.708	257.122
<b>AUMENTO (REDUÇÃO) EM CAIXA E EQUIVALENTES DE CAIXA</b>	<b>64.182</b>	<b>(22.338)</b>	<b>193.286</b>	<b>63.338</b>	<b>(11.378)</b>	<b>65.529</b>	<b>108.260</b>	<b>68.644</b>	<b>8.586</b>	<b>39.192</b>

Fonte: Odontoprev (2023).

Tabela 16: Evolução do número de beneficiados da Odontoprev e Tíquete Médio

	<b>Tíquete Médio</b>	<b>Vidas</b>	<b>Varição no número de vidas [%]</b>
<b>2013</b>	15,22	6.171.927	3,28%
<b>2014</b>	16,07	6.316.368	2,34%
<b>2015</b>	17,04	6.409.024	1,47%
<b>2016</b>	18,58	6.266.959	-2,22%
<b>2017</b>	19,66	6.309.296	0,68%
<b>2018</b>	20,43	7.230.318	14,60%



<b>2019</b>	21,13	7.399.638	2,34%
<b>2020</b>	20,47	7.510.149	1,49%
<b>2021</b>	20,42	7.984.293	6,31%
<b>2022</b>	20,72	8.317.964	4,18%

Fonte: elaboração própria, a partir de dados divulgados pela Odontoprev (2023).

## APÊNDICE

Tabela 17: Fluxo de Caixa Descontado.

		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Perpetuidade
		2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
<b>Receita Bruta</b>	<b>BRL M</b>	<b>2.139.205</b>	<b>2.321.384</b>	<b>2.495.063</b>	<b>2.671.413</b>	<b>2.860.227</b>	<b>3.062.386</b>	<b>3.278.833</b>	<b>3.510.579</b>	<b>3.758.704</b>	<b>4.024.367</b>	<b>4.308.807</b>
Deduções Sobre a Receita	BRL M	100.202	108.735	116.870	125.131	133.975	143.444	153.583	164.438	176.060	188.504	201.827
<b>Receita Líquida</b>	<b>BRL M</b>	<b>2.039.003</b>	<b>2.212.649</b>	<b>2.378.193</b>	<b>2.546.282</b>	<b>2.726.252</b>	<b>2.918.941</b>	<b>3.125.250</b>	<b>3.346.141</b>	<b>3.582.644</b>	<b>3.835.863</b>	<b>4.106.980</b>
Custo dos Serviços	BRL M	815.190	884.613	950.797	1.017.999	1.089.950	1.166.987	1.249.469	1.337.781	1.432.334	1.533.571	1.641.962
<b>Lucro Bruto</b>	<b>BRL M</b>	<b>1.223.814</b>	<b>1.328.036</b>	<b>1.427.396</b>	<b>1.528.283</b>	<b>1.636.302</b>	<b>1.751.954</b>	<b>1.875.781</b>	<b>2.008.360</b>	<b>2.150.310</b>	<b>2.302.292</b>	<b>2.465.017</b>
Despesas operacionais e Administrativas	BRL M	625.356	678.612	729.384	780.936	836.133	895.230	958.504	1.026.251	1.098.785	1.176.447	1.259.597
<b>EBIT</b>	<b>BRL M</b>	<b>598.458</b>	<b>649.424</b>	<b>698.012</b>	<b>747.347</b>	<b>800.169</b>	<b>856.724</b>	<b>917.277</b>	<b>982.110</b>	<b>1.051.525</b>	<b>1.125.846</b>	<b>1.205.420</b>
(+/-) Resultado Financeiro Líquido	BRL M	34.387	37.315	40.107	42.942	45.977	49.226	52.706	56.431	60.419	64.690	69.262
<b>Resultado antes do imposto de renda e da contribuição social</b>	<b>BRL M</b>	<b>632.845</b>	<b>686.739</b>	<b>738.119</b>	<b>790.289</b>	<b>846.146</b>	<b>905.951</b>	<b>969.983</b>	<b>1.038.541</b>	<b>1.111.944</b>	<b>1.190.535</b>	<b>1.274.682</b>
IR / CSSL	BRL M	215.167	233.491	250.960	268.698	287.690	308.023	329.794	353.104	378.061	404.782	433.392
<b>Resultado líquido do exercício</b>	<b>BRL M</b>	<b>417.677</b>	<b>453.248</b>	<b>487.158</b>	<b>521.591</b>	<b>558.456</b>	<b>597.928</b>	<b>640.189</b>	<b>685.437</b>	<b>733.883</b>	<b>785.753</b>	<b>841.290</b>
Depreciação/Amortização (+)	BRL M	22.713	24.647	26.492	28.364	30.369	32.515	34.813	37.274	39.908	42.729	45.749
<b>Fluxo de Caixa Operacional</b>	<b>BRL M</b>	<b>440.391</b>	<b>477.895</b>	<b>513.650</b>	<b>549.954</b>	<b>588.825</b>	<b>630.443</b>	<b>675.002</b>	<b>722.711</b>	<b>773.791</b>	<b>828.482</b>	<b>887.039</b>
Investimentos/CAPEX (+ou-)	BRL M	35.305	38.312	41.179	44.089	47.205	50.542	54.114	57.939	62.034	66.418	71.149
Variação do Capital de Giro (+ou-)	BRL M -	31.163 -	33.817 -	36.347 -	38.916 -	41.666 -	44.611 -	47.764 -	51.140 -	54.755 -	58.625 -	62.768
<b>Free Cash Flow do Acionista</b>	<b>BRL M</b>	<b>401.861</b>	<b>436.085</b>	<b>468.711</b>	<b>501.839</b>	<b>537.309</b>	<b>575.286</b>	<b>615.947</b>	<b>659.481</b>	<b>706.093</b>	<b>755.999</b>	<b>834.796</b>
<b>Fluxo de caixa no valor presente</b>	<b>BRL M</b>	<b>352.024</b>	<b>334.629</b>	<b>315.061</b>	<b>295.496</b>	<b>277.145</b>	<b>259.934</b>	<b>243.792</b>	<b>228.652</b>	<b>214.452</b>	<b>201.135</b>	<b>1.826.885</b>

Fonte: Elaboração própria.