

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
(PUC-RIO)**

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA



Monografia de Final de Curso

Uma Análise Fundamentalista da Ânima Educação

João Pedro Menezes Côrtes da Fonseca

Matrícula: 1612586

Prof. Orientador: Maria Elena Gava Reddo Alves

Prof. Coordenador: Márcio Gomes Pinto Garcia

Rio de Janeiro

Junho de 2020

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
(PUC-RIO)**

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA



Monografia de Final de Curso

Uma Análise Fundamentalista da Ânima Educação

João Pedro Menezes Côrtes da Fonseca

Matrícula: 1612586

Prof. Orientador: Maria Elena Gava Reddo Alves

Prof. Coordenador: Márcio Gomes Pinto Garcia

Rio de Janeiro

Junho de 2020

Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor.

As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor.

AGRADECIMENTOS

À minha orientadora, professora Maria Elena, pela paciência, atenção e ajuda no desenvolvimento do presente trabalho.

Aos professores do Departamento de Economia da PUC-Rio, por terem proporcionado uma graduação de excelência e por todo o conhecimento transmitido ao longo dos últimos anos.

Aos meus pais, Fernando e Luciana, por toda a educação e formação que me proporcionaram. Sem vocês, essa conquista não seria possível. A todos os meus irmãos e irmãs, meus grandes amigos. Aos meus avós, em especial ao avô Eduardo, pelo apoio e interesse incondicionais no desenvolvimento da monografia.

À minha namorada, Giulia, por todo o companheirismo e apoio ao longo dos últimos anos. É um prazer dividir momentos como esse com você.

Aos meus amigos que estiveram comigo nesta graduação. Em especial, André Moretta, Bruno Fischer, Danilo Brandão, Francisco Costa, João Pedro Leon e Thiago Bocayuva. Obrigado pela amizade de todos vocês. Tenho certeza de que permanecerá firme ao longo dos próximos anos.

Aos amigos e companheiros de trabalho da Módulo Capital, meu agradecimento especial por todos os aprendizados nos últimos dois anos. É um prazer fazer parte dessa equipe.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	10
2. A ÂNIMA HOLDING S/A	12
2.1. Histórico da Empresa	12
2.2. Principais Atividades da Companhia	15
2.3. As Marcas da Companhia	15
2.3.1. <i>Una</i>	16
2.3.2. <i>UniBH</i>	16
2.3.3. <i>Universidade São Judas Tadeu (USJT)</i>	16
2.3.4. <i>São Judas Campus Unimonte</i>	17
2.3.5. <i>UniSociesc</i>	17
2.3.6. <i>UniAGES</i>	17
2.3.7. <i>HSM</i>	18
2.3.8. <i>EBRADI</i>	18
2.3.9. <i>Le Cordon Bleu</i>	18
2.4. Composição Acionária	19
2.5. Governança Corporativa	20
3. O SETOR DE EDUCAÇÃO NO BRASIL	24
3.1. Níveis Escolares	24
3.2. Ensino Superior	25
3.3. Novo Marco Regulatório do EAD	26
3.4. Principais Competidores	29
3.5. Programas de financiamento governamentais – Mudanças regulatórias no Fies	31
4. ESTRATÉGIA DA ÂNIMA EDUCAÇÃO	36
4.1. Diferenciais Competitivos	36
1. Oferta de ensino de qualidade	36
2. Portfólio de marcas tradicionais e fortes regionalmente	40
4.2. Estratégia de Crescimento	41
1. Crescimento inorgânico	43

2. Crescimento orgânico	43
4.3. Expansão de margem	45
(i) Sinergias	46
(ii) E2A	46
(iii) J2A	47
(iv) Crescimento orgânico	47
5. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	48
5.1. O que é <i>Valuation</i> ?	48
5.2. A Filosofia de <i>Value Investing</i> : Valor x Preço	48
5.3. Demonstrativos Financeiros	49
5.3.1. Balanço Patrimonial (BP)	50
5.3.2. Demonstração do Resultado do Exercício (DRE)	51
5.4. O Método de Fluxo de Caixa Descontado	53
5.5. O Cálculo do WACC	54
5.6. O Modelo de Precificação de Ativos Financeiros (CAPM)	55
6. VALUATION DA ÂNIMA EDUCAÇÃO	58
6.1. Premissas Micro e Macroeconômicas	60
6.1.1. Base de Alunos	60
6.1.1.1. Graduação Presencial - Evasão, Captação e Egressos	60
6.1.1.2. Pós-Graduação Presencial, EAD, Ensino Básico e Técnico	65
6.1.2. Receita	66
6.1.3. Custos e Despesas	68
6.1.3.1. Custo dos Serviços Prestados	68
(i) Custos com Pessoal	68
(ii) Custos com Aluguel e Ocupação	69
6.1.3.2. Despesas Operacionais	71
(i) Despesas Comerciais	72
(ii) Despesas Gerais e Administrativas	72
(iii) Outras Receitas (e Despesas) Operacionais	72
6.1.4. Resultado de Juros e Multas sobre Mensalidades	73
6.1.5. Despesas Corporativas	74
6.1.6. EBITDA	75
6.1.7. Depreciação e Amortização	77
6.1.8. CAPEX	78

6.1.9. <i>Capital de Giro</i>	79
6.1.10. <i>Perpetuidade</i>	81
(i) <i>NOPLAT</i>	82
(ii) <i>Taxa de Reinvestimento</i>	83
(iii) <i>WACC</i>	84
6.1.11. <i>Fluxo de Caixa da Firma</i>	87
6.1.12. <i>Valor justo por ação da Ânima Educação</i>	88
7. CONCLUSÃO	90
8. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	92

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 01: Evolução da Base de Alunos da Ânima Educação	15
Figura 02: Composição Acionária da Ânima Educação	19
Figura 03: Composição Acionária segmentada	20
Figura 04: Discriminação dos membros do Conselho de Administração da Ânima	22
Figura 05: Discriminação dos membros da Diretoria da Ânima	23
Figura 06: Evolução do total de matrículas entre instituições públicas e privadas	25
Figura 07: Evolução do total de matrículas entre tipos de curso e IES	26
Figura 08: Evolução do número de polos EAD (públicos e privados)	28
Figura 09: Número de alunos matriculados e fragmentação do setor	29
Figura 10: 12 maiores grupos privados de Ensino Superior do país	30
Figura 11: Evolução de novos contratos do Fies de 2010 a 2017	33
Figura 12: Evolução do percentual da receita de Ensino Superior vinculada ao Fies dos principais grupos de ensino privado	35
Figura 13: Perda de valor de mercado acumulada das companhias do setor	35
Figura 14: Percentual de matrículas por faixas CPC no ano de 2015	37
Figura 15: Percentual total de matrículas por faixas IGC no triênio 2016-2018	38
Figura 16: Percentual de matrículas por conceito Enade no triênio 2016-2018	39
Figura 17: Percentual de matrículas por conceito IDD no triênio 2016-2018	40
Figura 18: Diferenças entre estratégias de marca	42
Figura 19: Segmentação dos competidores do setor de educação no Brasil	42
Figura 20: Unidades abertas de 2016 a 2019	43
Figura 21: Estratégia de Crescimento em Espiral	44
Figura 22: Evolução da Margem EBITDA da Ânima Educação	45

Figura 23: Iniciativas para expansão de rentabilidade	46
Figura 24: Estrutura simplificada de um Balanço Patrimonial	51
Figura 25: Evolução do preço de negociação das ações da Ânima na B3	59
Figura 26: Taxa de evasão trimestral como percentual da base de alunos	61
Figura 27: Número de alunos evasores e taxa de evasão anual	62
Figura 28: Número de alunos captados e taxa de captação anual	63
Figura 29: Número de alunos formandos e taxa de formatura anual	64
Figura 30: Evolução da base de alunos de graduação presencial	64
Figura 31: Evolução da base de alunos de Pós-Graduação Presencial, EAD, Ensino Básico e Técnico	65
Figura 32: Evolução do ticket médio e sua taxa de crescimento	67
Figura 33: Evolução da Receita Líquida do segmento de Ensino	68
Figura 34: Evolução da estrutura de custos	70
Figura 35: Premissas da estrutura de custos	71
Figura 36: Evolução do Lucro Bruto e Margem Bruta	71
Figura 37: Premissas de Despesas Operacionais do segmento de Ensino	73
Figura 38: Premissas do Resultado de Juros e Multas sobre Mensalidades	74
Figura 39: Resultado Operacional da companhia	74
Figura 40: Premissa de Despesas Corporativas como percentual da receita líquida	75
Figura 41: Evolução e projeções do EBITDA da companhia	76
Figura 42: Premissa da Depreciação e Amortização	78
Figura 43: Discriminação e premissas de CAPEX	79
Figura 44: Dinâmica de capital de giro e projeções	81
Figura 45: Premissas da perpetuidade	82
Figura 46: Evolução do ROIC calculado da companhia	84

Figura 47: Custo de capital estimado	85
Figura 48: Evolução da taxa da NTN-B com vencimento em 2030	86
Figura 49: Composição e cálculo do WACC	87
Figura 50: Projeções dos fluxos de caixa futuros da Ânima Educação	88
Figura 51: Valor justo por ação da Ânima Educação estimado	89

1. INTRODUÇÃO

O principal objetivo do presente trabalho é estimar um valor justo para a Ânima Educação, um dos maiores grupos de educação privados do Brasil, por meio da análise fundamentalista. Esta metodologia sugere que o valor justo de determinada empresa seja determinado por seus fundamentos, tanto quantitativos quanto qualitativos.

Os primeiros dizem respeito às características numéricas e mensuráveis do negócio, como por exemplo seus ativos e passivos, receita, custos e despesas. Tais características estão disponíveis nos demonstrativos financeiros principais (Balanço Patrimonial e Demonstração do Resultado do Exercício), divulgados trimestral e anualmente pelas empresas de capital aberto. O presente trabalho utilizará esses fundamentos para fazer projeções futuras para a empresa Ânima Educação.

Porém, por trás desses fundamentos, há de se ter uma interpretação qualitativa, imensurável em termos numéricos. Neste contexto, é preciso entender alguns aspectos do setor em que a empresa está inserida, seus competidores, diferenciais competitivos e características da gestão.

Inicialmente será feita uma apresentação detalhada da Ânima Holding S.A, explanando um breve histórico da companhia, suas principais atividades e marcas, bem como sua composição acionária e aspectos de governança corporativa.

Em seguida será abordada a contextualização do setor de educação no Brasil, com apresentação de um panorama geral do setor, com foco no Ensino Superior, segmento de atuação prevalente da Ânima. Serão apresentados os principais grupos de educação privados do país, com foco nos competidores listados em bolsa. O capítulo também analisará as mudanças no segmento de Ensino à Distância e nas regras de concessão do Programa de Financiamento Estudantil (Fies), bem como seus impactos no setor.

Feita a apresentação da companhia e a contextualização do setor de educação, serão introduzidos os principais diferenciais competitivos da empresa, assim como sua estratégia de crescimento e de recuperação de rentabilidade para os próximos anos.

Em sequência será realizada a fundamentação teórica do estudo. Este capítulo tem por objetivo fundamentar a metodologia que será aplicada ao estudo de caso previamente

definido: a Ânima Educação. Será apresentada a definição de avaliação de empresas, com a descrição dos principais demonstrativos financeiros e a da metodologia utilizada.

No capítulo seguinte, serão explicitadas as principais premissas utilizadas para a realização do modelo teórico, que terá como resultado a obtenção de um valor justo para a Ânima Educação.

A conclusão do trabalho se dará com uma comparação entre o valor justo estimado no presente estudo e o preço de negociação das ações da Ânima Educação, com o objetivo de identificar uma possível sub ou sobrevalorização destas ações.

2. ÂNIMA HOLDING S/A

2.1 Histórico da Empresa

A história da Ânima Educação teve início em maio de 2003, na cidade de Belo Horizonte, Minas Gerais. Nesta data, a empresa anunciou a aquisição do Centro Universitário¹ Una de Belo Horizonte, que contava com dois *campi* e cerca de 3,8 mil alunos matriculados. De início, os fundadores da companhia tiveram um grande trabalho de reestruturação administrativa, acadêmica e financeira da instituição adquirida.

A companhia expandiria seu mercado de atuação, três anos após, com a aquisição do Centro Universitário Monte Serrat (Unimonte), em Santos, SP. Tal como a precedente aquisição foi necessário empreender esforços para a realização de ajustes na instituição.

Em 2009, a Ânima compra o Centro Universitário de Belo Horizonte (UniBH), que passava por um momento financeiro delicado. À semelhança das aquisições anteriores, aqui também foi necessária uma reestruturação.

Em 2013, a companhia deu continuidade ao processo de aquisições. O alvo não foi uma instituição de ensino superior. A adquirida HSM - voltada para cursos de especialização à distância – tem como foco o segmento de educação corporativa. Foi também neste ano que a Ânima abriu seu capital, passando a ter suas ações negociadas na B3², a Bolsa de Valores brasileira, sendo listada no segmento do Novo Mercado³, sob o *ticker*⁴ ANIM3.

No ano seguinte, a companhia realiza uma aquisição transformacional: a compra da Universidade São Judas, localizada em São Paulo, que contava, à época, com

¹ Segundo o Ministério da Educação (MEC), “são centros universitários as instituições de ensino superior pluricurriculares, abrangendo uma ou mais áreas do conhecimento, que se caracterizam pela excelência do ensino oferecido, comprovada pela qualificação do seu corpo docente e pelas condições de trabalho acadêmico oferecidas à comunidade escolar. Os centros universitários credenciados têm autonomia para criar, organizar e extinguir, em sua sede, cursos e programas de educação superior”.

Disponível em: <<http://portal.mec.gov.br/pet/127-perguntas-frequentes-911936531/educacao-superior-399764090/116-qual-e-a-diferenca-entre-faculdades-centros-universitarios-e-universidades>>. Acesso em: 19 out. 2019.

² Letras iniciais de Brasil, Bolsa e Balcão. É a bolsa de valores oficial do Brasil, sediada na cidade de São Paulo.

³ Segmento de mais elevado grau de governança corporativa.

⁴ Código utilizado para a negociação de um ativo negociado em Bolsa de Valores, geralmente representando uma abreviação do nome do ativo.

aproximadamente 25,8 mil alunos, matriculados em 35 cursos oferecidos em 2 *campi*. A aquisição da São Judas permite à Ânima elevar sua base de alunos de 55,4 mil para 81,2 mil alunos.

Também ao final de 2014, a companhia anuncia a compra da Whitney do Brasil⁵, proprietária da Universidade Veiga de Almeida (UVA), sediada no Rio de Janeiro (RJ), e do Centro Universitário Jorge Amado (UniJorge), de Salvador (BA), que contavam, à época, com cerca de 54 mil alunos matriculados. A transação, avaliada em mais de R\$ 1 bilhão, possibilitaria à Ânima incrementar em cerca de 67% a sua base de alunos.

Por conta de algumas mudanças regulatórias na concessão do Fies⁶, ao final daquele exercício, a companhia, em abril de 2015, anuncia a decisão de desfazer o contrato⁷ com a Whitney.

Em 2016, a companhia em contínua expansão de sua atividade, volta os olhos em direção à região sul do país, com a aquisição da Sociedade Estadual de Santa Catarina (Sociesc), situada na cidade de Joinville (SC). Além disso, fortalece sua presença em Minas Gerais, com a compra da Alis Educacional e da Faculdade Politécnica de Uberlândia. Posteriormente, buscando unificar e fortalecer a marca Una, vincula as duas instituições à marca. Também em 2016, a companhia fecha parceria com a Le Cordon Bleu Paris⁸, inaugurando em 2018 a primeira instituição do grupo no Brasil.

Dando sequência aos movimentos de *M&A*⁹, neste mesmo ano adquire a Faculdade Divinópolis, localizada em Divinópolis (MG), e o Centro de Ensino Superior de Catalão (Cesuc), em Goiás. No mesmo movimento feito com a Faculdade Alis, localizada em Itabirito (MG), e com a Politécnica de Uberlândia, estas instituições também foram ligadas à marca Una. A também adquirida Faculdade Jangada, sediada em Jaraguá do Sul (SC), é vinculada à UniSociesc. Em termos de expansão, 2018 foi um ano importante para a São Judas. Foi neste ano que a instituição inaugurou três unidades na capital paulista. Além disso, a Unimonte (comprada pela Ânima em 2006), é transformada

⁵ Disponível em: <<https://valor.globo.com/empresas/noticia/2014/12/19/anima-educacao-compra-whitney-do-brasil-por-r-1143-bilhao.ghtml>>. Acesso em: 26 out. 2019.

⁶ Fundo de Financiamento Estudantil. Programa do Ministério da Educação que tem por objetivo financiar a graduação de alunos em cursos superiores não gratuitos.

⁷ Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2015/04/1620113-anima-desfaz-aquisicao-da-whitney-university-apos-mudancas-no-fies.shtml>>. Acesso em: 26 out. 2019.

⁸ Rede internacional de ensino de gestão de hospitalidade e de escolas de gastronomia francesa.

⁹ Sigla em inglês para *Merger and Acquisitions*, que pode ser traduzido para o português como Fusões e Aquisições.

em Centro Universitário São Judas Tadeu | Campus Unimonte, sempre com o objetivo de fortalecimento regional das marcas da companhia.

O ano de 2018 também contempla a implementação pela companhia do novo modelo acadêmico de ensino referenciado por competências, o Ecossistema Ânima de Aprendizagem (E2A). Em 2019, a primeira medida anunciada foi a parceria com a *Singularity University (SU)*, empresa do Vale do Silício e com a qual será lançada a *SingularityU Brazil*, voltada para a educação de executivos. Na mesma direção, a HSM cria a *HSM University*, com o objetivo de oferecer cursos de especialização à distância em gestão para executivos.

Também neste mesmo ano, a Universidade São Judas inaugura mais cinco *campi* no Estado de São Paulo.

Em meados de 2019, a Ânima marca a sua entrada na região nordeste do país, com a aquisição da UniAGES, que conta com unidades na Bahia e em Sergipe.

Mais recentemente, a companhia anuncia formalização de opção de compra, a ser exercida até o início de 2021, da Unisul – segunda maior instituição de Ensino Superior de Santa Catarina¹⁰, que conta com cerca de 19 mil alunos matriculados. Ao final de 2019, a Ânima também adquire a Unicuritiba, instituição tradicional com cerca de 5.200 alunos.

Ao final do ano de 2019, a companhia tinha cerca de 109 mil alunos matriculados, com instituições localizadas nos Estados de Minas Gerais, São Paulo, Santa Catarina, Paraná, Goiás, Bahia e Sergipe. A Figura 1 abaixo, retrata a evolução histórica (desde 2011) da base de alunos da companhia, em conformidade com informações trimestrais da companhia publicadas através da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

¹⁰ Disponível em: <<https://braziljournal.com/breaking-anima-investe-r-300-milhoes-na-unisul-para-liderar-em-sc>>. Acesso em: 26 out. 2019.

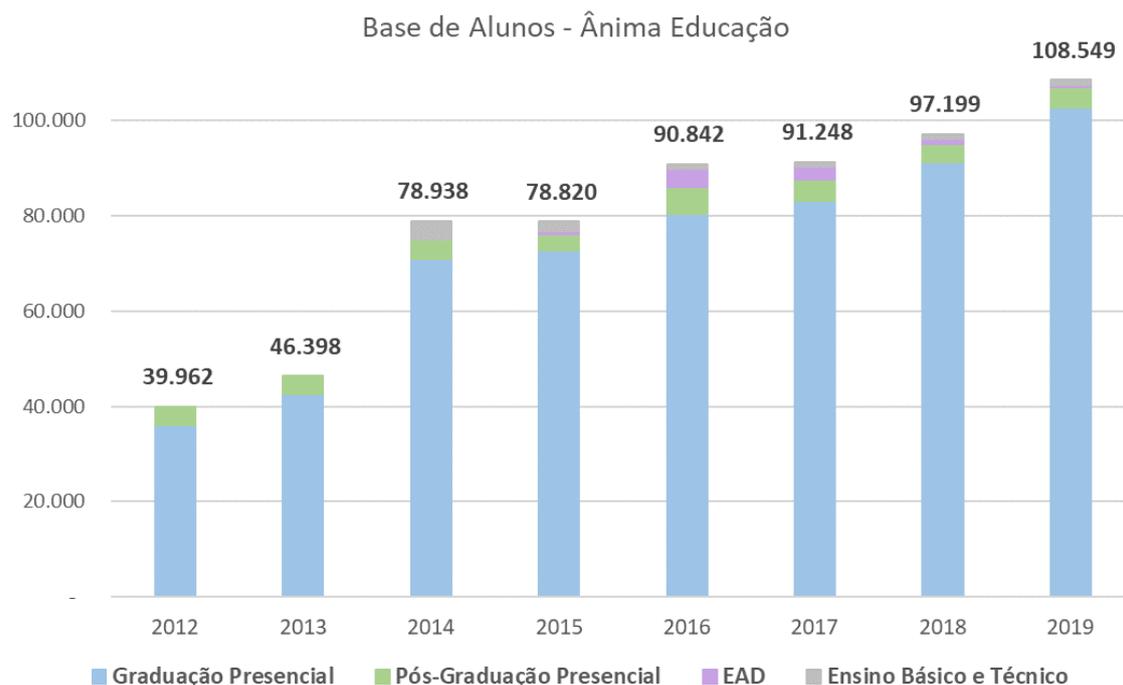


Figura 1: Evolução da Base de Alunos da Ânima Educação.

Fonte: Site de RI da Ânima Educação¹¹

Elaboração: o autor

2.2 Principais Atividades da Companhia

A companhia possui duas ordens de atividades: Ensino e Outros Negócios. No segmento Ensino, a companhia possui alunos matriculados em cursos presenciais, a distância e híbridos de graduação, pós-graduação, ensino básico e ensino técnico. As marcas que atuam neste segmento são: Una, UniBH, Universidade São Judas Tadeu (USJT), São Judas | Campus Unimonte, UniSosiessc e UniAGES. Na frente de Outros Negócios estão as marcas HSM, EBRADI e Le Cordon Bleu, que completam o portfólio da Ânima Educação.

¹¹ Disponível em: <<https://ri.animaeducacao.com.br/>>. Acesso em: 9 nov. 2019.

2.3 As Marcas da Companhia

2.3.1 Una

A Una é a principal marca da companhia e, como visto na seção do histórico da Ânima, foi a primeira marca com a qual a empresa iniciou suas atividades. A Una atua no ensino superior mineiro há mais de 55 anos, contando atualmente com 19 *campi*, sendo 16 localizados em Minas Gerais e 3 localizados no Estado de Goiás. De acordo com o Índice Geral de Cursos (IGC)¹² do MEC, a instituição recebeu em 2015 nota 4 no índice, tornando a instituição “o melhor Centro Universitário privado de Minas Gerais pelo 5º ano e, pelo 6º ano consecutivo, o melhor Centro Universitário privado de Belo Horizonte”¹³, reforçando o posicionamento da companhia de marcas regionalmente fortes e com perfil de qualidade.

2.3.2 UniBH

O UniBH é uma instituição bastante tradicional e reconhecida na cidade de Belo Horizonte, com mais de 50 anos de atuação. Os 3 campi (todos localizados na capital mineira) atualmente contam com um portfólio de mais de 40 cursos de graduação, além de cursos de pós-graduação *lato sensu*¹⁴ e projetos de extensão. A força regional da marca é refletida na proximidade com a comunidade local, através da prestação de serviços gratuitos para a população de baixa renda.

2.3.3 Universidade São Judas Tadeu (USJT)

¹² O IGC é um indicador de qualidade do Ministério da Educação (MEC) que avalia as instituições de Educação Superior, cuja nota máxima de avaliação é 5.

¹³ Disponível em: <<https://www.una.br/melhor-centro-universitario-privado-de-minas/>>. Acesso em: 2 nov. 2019.

¹⁴ “Compreendem programas de especialização e incluem os cursos designados como MBA (Master Business Administration). Com duração mínima de 360 horas, ao final do curso o aluno obterá certificado e não diploma”. Disponível em: <<http://portal.mec.gov.br/component/content/article?id=13072:qual-a-diferenca-entre-pos-graduacao-lato-sensu-e-stricto-sensu>>. Acesso em: 2 nov. 2019.

A São Judas possui mais de 45 anos de atuação no mercado de educação superior paulista. Em 2017, a instituição recebeu a nota 4 no IGC, fazendo com que estivesse posicionada entre as 3 melhores universidades privadas do Estado de São Paulo. Como observado no histórico da Ânima, a São Judas passou por dois ciclos recentes de expansão nos últimos anos, saindo de 2 unidades no segundo semestre de 2017 para 10 unidades em 2019. A São Judas possui, atualmente, um portfólio de 11 *campi*, todos localizados na cidade de São Paulo e em sua região metropolitana, contando com mais de 26 mil alunos¹⁵.

2.3.4 São Judas | Campus Unimonte

Conforme exposto acima, o Centro Universitário Monte Serrat, conhecido como Unimonte, foi a segunda instituição adquirida pela Ânima. Conta com mais de 40 anos de histórico e, em 2017, se tornou uma das melhores instituições de ensino do país, com uma nota 4 no IGC. Em 2018, a instituição foi transformada em Centro Universitário São Judas Tadeu | Campus Unimonte, movimento estratégico com objetivo de fortalecimento da marca São Judas no Estado de São Paulo.

Como destaque, o renomado engenheiro Ozires Silva (um dos fundadores da Embraer, ex-presidente da Petrobras e ex-ministro da Infraestrutura) é o reitor da instituição.

2.3.5 UniSociesc

A UniSociesc é conhecida por sua força na região sul do Brasil, principalmente em Santa Catarina, sendo das maiores e mais tradicionais instituições do Estado, com 60 anos de história. A marca tem presença em diversas cidades do Estado de Santa Catarina e na capital do Paraná, contando atualmente com 12 *campi* e mais de 15 mil alunos matriculados.

2.3.6 UniAGES

¹⁵ Disponível em: <<https://www.usjt.br/a-sao-judas/>>. Acesso em: 2 nov. 2019.

A UniAGES, última aquisição integrada da Ânima Educação, representou a entrada da companhia na região nordeste do país. Fundada há quase 40 anos, a instituição conta com cerca de 5.600 alunos matriculados em 7 *campi* nos Estados da Bahia e Sergipe.

2.3.7 HSM

A HSM, instituição de ensino focada no desenvolvimento de gestores e executivos, atua no Brasil há mais de 30 anos. A HSM Educação realiza diversos eventos, palestras, treinamentos e programas de capacitação presencial, promovendo uma rede de relacionamento entre companhias, líderes e executivos. Além disso, a marca possui uma frente de negócios ligada à publicação de conteúdo (livros e revistas). Recém-criada em 2019, a instituição também conta com a *HSM University*, que oferece cursos de gestão à distância.

2.3.8 EBRADI

A Escola Brasileira de Direito (EBRADI) é uma plataforma de ensino de Direito à distância, fundada ao final de 2016 pela Ânima. A instituição possui programas de pós-graduação semipresenciais e 100% online, além de cursos livres (focados no Conselho Administrativo de Recursos Fiscais (CARF), no Superior Tribunal de Justiça (STJ) e no Tribunal Superior do Trabalho (TST)), além de cursos preparatórios para o exame da Ordem dos Advogados do Brasil (OAB) e cursos de iniciação à advocacia.

2.3.8 Le Cordon Bleu

A Le Cordon Bleu, tradicional instituição de gastronomia internacional, tem um longo histórico de mais de 120 anos. A marca possui instalações em 20 países, com 35 escolas internacionais. A *joint venture*¹⁶ firmada em 2016 com a Le Cordon Bleu Paris

¹⁶ Termo em inglês para determinar a associação econômica entre duas empresas.

teve o objetivo de trazer a instituição para o Brasil, culminando, dois anos depois, na abertura do primeiro campus da rede internacional de culinária no Brasil, em São Paulo.

2.4 Composição Acionária

O capital social das empresas de capital aberto pode ser composto por dois tipos de ações: ordinárias (ON) e preferenciais (PN). As primeiras possuem como principal característica o direito ao voto em Assembleia.

Já as ações preferenciais, conforme indica a nomenclatura, concedem a seus detentores a preferência no recebimento de dividendos e no reembolso em caso de falência da empresa.

O capital social da Ânima é composto por 80.208.517 ações ordinárias nominativas, escriturais e sem valor nominal. A Figura 2 abaixo ilustra os principais acionistas da companhia. Destes, vale destacar os dois maiores acionistas: o Sr. Daniel Faccini Castanho (sócio fundador e atual Presidente do Conselho de Administração da companhia), que detém 11,62% do capital social, e o Sr. Marcelo Battistella Bueno (sócio fundador e atual Diretor Presidente da companhia), que detém 7,48%.

Acionistas	Participação
Daniel Faccini Castanho	11,62%
Marcelo Battistella Bueno	7,48%
Dynamo Administração de Recursos Ltda.	6,05%
Atmos Capital Gestão de Recursos Ltda.	5,79%
Romulo Faccini Castanho	5,04%
Mauricio Nogueira Escobar	2,87%
Ignacio Dauden Martinez	1,63%
Atila Simões da Cunha	1,50%
Gabriel Ralston Correa Ribeiro	1,18%
Ricardo Cançado Gonçalves de Souza	0,82%
Rodrigo Rossetto Dias Ramos	0,70%
Fabricio Ghinato Mainieri	0,37%
Leonardo Barros Haddad	0,02%
Outros	54,93%
Total	100,00%

Data Base: 28/02/2020

Figura 2: Composição Acionária da Ânima Educação

Fonte: Site de RI da Ânima Educação, Sessão Composição Acionária¹⁷

Elaboração: o autor

Para uma melhor análise da base de acionistas da empresa, pode-se dividi-la em algumas partes, como explicitado na Figura 3 abaixo.

Os colaboradores da empresa e acionistas originais detêm praticamente um terço (33,23%) do capital social da companhia. Alguns investidores institucionais também compõem a base de acionistas. A Dynamo Administração de Recursos concentra 6,05% das ações, seguida pela Atmos Capital Gestão de Recursos (5,79%). Além disso, é importante ressaltar que 1,15% das ações estão em tesouraria sob posse da empresa e não negociadas no mercado. As demais ações, correspondentes a 53,78% do capital social da empresa, estão diluídas entre outros acionistas.

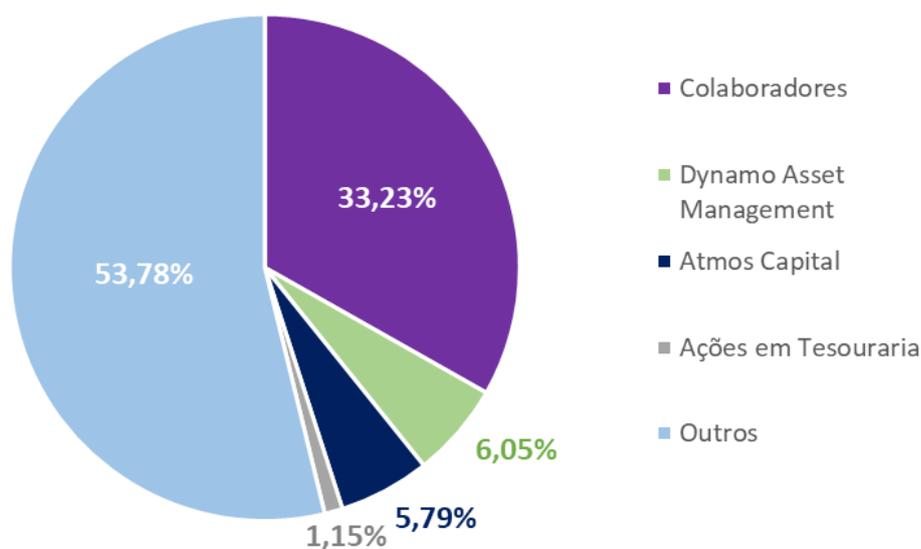


Figura 3: Composição Acionária segmentada.

Fonte: Site de RI da Ânima Educação, Sessão Composição Acionária

Elaboração: o autor

¹⁷ Disponível em: <<https://ri.animaeducacao.com.br/>>. Acesso em: 9 nov. 2019.

2.5 Governança Corporativa

Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC),

“Governança corporativa é o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas”¹⁸.

Como explicitado anteriormente, a Ânima Educação integra o segmento do Novo Mercado, qualificado pela B3 como o de mais alto grau de governança corporativa.

Cabe registrar que para integrar este segmento, as companhias precisam observar regras e princípios, explicitados no Regulamento do Novo Mercado¹⁹. Todas as normas presentes no documento têm como objetivo comum o alinhamento de interesses entre a companhia e as partes interessadas (acionistas, empregados, clientes, fornecedores, entre outros).

No que se refere ao capital social, o art. 8º do regulamento dispõe que “a companhia deve ter seu capital social dividido exclusivamente em ações ordinárias”. Em relação às ações em circulação, prevê o art. 10 que “a companhia deve manter ações em circulação²⁰ em percentual correspondente a, no mínimo 25% do capital social”. No que diz respeito à administração da companhia, as principais determinações são que: (i) o mandato dos membros do Conselho de Administração deve ter duração de no máximo dois anos, permitida a reeleição; e (ii) o conselho de administração deve ser composto por, no mínimo, dois conselheiros independentes – ou 20%, o que for maior.

No sentido de dar maior transparência às partes relacionadas, o art. 19 também discorre sobre a necessidade de a companhia divulgar, em seu formulário de referência, a remuneração dos principais executivos. Quanto à acumulação de cargos, o art. 20

¹⁸ Disponível em: <<https://www.ibgc.org.br/conhecimento/governanca-corporativa>>. Acesso em: 10 nov. 2019.

¹⁹ Regulamento introduzido pela Bolsa de Valores em 2001, que disciplina as atividades das companhias, na observância dos requisitos mínimos para ingresso, permanência e saída do Novo Mercado, cuja principal exigência é proibição da existência de ações preferenciais.

²⁰ Segundo o art. 9 do Regulamento, “ações em circulação significam todas as ações emitidas pela companhia, excetuadas as ações detidas pelo acionista controlador, por pessoas a ele vinculadas, por administradores da companhia e aquelas em tesouraria”.

esclarece que os cargos de Presidente do Conselho de Administração e de Diretor Presidente (ou principal executivo) não podem ser exercidos pela mesma pessoa. No que tange à fiscalização e controle, a companhia deve possuir uma área de auditoria (própria ou independente), conforme estabelece o art. 23.

A companhia também deve cumprir com a divulgação de informações periódicas e eventuais, como por exemplo fatos relevantes, informações sobre proventos e comunicação de seus resultados (art. 27), além de um calendário anual de eventos corporativos, com informações trimestrais (ITR), assembleias a serem realizadas no ano seguinte (art. 29) e movimentações mensais de valores mobiliários detidos pelos controladores e pessoas a ele vinculadas (art. 30).

Vale ressaltar ainda a previsão do regulamento acerca da alienação de controle da companhia. O adquirente é obrigado a efetivar uma OPA²¹, na qual “o objetivo é oferecer a todos os acionistas a possibilidade de alienar as suas ações em situações que normalmente envolvem mudanças na estrutura societária da companhia²²”.

Ainda, nos termos do artigo 10 do Estatuto Social da Ânima Educação, este prevê a administração da companhia por um Conselho de Administração e por uma Diretoria, com os poderes conferidos pela Lei 6.404/76, também conhecida como Lei das S.A. e pelo próprio Estatuto.

O Conselho de Administração é composto por sete a nove membros, dos quais, no mínimo 2 (ou 20%, o que for maior), devem ser independentes, como citado anteriormente. Os atuais membros que compõem o Conselho da Ânima estão descritos na Figura 4 abaixo.

Nome	Cargo eletivo ocupado	Data de Eleição	Prazo do mandato
Daniel Faccini Castanho	Presidente do Conselho de Adm.	25/04/2019	até AGO 2021
Daniel Krepel Goldberg	Vice-Presidente independente do Conselho de Adm.	25/04/2019	até AGO 2021
Maurício Nogueira Escobar	Conselheiro Efetivo	25/04/2019	até AGO 2021
Gabriel Ralston Correa Ribeiro	Conselheiro Efetivo	25/04/2019	até AGO 2021
Atonoaldo Grangeon Trancoso Neves	Conselheiro Efetivo (Independente)	25/04/2019	até AGO 2021
Marcelo Szekacs de Magalhães	Conselheiro Efetivo (Independente)	25/04/2019	até AGO 2021
Silvio José Genesisini Júnior	Conselheiro Efetivo (Independente)	25/04/2019	até AGO 2021
Oswaldo Barbosa de Oliveira	Conselheiro Efetivo (Independente)	25/04/2019	até AGO 2021

²¹ Sigla para Oferta Pública de Aquisição, na qual “o proponente manifesta o seu compromisso de adquirir uma determinada quantidade de ações, com preço e prazo determinados”, segundo o Portal do Investidor da CVM.

²² Trecho retirado do site do Portal do Investidor da CVM. Disponível em: <https://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/ofertas/opas.html>. Acesso em 10 nov. 2019.

Figura 4: Discriminação dos membros do Conselho de Administração da Ânima.

Fonte: Site de RI da Ânima Educação, Sessão Administração

Elaboração: o autor

No que diz respeito à Diretoria Estatutária, esta deve ser composta por, no mínimo, quatro e, no máximo, seis membros, sendo um Diretor Presidente (CEO), um Diretor Financeiro (CFO), um Diretor de Relações Institucionais, um Diretor de Novos Negócios, um Diretor de Relação com Investidores e os demais cargos são definidos pelo Conselho de Administração, sendo permitida a cumulação de cargos²³. Atualmente, a Diretoria da Ânima Educação é composta pelos seguintes membros, conforme indicado pela Figura 5 abaixo.

Nome	Cargo eletivo ocupado	Data de Eleição	Prazo do mandato
Marcello Battistella Bueno	Diretor Presidente	19/03/2019	até AGO 2021
André Tavares Andrade	Diretor Financeiro	19/03/2019	até AGO 2021
Átila Simões da Cunha	Diretor de Novos Negócios	19/03/2019	até AGO 2021
Marina Oehling Gelman	Diretora de Relações com Investidores e Diretora de Relações Institucionais	19/03/2019	até AGO 2021

Figura 5: Discriminação dos membros da Diretoria da Ânima.

Fonte: Site de RI da Ânima Educação, Sessão Administração

Elaboração: o autor

Por fim, cabe mencionar que a Ânima também dispõe de Comitês de Assessoramento, todos instituídos sob Regimentos Internos. São esses: Comitê Acadêmico (CACAD), Comitê de Auditoria, Governança e Gestão de Riscos (CAR), Comitê de Finanças e M&A (CFIN), Comitê de Pessoas (CPE) e Comitê de Transformação Digital (CTD). A Companhia também possui um Conselho Fiscal não permanente, composto por três a cinco membros.

²³ Disponível em <<https://ri.animaeducacao.com.br/>>. Sessão Governança Corporativa, Estatuto Social. Acesso em: 16 nov. 2019.

3. O SETOR DE EDUCAÇÃO NO BRASIL

3.1 Níveis Escolares

As diretrizes e bases da educação nacional são estabelecidas pela Lei 9.394/96²⁴. O setor de educação brasileiro divide-se em dois níveis: o Ensino Básico e o Ensino Superior.

O Ensino Básico contempla o Ensino Infantil (de 0 a 5 anos de idade), o Ensino Fundamental (dos 6 aos 14 anos de idade) e o Ensino Médio²⁵ (dos 15 aos 17 anos de idade).

Já o Ensino Superior abrange os cursos Sequenciais, de Graduação, Pós-Graduação e Extensão, conforme disposto no art. 44 abaixo:

“Art. 44. A educação superior abrangerá os seguintes cursos e programas:

I - cursos sequenciais por campo de saber, de diferentes níveis de abrangência, abertos a candidatos que atendam aos requisitos estabelecidos pelas instituições de ensino, desde que tenham concluído o ensino médio ou equivalente;

II - de graduação, abertos a candidatos que tenham concluído o ensino médio ou equivalente e tenham sido classificados em processo seletivo;

III - de pós-graduação, compreendendo programas de mestrado e doutorado, cursos de especialização, aperfeiçoamento e outros, abertos a candidatos diplomados em cursos de graduação e que atendam às exigências das instituições de ensino;

IV - de extensão, abertos a candidatos que atendam aos requisitos estabelecidos em cada caso pelas instituições de ensino.”

²⁴ Lei de Diretrizes e Bases da Educação Brasileira (LDB). Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/19394.htm>. Acesso em: 18 de abr. 2020.

²⁵ Neste nível de ensino também pode ser incluída a Educação Profissional de Nível Médio, cujo principal objetivo é preparar o aluno para o exercício de profissões técnicas. Esta pode ser desenvolvida de forma articulada com o Ensino Médio ou de forma subsequente para os alunos que já tenham concluído o Ensino Médio. Disponível nos Art. 36-A e 36-B da LDB.

O foco deste capítulo será o segmento de Ensino Superior, uma vez que a Ânima Educação possui a grande maioria de seus alunos matriculados neste segmento.

3.2 Ensino Superior

A educação no nível superior é ofertada através de Instituições de Ensino Superior (IES), que podem ser públicas ou privadas. De acordo com dados do Censo da Educação Superior, em 2018 o Brasil contava com cerca de 8,5 milhões de estudantes matriculados, sendo 76% em instituições privadas e 24% em instituições públicas. A Figura 6 abaixo demonstra a evolução do número de alunos matriculados em instituições públicas e privadas de 2010 a 2018, segundo dados do Censo da Educação Superior.

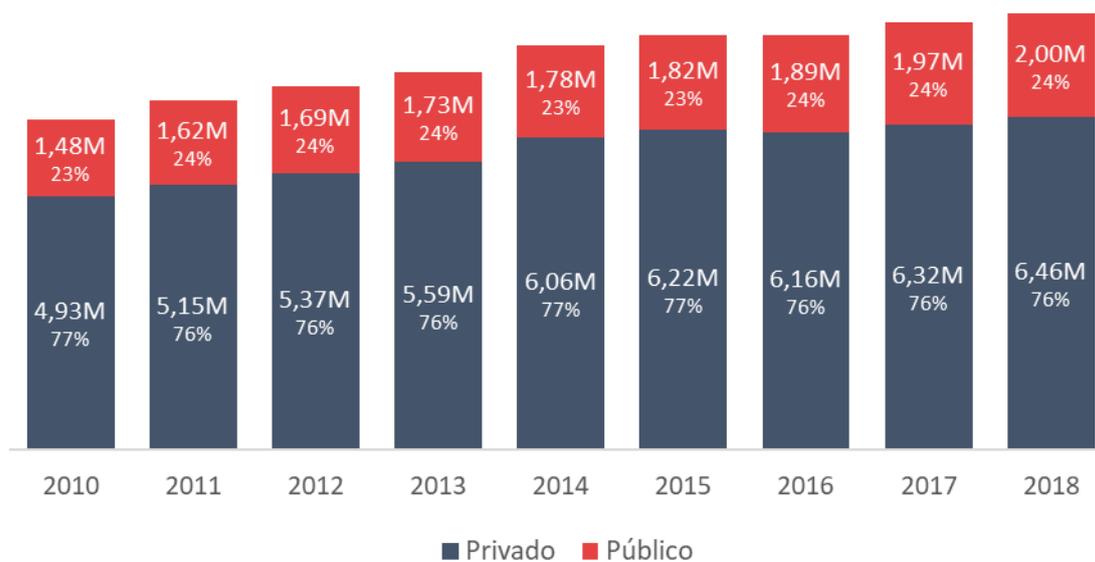


Figura 6: Evolução do total de matrículas entre instituições públicas e privadas

Fonte: INEP, Censo da Educação Superior (2010-2018)²⁶

²⁶ Gráfico replicado do Formulário de Referência de 2019 da Ânima Educação, p. 137. Disponível em: <<https://ri.animaeducacao.com.br/>>. Acesso em: 11 abr. 2020.

Além da distinção entre instituições públicas e privadas, os cursos ofertados podem ser presenciais ou a distância. A evolução de matrículas por tipo de curso (presencial ou EAD²⁷) e de instituição de ensino (privada ou pública), pode ser observada na Figura 7 abaixo.

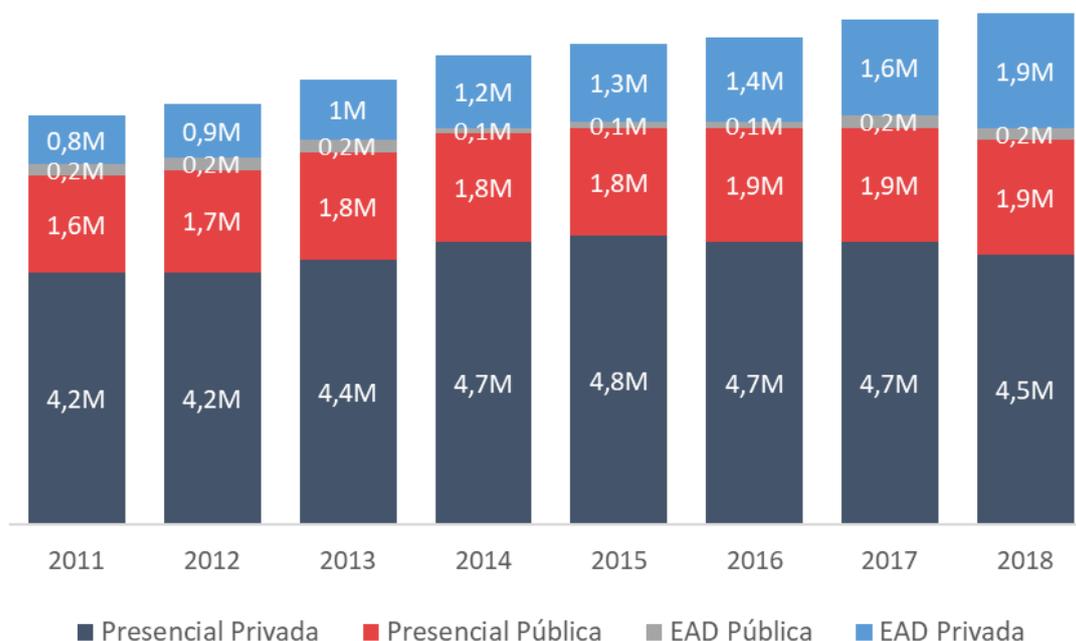


Figura 7: Evolução do total de matrículas entre tipos de curso e IES

Fonte: INEP, Censo da Educação Superior (2011-2018)

3.3 Novo Marco Regulatório do EAD

Em meados de 2017, o Ministério da Educação (MEC) publicou o Decreto de nº 9.057/2017, seguido da Portaria Normativa nº 11, conhecidos como o Novo Marco Regulatório do EAD. A Portaria estabeleceu as normas para o credenciamento de instituições e a oferta de cursos superiores a distância.

A primeira mudança foi permitir que as IES se credenciassem para ofertar cursos EAD sem que fosse necessário o credenciamento para cursos presenciais.

²⁷ Sigla para Ensino a Distância.

A Portaria também regulamentou os polos de ensino à distância - unidades acadêmicas destinadas a realização das atividades presenciais dos cursos à distância.

A mudança mais significativa da PN n° 11 está contida no art. 12, por meio do qual “o MEC passou a permitir que as instituições credenciadas para EAD criem polos por ato próprio, respeitando os limites quantitativos fixados de acordo com o conceito institucional. Conforme o texto, aquelas com classificação 3 podem criar até 50 polos EAD por ano, enquanto as com nota 4 podem abrir até 150 unidades e as com conceito 5 até 250”²⁸.

“Art. 12. As IES credenciadas para a oferta de cursos superiores a distância poderão criar polos EaD por ato próprio, observando os quantitativos máximos definidos no quadro a seguir, considerados o ano civil e o resultado do Conceito Institucional mais recente”²⁹:

Conceito Institucional	Quantitativo anual de polos
3	50
4	150
5	250

Como consequência do Novo Marco Regulatório do EAD, o número de polos EAD cresceu exponencialmente, conforme pode ser observado na Figura 8 a seguir.

²⁸ Trecho retirado da matéria publicada pela ABMES (Associação Brasileira de Mantenedoras do Ensino Superior). Disponível em: <<https://abmes.org.br/noticias/detalhe/2241/mec-anuncia-novo-marco-regulatorio-para-ead-e-setor-recebe-bem-as-mudancas>>. Acesso em: 18 abr. 2020.

²⁹ Trecho retirado da Portaria Normativa N° 11 do Ministério da Educação, de 20 de junho de 2017, publicada no Diário Oficial da União. Disponível em: <<http://portal.mec.gov.br/docman/maio-2017-pdf/66431-portaria-normativa-11-pdf/file>>. Acesso em: 18 abr. 2020.

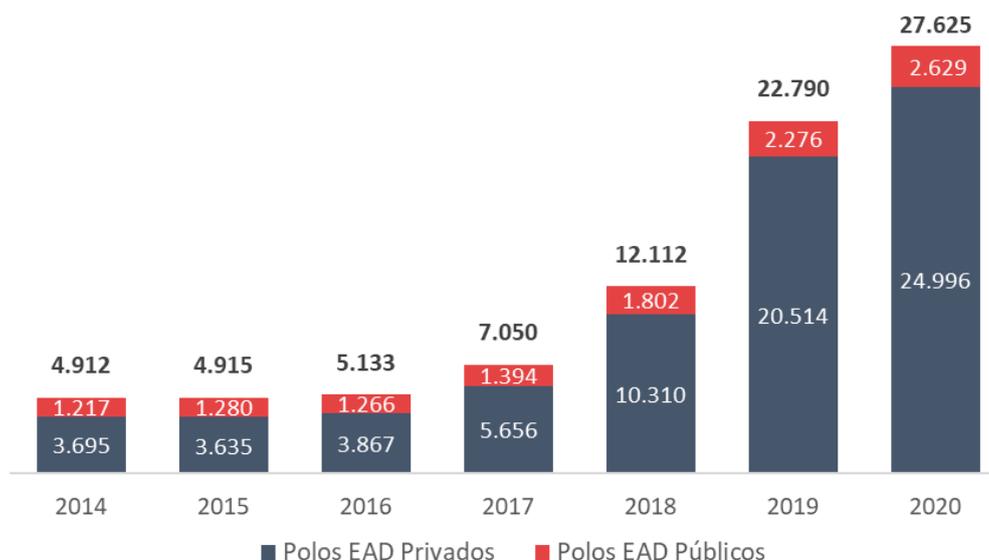


Figura 8: Evolução do número de polos EAD (públicos e privados)

Fonte: INEP, Censo da Educação Superior (2014-2018) e e-MEC (2019 e 2020)³⁰

A expansão da oferta trouxe consequências drásticas para o segmento de ensino à distância. A publicação da Portaria Normativa nº 11 em realidade instaurou uma guerra de preços entre os competidores no segmento, na busca pela atração de novos alunos.

Em razão disto, ainda no ano de 2017, a Ânima Educação deliberou descontinuar sua operação no segmento de educação a distância, por entender que haveria uma deterioração no ambiente competitivo, evitando com isso, uma canibalização entre alunos do segmento presencial e a distância. A companhia, efetivamente, optou por adotar um modelo híbrido, com cursos 100% presenciais e outros semipresenciais com parte da carga horária a distância e parte presencial.

³⁰ Gráfico replicado da 10ª Edição do Mapa de Ensino Superior do Semesp. Disponível em: <<https://www.semesp.org.br/mapa-do-ensino-superior/educacao-10/dados-brasil/evolucao-de-polos-ead/>>. Acesso em: 18 abr. 2020.

3.4 Principais Competidores

O segmento de Ensino Superior no Brasil é bastante fragmentado e marcado pela concorrência em níveis regionais. Os doze principais grupos privados de Ensino Superior do país, segundo dados do INEP de 2018, concentram 40,7% de participação de mercado, com cerca de 3,4 milhões de alunos matriculados. Os demais competidores privados têm 37,4% de participação e aproximadamente 3,2 milhões de alunos matriculados. A participação das instituições públicas é de 21,9% e estas têm cerca de 1,9 milhões de alunos matriculados.

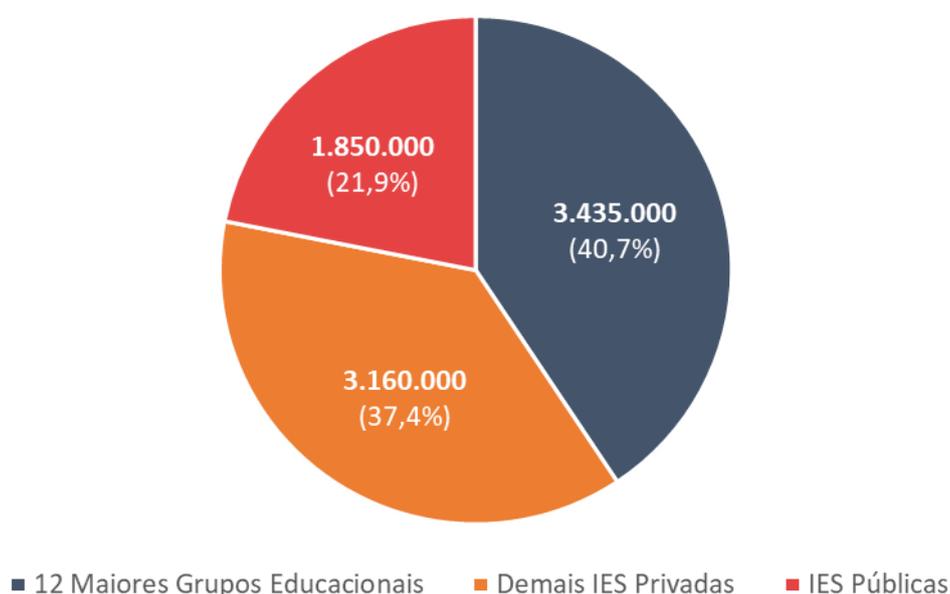


Figura 9: Número de alunos matriculados e fragmentação do setor

Fonte: INEP, Censo da Educação Superior 2018³¹

Esta seção se propõe a descrever alguns dos principais competidores privados do segmento de Ensino Superior brasileiro. A Figura 10 abaixo demonstra os doze maiores grupos privados, com o número de alunos matriculados em 2018 e a respectiva participação de mercado neste mesmo ano.

³¹ Gráfico replicado do Formulário de Referência de 2019 da Ânima Educação, p. 141. Disponível em: <<https://ri.animaeducacao.com.br/>>. Acesso em: 11 abr. 2020.

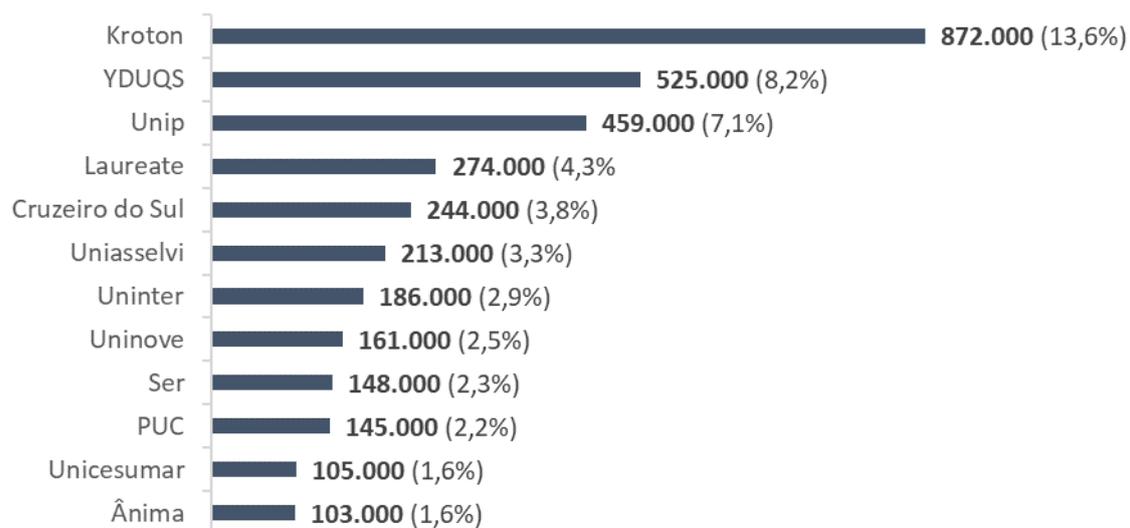


Figura 10: 12 maiores grupos privados de Ensino Superior do país

Fonte: INEP, Censo da Educação Superior (2018)³²

Dos doze maiores grupos privados do país, apenas Kroton, YDUQS, Ser e Ânima possuem suas ações negociadas na bolsa de valores brasileira, a B3.

Kroton

A Kroton pertence ao maior grupo educacional privado do país, a Cogna Educação. Na Kroton, ao final de 2018, estavam matriculados cerca de 872 mil alunos de Graduação Presencial e EAD de Ensino Superior do grupo, respondendo por cerca de 13,6% de participação do total do mercado.

A companhia possui atuação em todos os Estados do país, estando presente em 1.041 municípios, com 176 unidades e 1.410 polos de ensino à distância ao final de setembro de 2019³³.

Diferente da Ânima, a maior parte dos alunos está concentrada no segmento à distância, tendo a Kroton se beneficiado do Novo Marco Regulatório do EAD para expandir suas operações e impulsionar seu crescimento.

³² Gráfico replicado do Formulário de Referência de 2019 da Ânima Educação, p. 142. Disponível em: <<https://ri.animaeducacao.com.br/>>. Acesso em: 11 abr. 2020.

³³ Informações retiradas do Formulário de Referência de 2019 da Kroton, p. 142. Disponível em: <<http://ri.cogna.com.br/>>. Acesso em: 11 abr. 2020.

YDUQS

A YDUQS é o segundo maior grupo de educação privado brasileiro, com cerca de 8,2% de participação de mercado e 525 mil alunos matriculados em 2018. O grupo possui presença nacional e marca reconhecida, com foco no Rio de Janeiro – onde iniciou suas atividades.

Assim como a Kroton, tem grande parte de seus alunos matriculados no Ensino à Distância, também tomando proveito das mudanças regulatórias no segmento para se expandir.

Até meados de 2019, o grupo se chamava Estácio e apenas se utilizava desta marca em suas instituições. Por meio de uma reestruturação organizacional, a companhia passou a se chamar YDUQS, permitindo que as bandeiras das marcas adquiridas fossem mantidas.

Com a aquisição da Adtalem, dona das marcas Ibmecc e Damásio, em meados de 2019, o grupo passou a contar com cerca de 700 mil alunos matriculados.

Ser Educacional

A Ser Educacional é um competidor de menor porte frente à Kroton e YDUQS e mais próximo da Ânima em tamanho. O grupo é líder nas regiões Norte e Nordeste do país e possuía cerca de 148 mil alunos matriculados em 2018, com participação de mercado de 2,3%.

A companhia também possui alunos matriculados no segmento de EAD, que ainda tem pouca representatividade no total da base de alunos, estando a maior parte dos alunos matriculados na Graduação Presencial, assim como a Ânima.

A Ser tem como público-alvo estudantes de menor renda per capita em comparação com os demais grupos e, portanto, possui mensalidades inferiores.

3.5 Programas de financiamento governamentais – Mudanças regulatórias no Fies

No sentido de possibilitar que a população necessitada tenha acesso ao nível Superior de educação, o governo brasileiro possui alguns programas de incentivo, como o Prouni (Programa Universidade para Todos)³⁴ e o Fies (Fundo de Financiamento ao Estudante de Ensino Superior). Visando estimular a adesão das instituições privadas, são concedidos incentivos fiscais e financeiros para as instituições que destinem parte de suas vagas para alunos financiados pelos programas governamentais.

O Prouni, criado em 2005, oferece bolsas de estudos (integrais e parciais) para alunos de baixa renda em instituições particulares de ensino superior. Como forma de compensação, as instituições de ensino cadastradas são isentas do pagamento de alguns impostos federais. No caso das instituições da Ânima, estas são obrigadas a ofertar “pelo menos um bolsa integral para cada 10,7 alunos que pagam uma mensalidade regular e estejam regularmente matriculados no fim do ano letivo anterior”³⁵.

O Fies, criado em 1999, concede empréstimos de 50 a 100% do valor das mensalidades aos alunos que não possuem condições de pagamento, que deverão quitar suas dívidas ao final do curso.

Entre 2004 e 2010 o programa era bastante tímido, atendendo a uma pequena parcela dos alunos ingressantes. Com as reformas introduzidas em 2010, como a obrigatoriedade dos estudantes da realização do Enem e a redução das taxas de juros de 6,5% para 3,4% ao ano, o Fies ganhou enorme relevância, tornando-se a principal alavanca de crescimento das empresas do setor.

Por acreditar que o programa permitiria um maior acesso da população ao Ensino Superior e que este fato teria um efeito na empregabilidade dos alunos beneficiados, o governo à época expandiu o número de novos contratos do Fies a “qualquer custo”, chegando a quase 700 mil contratos ofertados em 2014.

³⁴ Disponível em: <http://siteprouni.mec.gov.br/tire_suas_duvidas.php#conhecendo>. Acesso em: 3 abr. 2020

³⁵ Formulário de Referência da Ânima Educação do exercício de 2019, p. 157. Disponível em: <<https://ri.animaeducacao.com.br/listgroup.aspx?idCanal=HrF10WToqw+y4MAGe7fciQ==&ano=2020>> Acesso em: 3 abr. 2020.

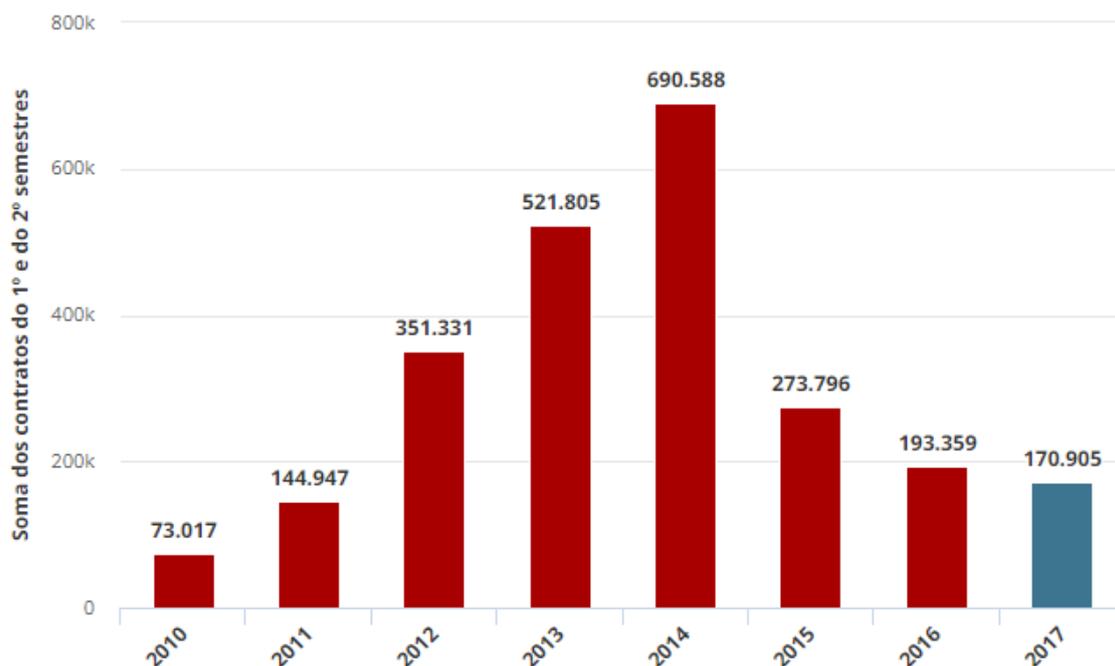


Figura 11: Evolução de novos contratos do Fies de 2010 a 2017

Fonte: FNDE e Globo.com³⁶

A expansão da oferta de contratos foi arrojada, uma vez que não existia um “período limite de inscrições ou um número limite de vagas oferecidas por semestre”³⁷, o que tornou o programa caro e ineficiente para o governo.

Foi então que, ao final de 2014, o Ministério da Educação publicou duas portarias com alterações drásticas no Programa - a Portaria Normativa N° 21, de 26 de dezembro de 2014³⁸, e a Portaria Normativa N° 23, de 29 de dezembro do mesmo ano³⁹ – seguidas de demais alterações ao longo de 2015.

As principais mudanças regulatórias foram:

³⁶ Gráfico retirado da matéria do Globo.com de 13 de maio de 2017. Disponível em: <<https://g1.globo.com/educacao/noticia/numero-de-novos-contratos-do-fies-em-2017-e-o-menor-em-seis-anos.ghtml>>. Acesso em: 3 abr. 2020.

³⁷ Trecho retirado da matéria do Globo.com de 5 de fevereiro de 2020. Disponível em: <<https://g1.globo.com/educacao/noticia/2020/02/05/inadimplencia-do-fies-aumentou-cerca-de-23percent-apos-programa-de-renegociacao.ghtml>>. Acesso em: 3 abr. 2020.

³⁸ Disponível em: <http://sisfiesportal.mec.gov.br/arquivos/portaria_normativa_21_26122014_compilada_050115.pdf>. Acesso em: 3 abr. 2020.

³⁹ Disponível em: <http://sisfiesportal.mec.gov.br/arquivos/portaria_23_29122014.pdf>. Acesso em: 3 de abr. 2020.

- (i) a estipulação de uma pontuação mínima de 450 pontos e uma condicional de não zerar a redação na prova do Enem para que novos ingressantes pudessem solicitar o FIES a partir de 2015 (PN n°21 de 26 dez. 2014);
- (ii) a limitação dos repasses do governo às Instituições de Ensino que possuam mais de 20 mil beneficiados pelo Fies, passando o pagamento a ser efetuado em até 8 parcelas anuais, com intervalo mínimo de 45 dias; (PN n° 23 de 29 dez. 2014)
- (iii) o aumento da taxa de juros de 3,4% para 6,5% ao ano; (PN n° 8 de 2 de jul. 2015)⁴⁰
- (iv) a limitação do número de contratos disponíveis e a delimitação de um período de inscrição ao programa; (PN n° 8 de 2 de jul. 2015)
- (v) a priorização da alocação de novos contratos para Instituições de Ensino que ofereçam cursos com notas 4 e 5 (Conceito de Curso) e para cursos das áreas de engenharias, saúde e formação de professores nas regiões Norte, Nordeste e Centro-Oeste (excluído o Distrito Federal); (PN n° 8 de 2 de jul. 2015)
- (vi) o estabelecimento de renda familiar bruta mensal de no máximo 2,5 salários mínimos por pessoa para ingressar no Programa; (PN n°8 de 2 jul. 2015)

Como consequência, o número de novos contratos do Fies ofertados pelo MEC foi reduzido drasticamente a partir de 2015, conforme pode ser observado na Figura 11.

Todos os grupos privados listados possuíam grande dependência do Fies em suas receitas de Ensino Superior no ano de 2014, fato que foi reduzido posteriormente a 2014, conforme o programa passou a ter menor relevância em decorrência das mudanças regulatórias.

⁴⁰ Disponível em:

<http://portal.mec.gov.br/index.php?option=com_docman&view=download&alias=17718-port-norm-8-fies-3julho&category_slug=julho-2015-pdf&Itemid=30192>. Acesso em: 3 abr. 2020.

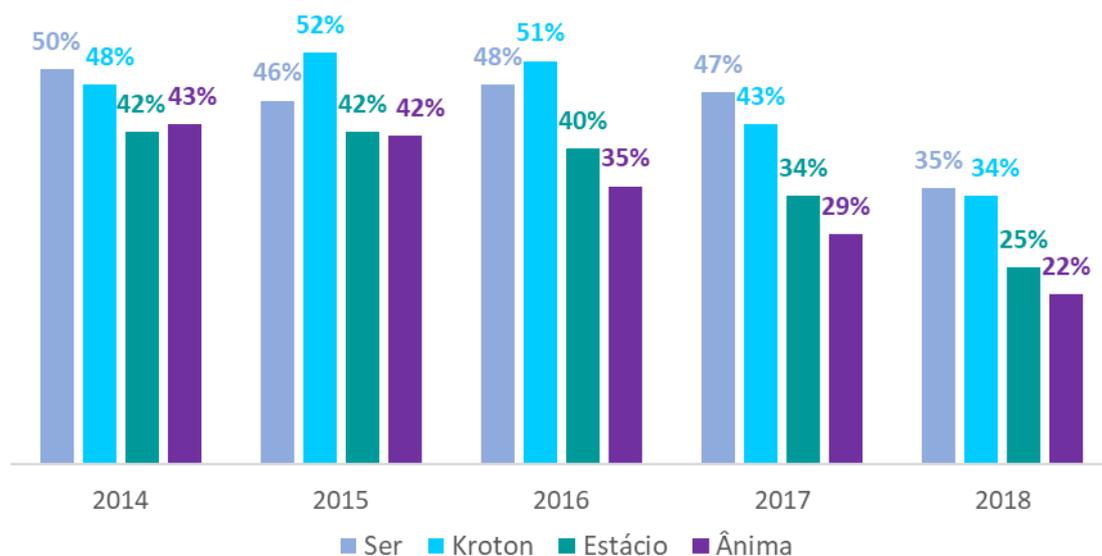


Figura 12: Evolução do percentual da receita de Ensino Superior vinculada ao Fies dos principais grupos de ensino privado

Fonte: Credit Suisse⁴¹

Como consequência, as companhias do setor sofreram uma grande perda de valor de mercado, com uma queda acentuada nos preços de negociação de suas ações ao final de 2014, que permaneceram pressionados em 2015 por conta das incertezas no setor.

Perdas de Valor de Mercado*	
Ser Educacional	-74%
Ânima	-60%
YDUQS	-44%
Cogna	-41%

*Período de referência: 23/12/2014 - 31/12/2015

Figura 13: Perda de valor de mercado acumulada das companhias do setor

Fonte: Bloomberg Data

Elaboração: o autor

⁴¹ Gráfico replicado do *report* interno do Credit Suisse “Initiating on Brazil Education: Back to Basics” de 24 de junho de 2019. Disponível em: <<https://plus.credit-suisse.com/>>. Acesso em: 3 abr. 2020.

4. ESTRATÉGIA DA ÂNIMA EDUCAÇÃO

4.1 Diferenciais Competitivos

A Ânima Educação acredita que seus principais diferenciais competitivos são:

1. Oferta de ensino de qualidade

Oferecer uma qualidade superior de ensino é das maiores preocupações da Ânima Educação. Os últimos resultados publicados pelo Inep/MEC⁴², referentes aos anos de 2016 a 2018, refletem esta preocupação e revelam sua superioridade acadêmica frente aos seus concorrentes.

Essa superioridade está ressaltada pelo Conceito Preliminar de Curso (CPC), que leva em consideração, segundo informações do Ministério da Educação⁴³: (i) o Conceito Enade (que reflete o desempenho dos estudantes na prova do Enade); (ii) o Indicador de Diferença entre os Desempenhos Operado e Esperado (IDD); (iii) informações sobre o corpo docente, disponíveis no Censo Superior, como o percentual de mestres, doutores e regime de trabalho; (iv) e a percepção dos estudantes sobre seu processo formativo, através do Questionário do Estudante do Enade.

O CPC tem como objetivo avaliar a situação dos cursos de graduação do país; é medido em uma escala de 1 a 5; e é divulgado anualmente, junto com os resultados do Exame Nacional de Desempenho dos Estudantes (Enade).

A Figura 14 abaixo retrata essa superioridade, seja em relação aos competidores listados, seja quanto às demais instituições privadas e públicas do país, com dados referentes ao ano de 2015.

⁴² Sigla para Instituto Nacional de Estudos e Pesquisas Educacionais Anísio Teixeira. Órgão federal vinculado ao Ministério da Educação (MEC) responsável pela formulação das políticas educacionais.

⁴³ Informações retiradas do site do Portal do Ministério da Educação (MEC). Disponível em: <<http://portal.mec.gov.br/component/tags/tag/32911>>. Acesso em: 3 abr. 2020.

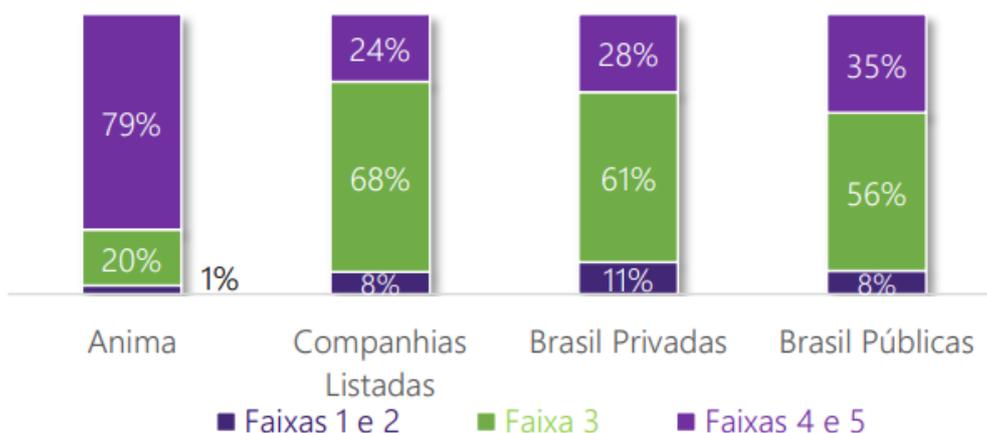


Figura 14: Percentual de matrículas por faixas CPC no ano de 2015

Fonte: Apresentação *Roadshow* 2017 da Ânima Educação⁴⁴

A esse mesmo resultado, se chega pelo Índice Geral de Curso (IGC), que avalia a Instituição de Ensino. O cálculo do IGC, como refere o Ministério da Educação⁴⁵, envolve: (i) a média dos CPCs do último triênio do Enade (no caso, de 2018, 2017 e 2016) relativos aos cursos avaliados da instituição; (ii) a média dos conceitos de avaliação dos programas de mestrado e doutorado atribuídos pela Capes⁴⁶ na última avaliação trienal disponível; (iii) e a distribuição dos estudantes entre os níveis de ensino (graduação ou pós-graduação stricto sensu). Seu resultado é calculado em faixas de 1 a 5.

A Figura 15 reflete: (i) a constante evolução da Ânima das matrículas com IGC nas faixas 4 e 5 de 53% (2016) para 83% (2018) e, conseqüentemente, (ii) a sua superioridade em face dos competidores listados e demais instituições.

⁴⁴ Informações retiradas do site de Relação com Investidores da Ânima Educação. Disponível em: <<https://ri.animaeducacao.com.br/>>. Acesso em: 3 abr. 2020.

⁴⁵ Informações retiradas do site do Portal do Ministério da Educação (MEC). Disponível em: <<http://portal.mec.gov.br/component/tags/tag/32911>>. Acesso em: 3 abr. 2020.

⁴⁶ Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (Capes), vinculada ao MEC.



Figura 15: Percentual total de matrículas por faixas IGC no triênio 2016-2018

Fonte: *Earnings Release 4T19* Ânima Educação⁴⁷

Também por aplicação do Conceito Enade – avaliação dos cursos de graduação com base no Exame Nacional de Desempenho dos Estudantes (Enade) – calculado e divulgado anualmente em uma escala de 1 a 5, a Ânima tem destacado desempenho.

O Enade, de acordo com o Inep⁴⁸, avalia: (i) o rendimento dos concluintes dos cursos de graduação em relação aos conteúdos programáticos previstos nas diretrizes curriculares dos cursos; (ii) o desenvolvimento de competências e habilidades necessárias ao aprofundamento da formação geral e profissional; (iii) e o nível de atualização dos estudantes com relação à realidade brasileira e mundial.

A Figura 16 mostra o comparativo deste indicador entre a Ânima as demais Instituições de Ensino Superior do país no triênio de 2016 a 2018.

⁴⁷ Informações retiradas do site de Relação com Investidores da Ânima Educação. Disponível em: <<https://ri.animaeducacao.com.br/listresultados.aspx?idCanal=PpIsKQGpxHMOqAu5XCUCkQ==>>. Acesso em: 3 abr. 2020.

⁴⁸ Informações retiradas do site do Inep. Disponível em: <<http://portal.inep.gov.br/enade>>. Acesso em: 3 abr. 2020.

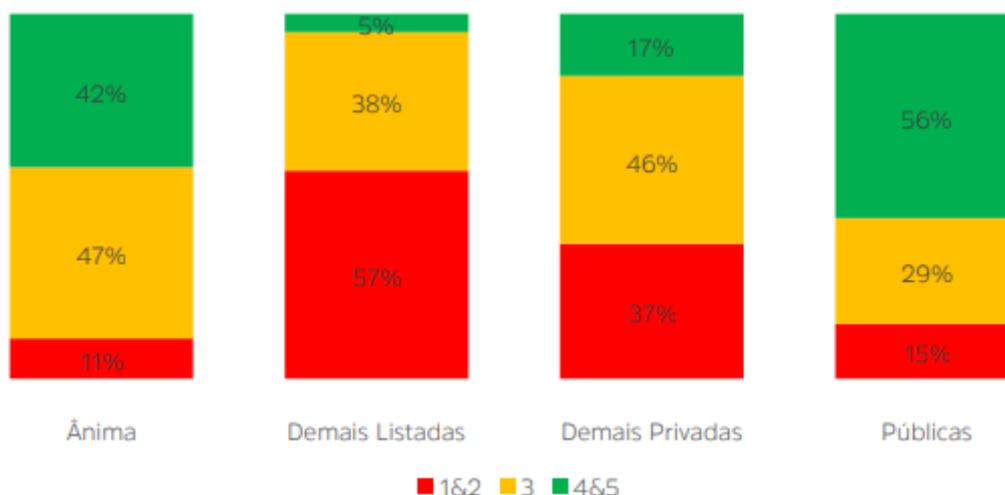


Figura 16: Percentual de matrículas por conceito Enade no triênio 2016-2018

Fonte: *Earnings Release 4T19 Ânima Educação*⁴⁹

Por último, tem-se o Indicador de Diferença entre os Desempenhos Observado e Esperado (IDD), que segundo o Inep⁵⁰, mede o valor agregado pelo curso em relação ao desenvolvimento dos estudantes concluintes. Em seu cálculo são considerados o desempenho do aluno no Enade e no Exame Nacional do Ensino Médio (Enem), certo que os dados do Enem são utilizados como medida de aproximação para as características de desenvolvimento do aluno ao ingressar no curso de graduação avaliado.

A Figura 17 computa uma média do conceito IDD no triênio de 2016 a 2018; podendo se observar em uma escala de 1 a 5, os resultados superiores da Ânima frente aos competidores.

⁴⁹ Informações retiradas do site de Relação com Investidores da Ânima Educação. Disponível em: <<https://ri.animaeducacao.com.br/listresultados.aspx?idCanal=PpIsKQGpxHMOqAu5XCUCkQ==>>. Acesso em: 3 abr. 2020.

⁵⁰ Informações retiradas do site do Portal do Inep. Disponível em: <<http://portal.inep.gov.br/web/guest/educacao-superior/indicadores-de-qualidade/indicador-de-diferenca-entre-os-desempenhos-observado-e-esperado-idd>>. Acesso em: 3 abr. 2020.

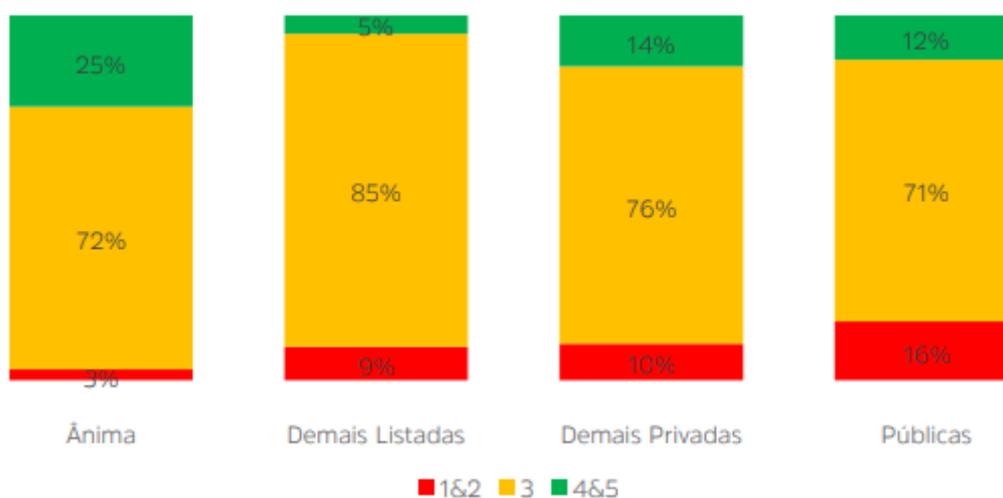


Figura 17: Percentual de matrículas por conceito IDD no triênio 2016-2018

Fonte: *Earnings Release* 4T19 Ânima Educação⁵¹

Como se observa, todas as métricas de avaliação de qualidade de ensino acabaram por corroborar a tese e os propósitos da Ânima Educação. A excelência da qualidade de ensino do grupo está demonstrada com grande evidência. Aliás, a importância dessa qualidade, está refletida no estudo da Hoper Educação, consultoria especializada no setor. Segundo esse estudo, de 2018⁵², a escolha da Instituição de Ensino pelos alunos, foi motivada 65% por sua qualidade, enquanto apenas 16% deram ênfase à sua localização⁵³.

2. Portfólio de marcas tradicionais e fortes regionalmente

Conforme descrito brevemente no segundo capítulo em que foi feita uma introdução da Ânima Educação e de suas marcas, pode-se perceber que a companhia possui um portfólio de marcas bastante tradicionais. Algumas, inclusive, possuem mais de 50 anos de história nos mercados em que atuam, o que as torna fortes regionalmente.

⁵¹ Informações retiradas do site de Relação com Investidores da Ânima Educação. Disponível em: <<https://ri.animaeducacao.com.br/listresultados.aspx?idCanal=PpIsKQGpxHMOqAu5XCUCCKQ==>>. Acesso em: 3 abr. 2020.

⁵² Informações retiradas do estudo “Análise Setorial da Educação Privada 2018” da Hoper Educação. Disponível em: <http://sys.hoper.com.br/webinar/Lancamento_AS_BR_2018.pdf>. Acesso em: 4 abr. 2020.

⁵³ Informações retiradas do Formulário de Referência de 2019 da Ânima Educação, p. 184 e 185. Disponível em: <<https://ri.animaeducacao.com.br/>>. Acesso em: 4 abr. 2020.

Além do segmento de atuação no Ensino Superior, a Ânima também possui outra divisão de negócio, composta pelas marcas EBRADI, HSM e Le Cordon Bleu. Criada em 2016, a Escola Brasileira de Direito (EBRADI) é referência no ensino à distância na área jurídica. Através da marca a Ânima presta os serviços de cursos preparatórios para o exame da Ordem dos Advogados do Brasil (OAB), além de cursos de pós-graduação e extensão.

Já a HSM é voltada para a educação executiva e é referência no segmento, contando com mais de 30 anos de atuação neste mercado.

4.2 Estratégia de Crescimento

No mercado de Ensino Superior brasileiro, os grandes grupos privados costumam seguir duas estratégias de crescimento distintas. Alguns centralizam seus investimentos em marketing para tornar sua marca forte nacionalmente. Desta forma, seu crescimento será executado através de apenas uma marca específica. Este tipo de estratégia, em geral é caracterizado pela cobrança de mensalidades baixas, mas que são compensadas pelos ganhos de escala de se ter uma presença nacional. Em geral, este tipo de estratégia incorre em maiores despesas com marketing, no esforço de criar marcas fortes nacionalmente.

De outro lado, há os competidores que acreditam que o mercado de Ensino Superior presencial seja um negócio regional e, portanto, marcas fortes regionalmente deveriam prevalecer sobre marcas fortes nacionalmente. Assim, não necessariamente esta será uma estratégia preocupada em atingir uma grande escala, mas sim, em estar posicionado como um competidor de nicho e que ofereça algum diferencial competitivo frente aos competidores.

De acordo com a segunda estratégia, a marca e percepção de qualidade do ensino parecem impactar muito mais a decisão dos alunos de em que instituição estudar. Em geral, este tipo de estratégia permite uma maior reputação das marcas regionalmente, o que possibilita uma maior cobrança de mensalidades e menores despesas com marketing.

	Esforço de marketing	Poder de precificação	Alcance da marca	Ganhos de escala
Estratégia de marca nacional			✓	✓
Estratégia de marca regional	✓	✓		

Figura 18: Diferenças entre estratégias de marca

Elaboração: o autor.

A Ânima Educação é adepta da segunda estratégia mencionada. Todas as aquisições feitas pela empresa seguiram o mesmo propósito: adquirir marcas fortes regionalmente, que ofereçam qualidade superior e possibilitem a cobrança de uma mensalidade maior frente aos competidores de massa, justamente por prestar um serviço de melhor qualidade.

A companhia pode, portanto, ser classificada como um competidor de nicho (por estar restrita a um determinado público) com escala (por seu modelo replicável), de acordo com o esquema da Figura 19 abaixo.



Figura 19: Segmentação dos competidores do setor de educação no Brasil

Fonte: Apresentação Institucional de novembro de 2019 da Ânima Educação⁵⁴.

⁵⁴ Adaptação do esquema presente na Apresentação Institucional da Ânima Educação de novembro de 2019, p. 3. Disponível em: <<https://ri.animaeducacao.com.br/>>. Acesso em: 17 abr. 2020.

1. Crescimento inorgânico

Como descrito no segundo capítulo nota-se ter sido o crescimento inorgânico uma das principais estratégias utilizadas pela Ânima ao longo dos últimos anos. Esta estratégia consistiu basicamente na aquisição de outras instituições, pela crença de que a companhia pudesse gerar um valor adicional para os negócios adquiridos. E, de fato, a Ânima demonstrou uma boa gestão profissional em relação às empresas adquiridas.

A capacidade dos gestores de recuperação das empresas mostrou-se bem-sucedida desde a primeira aquisição. Como exemplo, à época da aquisição, a UNA tinha um faturamento de cerca de R\$30 milhões anuais, com mais de R\$35 milhões em dívidas, contornadas após alguns anos da nova gestão.

A companhia realiza constante mapeamento, diligências e contato com diversas Instituições de Ensino que podem vir a ser objeto de futuras aquisições.

2. Crescimento orgânico

Nesta frente a companhia é pautada pelo Plano de Crescimento Orgânico (Q2A), que tem por objetivo principal a abertura de novas unidades até 2022. Segundo expectativas da Ânima, quando maduras, estas terão a capacidade de dobrar sua base de alunos. De julho de 2016 a janeiro de 2019, a companhia inaugurou 22 novas unidades acadêmicas, explicitadas na Figura 20 abaixo.



Figura 20: Unidades abertas de 2016 a 2019

Fonte: Apresentação Q2A e M&A - Ânima Day 2019⁵⁵

A estratégia da Ânima que norteia o Q2A é tirar proveito da força regional de suas marcas nas capitais, para adentrar na região metropolitana e, em seguida, no interior do Estado. Este método é denominado pela companhia de “crescimento em espiral”. A execução do plano teve início com a marca Una na cidade de Belo Horizonte, que veio a se expandir para as demais regiões de Minas Gerais após alguns anos.

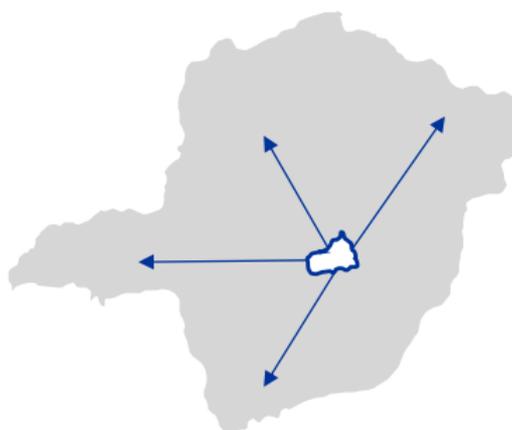


Figura 21: Estratégia de Crescimento em Espiral

Fonte: Itaú BBA⁵⁶

A companhia replicou a mesma estratégia para as expansões da Unisociesc na região Sul do país e em São Paulo com a marca São Judas.

O Q2A também se propõe a expandir a oferta de cursos das Instituições de Ensino, de modo a atrair um maior número de alunos. A companhia monitora constantemente as demandas e necessidades regionais de profissionais no mercado de trabalho, conseguindo reagir rapidamente de forma a suprir estas mudanças de comportamento⁵⁷.

⁵⁵ Informações retiradas do site de Relação com Investidores da Ânima Educação. Disponível em: <<https://ri.animaeducacao.com.br/>>. Acesso em: 11 abr. 2020.

⁵⁶ Replicado do *report* interno do Itaú BBA “Ânima Educação: *Initiating Coverage With an Outperform Rating*” de 17 de dezembro de 2013. Disponível em: <<http://www.itaubbaresearch.com/>>. Acesso em: 11 abr. 2020.

⁵⁷ Detalhamento no Formulário de Referência da Ânima Educação, p. 188. Disponível em: <<https://ri.animaeducacao.com.br/>>. Acesso em: 11 abr. 2020.

4.3 Expansão de margem

A Ânima vêm sofrendo ao longo dos anos uma pressão de rentabilidade de suas operações, principalmente em função das inúmeras aquisições e da expansão de unidades realizadas. A principal métrica de rentabilidade é a margem *EBITDA*⁵⁸, que é razão entre o *EBITDA* da companhia e sua Receita Líquida.

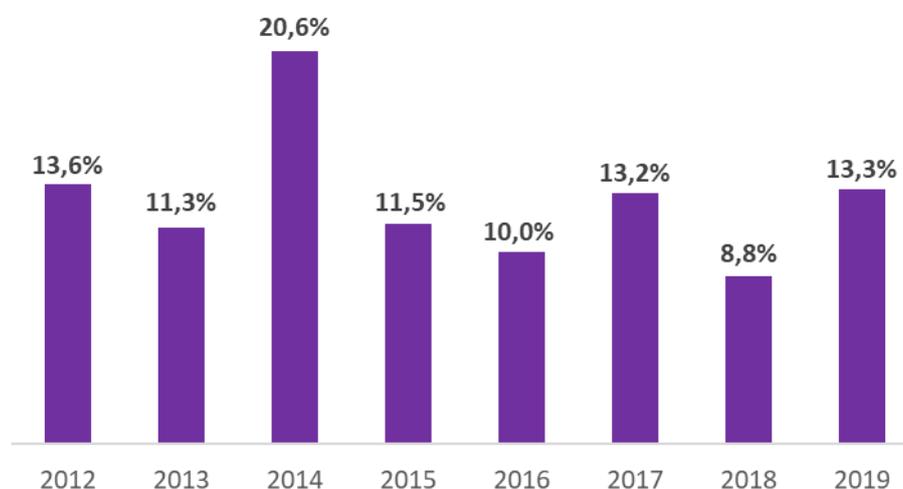


Figura 22: Evolução da Margem EBITDA da Ânima Educação

Fonte: Ânima Educação, Autor

Para os anos seguintes, a Ânima espera melhorar a rentabilidade de suas operações devido à quatro principais aspectos: (i) sinergias, (ii) E2A, (iii) J2A e (iv) expansão orgânica.

⁵⁸ Sigla em inglês para *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*. Traduzido para o português: Lucro Antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização ou LAJIDA.

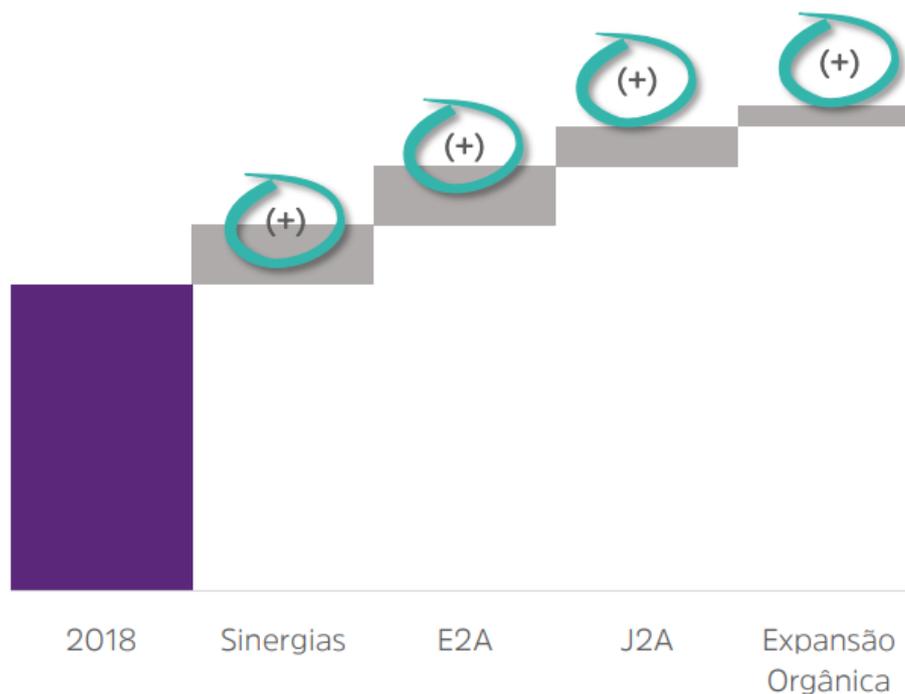


Figura 23: Iniciativas para expansão de rentabilidade

Fonte: Apresentação Institucional da Ânima Educação de 2019⁵⁹

(i) Sinergias

Toda e qualquer aquisição supõe, por parte do adquirente, oportunidades de melhorias na operação e de geração de valor adicional ao negócio, através do aumento de receitas e da otimização de custos e despesas. A Ânima espera, que ao assumir a gestão das Instituições adquiridas, venha a reverter a pressão de rentabilidade destas operações nos próximos anos.

(ii) E2A

O Ecossistema Ânima de Aprendizagem (E2A) é um modelo acadêmico baseado em competências e implementado em 2018, que tem por objetivo melhorar a experiência

⁵⁹ Informações retiradas do site de Relação com Investidores da Ânima Educação. Disponível em: <<https://ri.animaeducacao.com.br/>>. Acesso em: 11 abr. 2020.

de aprendizagem dos alunos e otimizar o número de alunos por sala, reduzindo assim, os custos com corpo docente.

O modelo é híbrido - com parte da carga horária presencial e parte a distância – e os currículos dos cursos foram desenhados de forma que os pré-requisitos das disciplinas não sejam um problema, podendo alunos de diferentes anos estudarem juntos.

Em 2018, apenas os alunos ingressantes estavam inseridos no novo modelo acadêmico, enquanto os estudantes já matriculados ainda se utilizavam da metodologia de ensino anterior, o que impossibilitava a junção destes alunos em uma mesma sala⁶⁰. Conforme houver maior número de alunos no E2A, a Ânima espera que as reduções com custos com pessoal sejam acentuadas. Os picos de redução são esperados para os anos de 2020 e 2021, quando um maior número de alunos por sala deverá ser atingido.

(iii) J2A

A Jornada do Aluno Ânima (J2A) tem por objetivo estabelecer uma relação de longo prazo com os alunos e melhorar sua experiência acadêmica. A companhia possui várias frentes de atuação, como a individualização do projeto de vida e carreira dos alunos e a facilitação dos processos de matrícula por meio digital. A Ânima espera que estas melhorias gerem uma melhora na taxa de retenção dos alunos e uma possível atração de novos alunos, o que tende a melhorar a rentabilidade da operação.

(iv) Expansão orgânica

O crescimento orgânico da companhia poderá vir a ter efeitos de alavancagem operacional – quando o crescimento da receita é maior do que os custos e despesas, aumentando a rentabilidade do negócio. Este fenômeno ocorre uma vez que parte dos custos e despesas são fixos e independentes da geração adicional de receita.

⁶⁰ Esta ineficiência do modelo era esperada pela companhia para o primeiro ano de operação.

5 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

5.1 O que é *Valuation*?

O termo em inglês *valuation* é muito utilizado na área de finanças e designa o processo de estimação do valor justo de determinado ativo ou de determinada empresa. Dentro do contexto de análise de empresas, este é um processo que demanda conhecimento do setor o qual a empresa pertence e, mais especificamente, da empresa analisada. Tal processo é feito a partir do desenvolvimento de modelos financeiros quantitativos.

Por se tratar de um método quantitativo, poder-se-ia conduzir ao raciocínio de que se estaria diante de uma ciência exata e objetiva. O primeiro passo para o desenvolvimento do modelo é a escolha de premissas e que, portanto, dependem do viés do analista.

Além disso, não necessariamente um modelo extenso e complexo terá como resultado um valor mais preciso. Quanto maior o número de premissas, maior a chance de haver erro dentro do modelo.

Tão importante quanto o resultado do modelo é o seu processo de desenvolvimento, uma vez que este ajuda a entender os principais determinantes do valor justo da empresa. Como resultado do processo descrito acima, se terá uma estimativa de valor justo para a empresa avaliada. A comparação do valor justo com o preço de mercado da ação da empresa serve como base para a tomada de decisão de realização ou não do investimento nas ações desta empresa. Esta filosofia de investimento é conhecida como *value investing*.

No contexto deste estudo, o presente capítulo tem por objetivo fundamentar a metodologia que será aplicada ao estudo de caso previamente definido: a companhia Ânima Educação.

5.2 A Filosofia de *Value Investing*: Valor x Preço

Benjamin Graham e David Dodd foram os precursores da filosofia de investimento de *value investing* ao publicarem seu livro *Security Analysis*⁶¹ em 1934, um dos mais influentes no mundo das finanças até os dias de hoje.

Os autores defendem, basicamente, três argumentos ao decorrer do livro. O primeiro é de que o preço dos ativos financeiros está sujeito a variações constantes ao longo do tempo. Sustentam, entretanto, que, apesar das instabilidades nos preços, os ativos financeiros possuem um valor intrínseco⁶² estável ao longo do tempo, que pode ser medido pelos investidores disciplinados e diligentes. Há, para eles, uma clara distinção entre o valor intrínseco dos ativos e o seu preço de negociação.

Creem também que a estratégia de comprar ativos quando seus preços negociados estão abaixo de seu valor intrínseco seja vencedora no longo prazo, produzindo retornos consistentes. Esta diferença entre o valor intrínseco de um ativo e seu preço foi definida pelos autores como margem de segurança (*margin of safety*).

5.3 Demonstrações Financeiras

Conforme prevê o art. 176 da Lei 6.404/76, a lei das S.A., as companhias são obrigadas a divulgar demonstrações financeiras, que deverão exprimir com clareza a situação do patrimônio da companhia e as mutações ocorridas no exercício.

Nas palavras de José Luiz Bulhões Pedreira e Alfredo Lamy Filho,

“Demonstrações financeiras são quadros que apresentam, de modo resumido e com disposição padronizada, informações quantificadas sobre as finanças da companhia”.⁶³

⁶¹ GRAHAM, Benjamin. DODD, David L. **Security Analysis**. 1. Ed. York: McGraw Hill, 1934.

⁶² Valor real, independente do preço.

⁶³ LAMY FILHO, Alfredo. PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Direito das Companhias**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 1.088.

Nesta seção serão apresentadas e descritas as demonstrações financeiras principais (Balanço Patrimonial e Demonstração do Resultado do Exercício), as quais serão utilizadas nas projeções futuras da Ânima Educação.

5.3.1 *Balanço Patrimonial (BP)*

O Balanço Patrimonial é a principal demonstração financeira, que tem como objetivo apresentar o saldo das contas patrimoniais em uma determinada data, refletindo a posição econômica e financeira da companhia. O Balanço Patrimonial é composto por dois grandes grupos: Ativo e Passivo.

O primeiro envolve os bens e direitos à disposição da empresa (sendo ela proprietária ou não), enquanto o segundo contempla suas obrigações. Além destes dois grupos, o Balanço Patrimonial também inclui o Patrimônio Líquido, que representa os recursos dos proprietários (acionistas) aplicados na companhia e é calculado como a diferença entre os ativos e passivos.

Segue abaixo a estrutura simplificada de um Balanço Patrimonial:

ATIVO	PASSIVO E PATRIMÔNIO LÍQUIDO
<p>Circulante* São contas que estão constantemente em giro – em movimento – sendo que a sua conversão em dinheiro ocorrerá, no máximo, até o próximo exercício social.</p> <p>Não Circulante Compreendem todas as contas que não serão realizadas no próximo exercício social.</p> <p>– Realizável a Longo Prazo Incluem-se nessa conta bens e direitos que se transformarão em dinheiro após o exercício seguinte.</p> <p>– Investimento São as participações permanentes em outras sociedades e os direitos de qualquer natureza, não classificáveis no ativo circulante, e que não se destinem à manutenção da atividade companhia ou da empresa.</p> <p>– Imobilizado São os direitos que tenham por objeto bens corpóreos (palpáveis) destinados à manutenção da atividade fundamental da companhia ou da empresa ou exercidos com essa finalidade, inclusive os decorrentes de operações que transfiram à empresa os benefícios, riscos e controle desses bens.</p> <p>– Intangível São direitos que tenham por objetos bens incorpóreos, isto é, que não podem tocar, destinados à manutenção da empresa ou exercidos com essa finalidade, inclusive o fundo de comércio adquirido.</p> <p>– Diferido São as despesas pré-operacionais e os gastos de reestruturação que contribuirão, efetivamente, para o aumento do resultado de mais de um exercício social e que não configurem tão-somente uma redução de custos ou acréscimo na eficiência operacional.</p>	<p>Circulante* São obrigações exigíveis que serão liquidadas no próximo exercício social: nos próximos 365 dias após o levantamento do balanço.</p> <p>Não Circulante Compreendem todas as obrigações exigíveis que não serão liquidadas no próximo exercício social.</p> <p>– Exigível a Longo Prazo São obrigações exigíveis que serão liquidadas com prazo superior a um ano – dívidas a longo prazo.</p> <p>– Resultado de Exercícios Futuros Serão classificadas como resultados de exercício futuro as receitas de exercícios futuros, diminuídas dos custos e despesas a elas correspondentes.</p> <p>– Patrimônio Líquido São recursos dos proprietários aplicados na empresa. Os recursos significam o capital mais o seu rendimento – lucros e reservas. Se houver prejuízo, o total dos investimentos dos proprietários será reduzido.</p>

* Na entidade em que o **Ciclo Operacional** tiver duração maior do que o período de 12 meses, a classificação como **Circulante** ou **Não Circulante** terá por base o prazo do ciclo.

Figura 24: Estrutura simplificada de um Balanço Patrimonial

Fonte: Curso de Contabilidade Para Não Contadores⁶⁴

5.3.2 Demonstração do Resultado do Exercício (DRE)

A Demonstração do Resultado do Exercício é uma demonstração que tem por objetivo a indicação do lucro líquido da companhia em um determinado período de tempo,

⁶⁴ DE IUDÍCIBUS, Sérgio. MARION, José Carlos. **Curso de Contabilidade Para Não Contadores**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2011.

reunindo todas as receitas, deduções, custos, despesas e impostos apurados neste intervalo.

O período contábil é o intervalo de tempo em que a contabilidade levanta os seus demonstrativos financeiros, seja por necessidade de controle interno, seja por demandas externas à empresa, ou ainda, por demandas tributárias. Geralmente, o período contábil é mensal, trimestral ou anual. As empresas de capital aberto divulgam estas demonstrações ao final de cada trimestre e ao final do exercício social⁶⁵.

Segue abaixo a estrutura simplificada de uma Demonstração do Resultado do Exercício:

RECEITA OPERACIONAL BRUTA

Vendas de Produtos

Vendas de Mercadorias

Prestação de Serviços

(-) DEDUÇÕES DA RECEITA BRUTA

Devoluções de Vendas

Abatimentos

Impostos e Contribuições Incidentes sobre Vendas

= RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA

(-) CUSTOS DAS VENDAS

Custo dos Produtos Vendidos

Custo das Mercadorias Vendidas

Custo dos Serviços Prestados

= RESULTADO OPERACIONAL BRUTO

(-) DESPESAS OPERACIONAIS

Despesas Com Vendas

Despesas Administrativas

⁶⁵ É o período contábil de um ano-calendário, findo o qual todas as empresas são obrigadas a apurar os seus demonstrativos financeiros principais.

OUTRAS RECEITAS E DESPESAS

Resultado da Equivalência Patrimonial

Venda de Bens e Direitos do Ativo Não Circulante

(-) Custo da Venda de Bens e Direitos do Ativo Não Circulante

= LUCRO OPERACIONAL ANTES DO RESULTADO FINANCEIRO

(+/-) RESULTADO FINANCEIRO LÍQUIDO

(-) Despesas Financeiras

(+) Receitas Financeiras

(-) Variações Monetárias e Cambiais Passivas

(+) Variações Monetárias e Cambiais Ativas

**= RESULTADO OPERACIONAL ANTES DO IMPOSTO DE RENDA E DA
CONTRIBUIÇÃO SOCIAL SOBRE O LUCRO**

(-) Provisão para Imposto de Renda e Contribuição Social Sobre o Lucro

= LUCRO LÍQUIDO ANTES DAS PARTICIPAÇÕES

(-) Debêntures, Empregados, Participações de Administradores, Partes Beneficiárias,
Fundos de Assistência e Previdência para Empregados

(=) RESULTADO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO ⁶⁶

5.4 O Método de Fluxo de Caixa Descontado

O método de Fluxo de Caixa Descontado (também conhecido por DCF – *Discounted Cash Flow*) é o mais utilizado como ferramenta de análise, uma vez que ele é a base para as demais metodologias.

Esta abordagem é baseada na regra do valor presente, onde o valor justo de uma empresa é determinado pelo valor presente de seus fluxos de caixa futuros esperados. De

⁶⁶ Modelo retirado de: PORTAL DE CONTABILIDADE. Demonstração do Resultado. Disponível em: <<http://www.portaldecontabilidade.com.br/guia/demonstracaodoresultado.htm>>. Acesso em: 11 jan. 2020.

acordo com Aswath Damodaran⁶⁷, este método pode ser definido pela seguinte fórmula abaixo:

$$Valor\ justo = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

Onde:

n é o período de vida do ativo.

CF_t é o fluxo de caixa no período t .

r é a taxa de desconto.

Pode-se observar pela fórmula acima que para trazer os fluxos de caixa futuros a valor presente, necessita-se de uma taxa de desconto. Esta deverá ser uma função do risco dos fluxos de caixa estimados. Quanto maior a taxa de desconto, mais arriscado é o ativo e, quanto menor, menos arriscado. No modelo de DCF, a taxa de desconto definida como r acima, é conhecida como custo médio ponderado do capital ou *WACC (Weighted Average Cost of Capital)*.

5.5 O Cálculo do WACC

Conforme descrito anteriormente, para trazer os fluxos de caixa futuros a valor presente, é necessária uma taxa de desconto. Esta deverá refletir os riscos e, além disso, o custo de oportunidade de se investir em determinada empresa.

O capital total empregado em uma empresa pode ser dividido em dois grandes grupos: o capital próprio e o capital de terceiros. Desta forma, a taxa de desconto ideal deve refletir estes dois termos. Esta taxa é também conhecida como *WACC (Weighted Average Cost of Capital)* ou custo médio ponderado do capital. O termo ponderado reflete justamente a presença tanto do capital próprio quanto de terceiros no cálculo.

O custo do capital próprio (K_e) deve ser multiplicado pela parcela do capital próprio no capital total da companhia e o custo do capital de terceiros (K_d) deve ser multiplicado

⁶⁷ DAMODARAN, Aswath. **Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset**. 3. ed. Hoboken: Wiley & Sons, 2012. p. 11 e 12.

pela parcela do capital de terceiros no capital total da companhia, de acordo com a fórmula abaixo.

$$WACC = K_e \frac{E}{(E + D)} + K_d \frac{D}{(D + E)} (1 - t)$$

Onde:

K_e é o custo do capital próprio – *Cost of Equity*.

K_d é o custo do capital de terceiros – *Cost of Debt*.

E é o valor de mercado da empresa – *Equity*.

D é o valor de mercado da dívida - *Debt*.

$\frac{E}{(D+E)}$ é a parcela de capital próprio em relação ao capital total da companhia.

$\frac{D}{(D+E)}$ é a parcela de capital de terceiros em relação ao capital total da companhia.

t é a alíquota de imposto.

O WACC é utilizado como taxa de desconto do método de cálculo do fluxo de caixa descontado, uma vez que permite capturar mudanças na estrutura de capital das empresas.

5.6 O Modelo de Precificação de Ativos Financeiros (CAPM)

O Modelo de Precificação de Ativos Financeiros, também conhecido como *CAPM* (*Capital Asset Pricing Model*), apesar de antigo, ainda é o mais utilizado para medir o risco retorno de um investimento. O modelo trabalha com uma estimativa de risco ou retorno requerido na perspectiva de um investidor marginal, grande e diversificado.

De acordo com o modelo de *CAPM*, dois tipos de risco afetam a precificação dos ativos: o risco sistemático (não-diversificável) e o diversificável.

O primeiro é o risco financeiro impossível de se evitar completamente por ser imprevisível. O segundo é o risco possível de diversificar porque é específico do investimento e não do mercado como um todo.

Primeiramente, cabe definir o risco não-diversificável. Supondo que um investidor detenha apenas dois ativos, um livre de risco e um portfólio de mercado, o risco de qualquer ativo será o acréscimo de risco que ele gerará ao portfólio de mercado. De acordo com a definição de Aswath Damodaran⁶⁸, assume-se que σ_m^2 seja a variância do portfólio previamente a adição do ativo i ao portfólio e que σ_i seja a variância deste ativo que vem a fazer parte do portfólio. Define-se também que o peso do ativo no portfólio seja definido como w_i e a covariância entre os retornos do ativo i e do portfólio de mercado seja σ_{im} . Desta forma, a variância do portfólio antes e depois da adição do novo ativo pode ser descrita como:

$$\text{Variância do portfólio antes da inclusão do ativo } i = \sigma_m^2$$

$$\text{Variância do portfólio após a inclusão do ativo } i = \sigma_m'^2 = w_i^2 \sigma_i^2 + (1 - w_i)^2 \sigma_m^2 + 2w_i(1 - w_i)\sigma_{im}$$

Desta maneira, w_i deve ser infinitamente pequeno, uma vez que o portfólio de mercado inclui todos os ativos negociados na economia. Consequentemente, o primeiro termo da equação tende a zero, enquanto o segundo termo tende a σ_m^2 , restando apenas o terceiro termo (σ_{im} , a covariância) como medida do risco adicionado pelo ativo i .

Portanto, este pode ser interpretado como o risco de mercado em situações de continuidade e normalidade, ou seja, a incerteza macroeconômica clássica.

Já o risco diversificável pode ser entendido como o risco que determinado ativo acrescenta ao portfólio. Se determinado ativo varia de forma independente do portfólio de mercado, ele não adiciona risco ao portfólio de mercado. Ou seja, este é um risco específico da empresa e que, portanto, pode ser diversificado.

Porém, as covariâncias são medidas em percentual, o que dificulta a sua interpretação. De modo a gerar uma padronização na medida de risco, pode-se dividir a covariância

⁶⁸ DAMODARAN, Aswath. **Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset**. 3. ed. Hoboken: Wiley & Sons, 2012. p. 67 e 68.

entre o ativo i e o portfólio de mercado pela variância do portfólio de mercado. Esta medida é conhecida como o beta do ativo i , representada pela equação abaixo.

$$\beta_i = \frac{\text{Covariância entre o ativo } i \text{ e o portfólio de mercado}}{\text{Variância do portfólio de mercado}} = \frac{\sigma_{im}}{\sigma_m^2}$$

Como a covariância do portfólio de mercado com ele mesmo é a sua variância, temos que o beta do portfólio de mercado é 1. Assim, ativos mais arriscados terão betas maiores do que 1, enquanto ativos menos arriscados terão betas menores do que 1 e, o ativo livre de risco, terá beta igual a zero.

Desta forma, o retorno esperado do ativo i pode ser descrito pela equação abaixo:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i[E(R_m) - R_f]$$

Onde:

$E(R_i)$ é o retorno esperado do ativo i .

R_f é o ativo livre de risco.

β_i é o beta do ativo i .

$E(R_m)$ é o retorno esperado do portfólio de mercado.

$[E(R_m) - R_f]$ é o *Equity Risk Premium*⁶⁹ (ERP), ou seja, o prêmio requerido pelo investidor para investir no portfólio de mercado ao invés de investir no ativo livre de risco.

⁶⁹ Em tradução livre significa Prêmio de Risco em Renda Variável.

6 VALUATION DA ÂNIMA EDUCAÇÃO

Com o objetivo de estimar um valor justo para a Ânima Educação foi desenvolvido um modelo financeiro teórico baseado nas informações publicadas pela companhia através da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). O modelo inclui dados históricos disponíveis nos Demonstrativos Financeiros da Ânima de 2013 a 2019 e se utiliza destes dados para realizar projeções para os anos seguintes.

Obtido o valor justo para a companhia, será feita uma comparação entre o preço de negociação das ações da Ânima Educação e seu valor justo estimado no presente trabalho.

Os últimos dados utilizados no modelo referem-se ao quarto trimestre de 2019 (4T19), publicados pela companhia no dia 11/03/2020 antes da abertura do mercado. O correto seria fazer a comparação entre o valor justo estimado e o preço de fechamento deste dia, uma vez que este refletiria as novas informações publicadas pela Ânima.

Acontece que justamente nesta data (11/03/2020), a Organização Mundial da Saúde (OMS) classificou a COVID-19⁷⁰ como pandemia mundial. A incerteza sobre os impactos na economia mundial já surtia efeitos nos preços dos ativos mundiais desde meados de fevereiro, conforme a curva de contágio se alastrava.

Desta forma, o preço de fechamento de 11/03/2020 das ações da Ânima reflete um fator complementemente exógeno à companhia: um movimento de aversão a risco por parte dos investidores por conta da pandemia, que teve como consequência drásticas correções nos preços dos ativos mundiais.

Por este motivo, o autor julgou que o preço de negociação desta data não seria adequado para a análise. Foi utilizado o preço de fechamento de 30/12/2019 (último dia de negociação ao ano), uma vez que este refletia, à época, as expectativas do mercado sobre os resultados do 4T19 e esta data antecede o movimento de aversão a risco observado em níveis mundiais por conta da pandemia da COVID-19.

⁷⁰ *Coronavirus disease 2019*, doença causada pelo SARS-Cov-2 (*Severe Acute Respiratory Syndrome - Coronavirus 2* ou Síndrome Respiratória Aguda Grave – Coronavírus 2) descoberta ao final de 2019 na China.

A Figura 25 abaixo demonstra a evolução histórica do preço de negociação das ações da Ânima, negociadas na B3 sob o *ticker* ANIM3, bem como as principais correções por conta: (i) das mudanças regulatórias do Fies ao final de 2014 e (ii) da pandemia da COVID-19 recentemente.



Figura 25: Evolução do preço de negociação das ações da Ânima na B3

Fonte: Bloomberg Data

Elaboração: o autor

Importante mencionar que a pandemia terá impactos diversos nas empresas e economias mundiais, desconsiderados das projeções e análises devido à tamanha incerteza e imprevisibilidade do cenário atual.

A nível nacional, alguns dos impactos serão uma contração do PIB devido à paralisação das atividades econômicas por conta do período de isolamento social e um possível aumento na taxa de desemprego. As empresas também deverão enfrentar um maior custo de capital de terceiros (K_d) por conta de uma maior aversão a risco.

Em relação à Ânima e ao setor de educação, são inúmeras as possibilidades de efeitos colaterais da crise: (i) aumento na inadimplência devido à deterioração do cenário econômico brasileiro; (ii) diminuição no volume de alunos captados devido a uma postergação da decisão de iniciar aos estudos por parte dos calouros; (iii) aumento na evasão de alunos com dificuldades financeiras advindas da crise e associadas a um aumento do desemprego; entre outros.

As principais premissas do modelo, desconsiderados os possíveis impactos da crise econômica mundial gerada pela pandemia da COVID-19, serão abordadas em seguida.

6.1 Premissas Micro e Macroeconômicas

6.1.1 Base de Alunos

Toda e qualquer Instituição de Ensino Superior (IES) possui um processo característico de evolução de sua base de alunos ao longo do ano. A captação de novos alunos ocorre em dois ciclos. O primeiro, entre novembro e março, ocorre por meio da realização de vestibulares e matrículas, além de transferências. É conhecido no meio, como processo de captação de verão. O segundo, captação de inverno, se desenrola de maio a agosto, tem menor intensidade e se faz representar em maior contingente por transferências no caso da Ânima.

Quanto ao decréscimo. Ao final de cada período, a base sofre uma perda natural pelos egressos (formandos que concluem o curso) e, também pelos evasores (os que por razões diversas abandonam os estudos), fenômeno mais presente ao início dos cursos, em geral, no primeiro período.

As principais premissas relacionadas à base de alunos da Ânima Educação, tratando dos segmentos de Graduação Presencial, Pós-Graduação Presencial, EAD e Ensino Técnico, serão exploradas nesta seção. A base total de alunos será equivalente a soma dos alunos matriculados em cada um dos segmentos.

6.1.1.1 Graduação Presencial - Evasão, Captação e Egressos

Para combater a evasão, a Ânima desenvolveu o Modelo Preditivo de Evasão (MPE). Com base em variáveis e em um algoritmo próprio objetiva antecipar os possíveis casos de evasão, de acordo com uma escala de classificação de risco dos alunos. Com a ajuda desses resultados, as equipes conseguem direcionar e priorizar a proximidade de contato com os alunos propensos a evadir, de forma a entender a motivação e oferecer alternativas para evitá-la. O modelo tem apresentado resultados interessantes do longo dos últimos trimestres, como pode ser observado na Figura 26 abaixo.

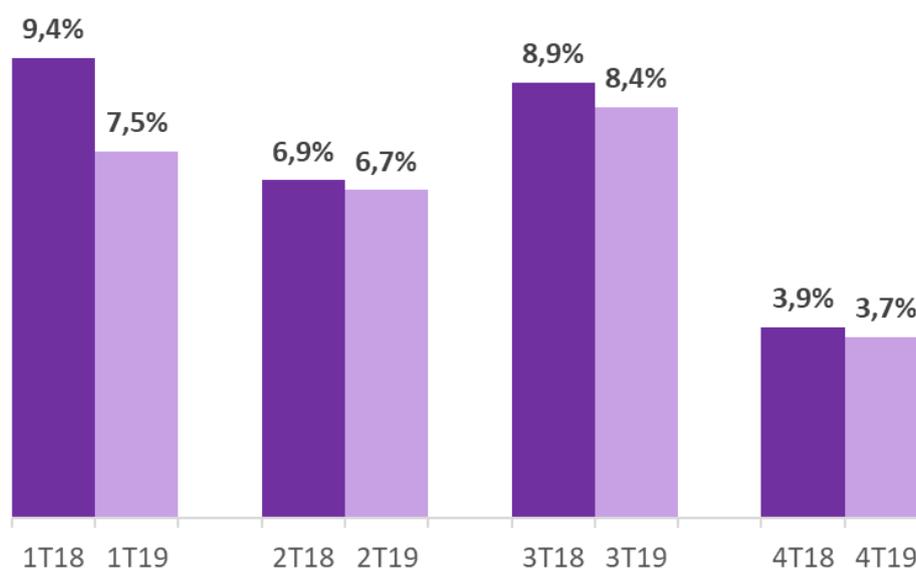


Figura 26: Taxa de evasão trimestral como percentual da base de alunos

Fonte: Formulário de Referência da Ânima Educação de 2019

Este modelo, se aplicado com rigor, levará a uma redução gradual da taxa de evasão. A primeira premissa do modelo desenvolvido pelo autor para estimar um valor justo para a Ânima Educação, pressupõe a aplicação do MPE, em ordem a alcançar uma taxa de evasão como percentual da base de alunos de 24,5% em 2024, patamar inferior ao nível observado em 2019 (25,2%).



Figura 27: Número de alunos evasores e taxa de evasão anual

Fonte: Ânima Educação

Elaboração; o autor⁷¹

Quanto a captação de alunos, o modelo assume premissas conservadoras para os próximos 5 anos, com taxas de crescimento do volume de alunos captados abaixo dos níveis históricos. Nos dois primeiros anos projetados (2020 e 2021), supõe-se um crescimento de 3% frente ao ano anterior no volume de alunos captados. Este número aumenta levemente para 3,5% de crescimento em 2022 frente a 2021, e se estabiliza em 4% de crescimento nos anos de 2023 e 2024.

⁷¹ Projeção elaborada pelo autor a partir das Demonstrações Financeiras de 2018 e 2019 da Ânima Educação. Para maiores informações, ver: <<https://ri.animaeducacao.com.br/>>. Acesso em: 2 mai. 2020.



Figura 28: Número de alunos captados e taxa de captação anual

Fonte: Ânima Educação

Elaboração: o autor⁷²

Quanto ao decréscimo da base de alunos por decorrência de formaturas, o modelo adota como premissa pequenas reduções percentuais da base. Tomando como partida o percentual de 14,9% em 2019, o modelo supõe uma queda linear de 0,1 p.p. para cada um dos próximos 5 anos projetados, em ordem a resultar em uma taxa efetiva de 14,4% em 2024.

⁷² Projeção elaborada pelo autor a partir das Demonstrações Financeiras de 2018 e 2019 da Ânima Educação. Para maiores informações, ver: <<https://ri.animaeducacao.com.br/>>. Acesso em: 2 mai. 2020.

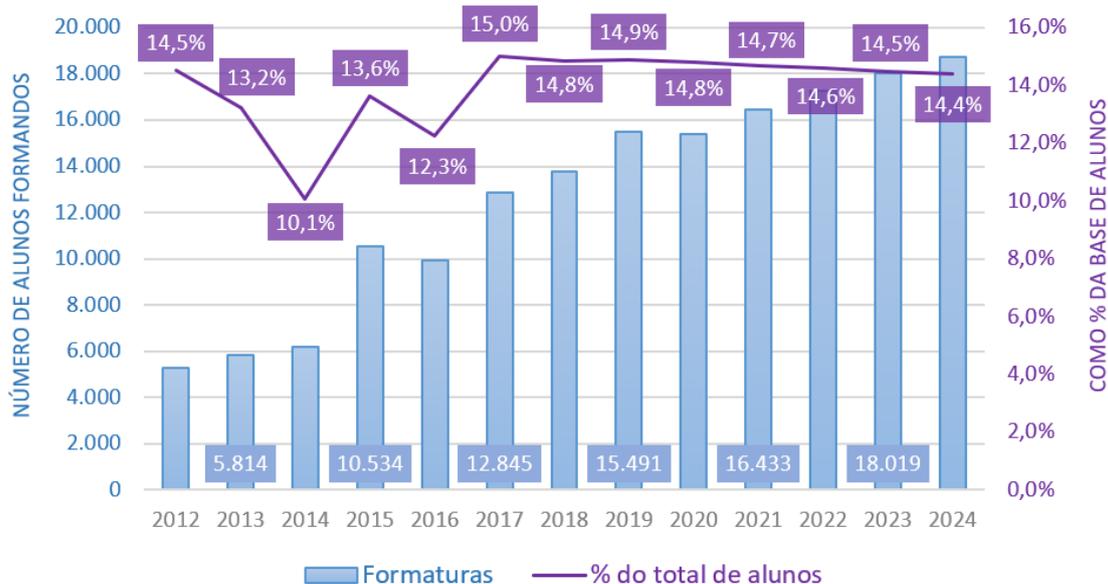


Figura 29: Número de alunos formandos e taxa de formatura anual

Fonte: Ânima Educação

Elaboração: o autor⁷³

Como resultado das premissas de evasão, captação e egressos, tem-se a base de alunos de graduação presencial. Sua evolução pode ser observada na Figura 30 abaixo, ressaltando-se que possíveis aquisições futuras não foram contempladas no modelo e podem ser interpretadas como opções positivas ou negativas para o futuro da companhia.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Graduação Presencial	93.004	103.986	111.808	118.333	124.295	130.262	136.210
<i>g</i>	8,5%	11,8%	7,5%	5,8%	5,0%	4,8%	4,6%
Formaturas	-13.793	-15.491	-15.387	-16.433	-17.273	-18.019	-18.754
<i>% do total de alunos</i>	14,8%	14,9%	14,8%	14,7%	14,6%	14,5%	14,4%
Evasão	-26.157	-26.203	-25.891	-27.615	-29.108	-30.450	-31.912
<i>% do total de alunos</i>	28,1%	25,2%	24,9%	24,7%	24,6%	24,5%	24,5%
Entradas	45.130	47.670	49.100	50.573	52.343	54.437	56.614
<i>g</i>	20,4%	5,6%	3,0%	3,0%	3,5%	4,0%	4,0%
<i>% do total de alunos</i>	48,5%	45,8%	43,9%	42,7%	42,1%	41,8%	41,6%
Aquisição	3.002	5.461	0	0	0	0	0

Figura 30: Evolução da base de alunos de graduação presencial

⁷³ Projeção elaborada pelo autor a partir das Demonstrações Financeiras de 2018 e 2019 da Ânima Educação. Para maiores informações, ver: <<https://ri.animaeducacao.com.br/>>. Acesso em: 2 mai. 2020.

Fonte: Ânima Educação

Elaboração: o autor⁷⁴

6.1.1.2 Pós-Graduação Presencial, EAD, Ensino Básico e Técnico

Estes segmentos têm menor representatividade na base total de alunos da Ânima, se comparados com o de Graduação Presencial.

Exatamente por esta circunstância, as projeções serão simplificadas. Ainda que a companhia divulgue a abertura de captação alunos, evasão, egressos e aquisições destes segmentos, o modelo desenvolvido considerou os dados da base de alunos em cada um dos segmentos.

O modelo supôs crescimento anual de 2,0% da base de alunos para os segmentos de Pós-Graduação Presencial, Ensino Básico e Técnico, inferior aos níveis projetados para a Graduação Presencial.

Em relação ao EAD, dado que a Ânima optou por descontinuar a oferta destes cursos, como destacado no capítulo 3, a base de alunos tenderá a zero nos próximos anos. Afinal, os cursos têm duração de 3-5 anos. O último ciclo de captação ocorreu no segundo semestre de 2017 e, portanto, os últimos alunos de EAD da Ânima deverão se formar entre os anos de 2021 e 2022.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Pós-Graduação Presencial	4.829	4.579	4.487	4.577	4.668	4.762	4.857
<i>g</i>	-3,2%	-5,2%	-2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
EAD	1.459	755	378	189	94	0	0
<i>g</i>	-56,3%	-48,2%	-50,0%	-50,0%	-50,0%	-100,0%	-100,0%
Ensino Básico e Técnico	983	1.018	1.039	1.059	1.081	1.102	1.124
<i>g</i>	-10,8%	3,6%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%

Figura 31: Evolução da base de alunos de Pós-Graduação Presencial, EAD, Ensino Básico e Técnico

Fonte: Ânima Educação

Elaboração: o autor⁷⁵

⁷⁴ Projeção elaborada pelo autor a partir das Demonstrações Financeiras de 2018 e 2019 da Ânima Educação. Para maiores informações, ver: <<https://ri.animaeducacao.com.br/>>. Acesso em: 2 mai. 2020.

⁷⁵ Projeção elaborada pelo autor a partir das Demonstrações Financeiras de 2018 e 2019 da Ânima Educação. Para maiores informações, ver: <<https://ri.animaeducacao.com.br/>>. Acesso em: 2 mai. 2020.

6.1.2 Receita

A Ânima Educação é prestadora de serviços educacionais, atuando nos segmentos de Ensino e Outros Negócios. Parte substancial da receita advém do Ensino (96%), sendo o percentual remanescente dos Outros Negócios (HSM, responsável pela educação corporativa, e a EBRADI, plataforma voltada para cursos na área jurídica).

A receita bruta, do segmento de Ensino, é composta primordialmente pelas mensalidades pagas pelos alunos matriculados nos diversos cursos ministrados pela companhia (cursos de graduação (bacharelado e tecnólogo), pós-graduação e cursos de extensão).

Por aderir ao Prouni, a companhia possui benefícios fiscais, que a isentam do pagamento do PIS, COFINS, Imposto de Renda (IR) e Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL), havendo, portanto, baixa incidência de tributos sobre a receita bruta.

Ao valor destes tributos deve-se acrescer os descontos e bolsas concedidos pela companhia, seja para incentivar a captação de novos alunos, seja pelo desempenho acadêmico.

Obtém-se a receita líquida pela dedução dos impostos e pelos descontos e bolsas concedidos. Chega-se à receita líquida por aluno anual, dividindo-se a receita líquida pelo total de alunos matriculados.

De outra parte, a mensalidade líquida média, conhecida no setor como ticket médio, é obtida pela divisão da receita líquida por aluno anual, pelo número de meses no ano. Destaque-se ser o ticket médio premissa importante de projeção da receita líquida da companhia no segmento de Ensino.

O modelo supôs um repasse de preços das mensalidades para os alunos aquém da inflação esperada para os próximos anos⁷⁶, dado conservador se constatado o histórico do ticket médio. Apenas em 2023 e 2024 é que estes valores se aproximariam da inflação esperada de 3,5% ao ano. A evolução do ticket médio, seu crescimento e as premissas podem ser observados na Figura 32 abaixo.

⁷⁶ O Relatório Focus do Banco Central do Brasil (BCB), reúne as principais projeções do mercado para a economia. No relatório de 30/12/2019, a expectativa do mercado para o IPCA (Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo), que mede a inflação, para os anos de 2020, 2021 e 2022 era de 3,61% e 3,75%, e 3,50% respectivamente. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/>>. Acesso em: 2 mai. 2020.



Figura 32: Evolução do ticket médio e sua taxa de crescimento

Fonte: Ânima Educação

Elaboração: o autor⁷⁷

Para se chegar ao valor da receita líquida anual, alguns passos precisam ser detalhados, segundo as fórmulas abaixo. A mensalidade líquida média do período $t + 1$ pode ser definida como:

$$\text{Mensalidade Líq. Média}_{t+1} = \text{Mensalidade Líq. Média}_t * (1 + g)$$

onde g é a premissa da taxa de crescimento anual da mensalidade líquida média.

Multiplicando a mensalidade líquida média de $t + 1$ por 12, tem-se a receita anual por aluno:

$$\text{Mensalidade Líq. Média}_{t+1} * 12 = \frac{\text{Receita Líquida anual}}{\text{Aluno}}$$

⁷⁷ Projeção elaborada pelo autor a partir das Demonstrações Financeiras de 2018 e 2019 da Ânima Educação. Para maiores informações, ver: <<https://ri.animaeducacao.com.br/>>. Acesso em: 2 mai. 2020.

Para se chegar a receita líquida do segmento de Ensino, o modelo utiliza-se de uma média da base de alunos dos dois últimos anos, de forma a reduzir distorções de grandes aumentos da base de alunos que podem surgir.

$$Receita\ Líquida_{t+1} = Média (Base\ de\ Alunos_{t+1}; Base\ de\ Alunos_t) * \frac{Receita\ Líquida\ anual_{t+1}}{Aluno}$$

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Base de Alunos	100.275	110.338	117.711	124.159	130.138	136.126	142.191
<i>g</i>	5,4%	10,0%	6,7%	5,5%	4,8%	4,6%	4,5%
Receita Líquida por aluno (R\$)	10.199	10.073	10.173	10.377	10.584	10.902	11.338
<i>g</i>	-1,2%	-1,2%	1,0%	2,0%	2,0%	3,0%	4,0%
Mensalidade Líq. média (R\$)	850	839	848	865	882	908	945
<i>g</i>	-1,2%	-1,2%	1,0%	2,0%	2,0%	3,0%	4,0%
Receita Líquida (R\$ mil)	1.022.700	1.111.400	1.160.019	1.254.926	1.345.790	1.451.397	1.577.781
<i>g</i>	4,2%	8,7%	4,4%	8,2%	7,2%	7,8%	8,7%

Figura 33: Evolução da Receita Líquida do segmento de Ensino

Fonte: Ânima Educação

Elaboração: o autor⁷⁸

6.1.3 Custos e Despesas

6.1.3.1 Custo dos Serviços Prestados

A estrutura de custos de uma prestadora de serviços educacionais tem dois principais componentes: pessoal e aluguel e ocupação.

(i) Custos com Pessoal:

Essa linha da DRE envolve o pagamento de salários, benefícios e encargos sociais de professores, do pessoal de apoio acadêmico (diretores e coordenadores das unidades) e de infraestrutura (manutenção, limpeza, segurança etc.).

⁷⁸ Projeção elaborada pelo autor a partir das Demonstrações Financeiras de 2018 e 2019 da Ânima Educação. Para maiores informações, ver: <<https://ri.animaeducacao.com.br/>>. Acesso em: 2 mai. 2020.

No caso da Ânima, estes respondem por cerca de 69% dos custos totais da operação em 2019. O maior volume de custo com pessoal está associado ao pagamento de salários dos professores. Segundo o Formulário de Referência da Ânima de 2019, “os custos com professores variam de acordo com o número de turmas ofertadas, o valor de hora-aula pactuado com os professores de acordo com nosso plano de carreira docente e os reajustes salariais, que estão vinculados aos acordos coletivos firmados entre os sindicatos de mantenedores e de professores de cada estado”⁷⁹.

(ii) Custos com Aluguel e Ocupação:

A linha de aluguel e ocupação abrange custos vinculados à infraestrutura física das operações. A Ânima é proprietária de apenas duas de suas 51 unidades. As 49 restantes, acarretam para a companhia custo de aluguel. Os custos de ocupação são representados pelo consumo de água, energia, pelo pagamento do IPTU e demais contas imprescindíveis para o funcionamento das unidades. Estes custos agregados corresponderam em 2019 a 19% dos custos totais da companhia.

A menor representatividade individual dos demais custos, elencados sob a linha Outros Custos, “englobam manutenção dos campi, viagens técnicas, licenças de software acadêmicos”⁸⁰. Sob a rubrica Serviços de Terceiros, estão relacionados prestadores de serviços externos, tais como “ministrar parte de uma disciplina ou curso, até consultorias e serviços de apoio e planejamento”⁸¹. Os primeiros e estes últimos representaram no ano de 2019 12% do total de custos da companhia.

A Figura 34 abaixo demonstra a evolução da estrutura e a representatividade de cada linha, ao longo dos últimos anos, no total de custos.

⁷⁹ Trecho retirado do Formulário de Referência da Ânima Educação, página 248. Disponível em: <<https://ri.animaeducacao.com.br>>. Acesso em: 2 mai. 2020.

⁸⁰ Trecho retirado do Formulário de Referência da Ânima Educação, p. 248. Disponível em: <<https://ri.animaeducacao.com.br>>. Acesso em: 2 mai. 2020.

⁸¹ Trecho retirado do Formulário de Referência da Ânima Educação, página 248. Disponível em: <<https://ri.animaeducacao.com.br>>. Acesso em: 2 mai. 2020.

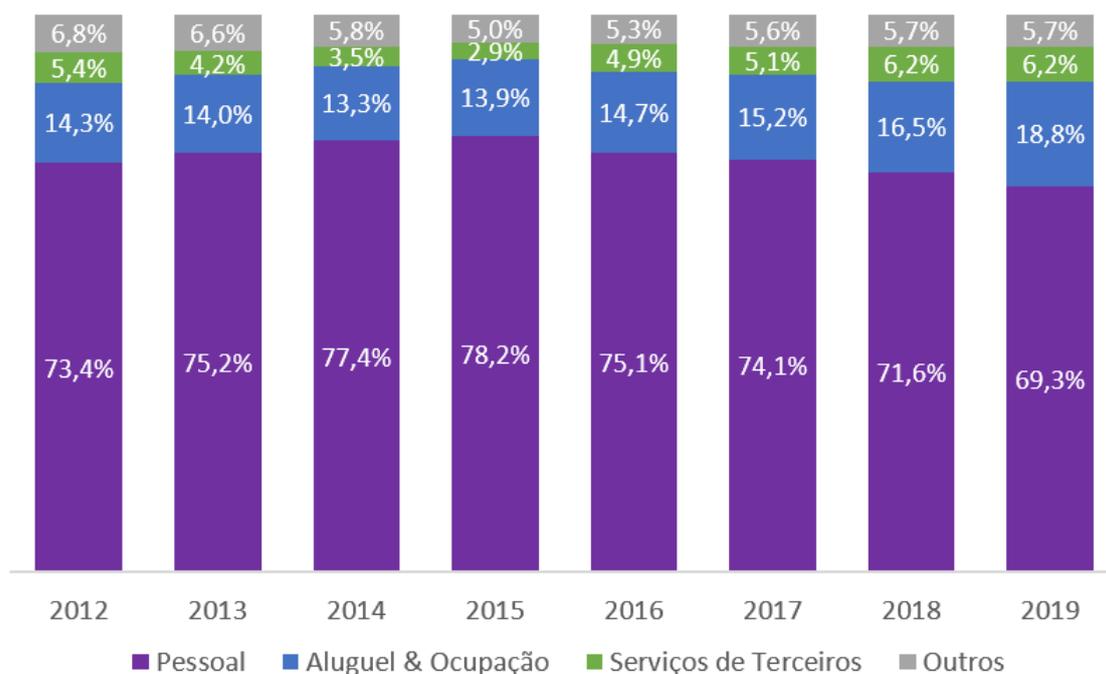


Figura 34: Evolução da estrutura de custos

Fonte: Ânima Educação

Elaboração: o autor

Quanto às projeções do modelo em relação aos custos, a principal premissa está na linha do Pessoal. Como consequência do novo modelo acadêmico da Ânima, o E2A, é esperado um aumento no número de alunos por sala ao longo dos próximos anos, fato que otimizará significativamente os custos com pessoal. O modelo supõe redução considerável destes custos como percentual da receita líquida (RL) ao longo dos 5 anos projetados, de 38,2% (2019) para 37,5% (2024).

Em relação às demais premissas de custos, o modelo supõe a ausência de mudanças considerado o ano de 2019. Eles se manteriam estáveis de 2020 a 2024 como percentual da receita líquida. A Figura 35 abaixo demonstra as projeções e premissas relacionadas aos custos da Ânima Educação.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Total de Custos	-600.200	-611.800	-636.244	-685.788	-734.097	-790.252	-857.488
% RL	58,7%	55,0%	54,8%	54,6%	54,5%	54,4%	54,3%
Pessoal	-429.900	-424.100	-440.333	-473.848	-506.812	-545.131	-591.022
% RL	42,0%	38,2%	38,0%	37,8%	37,7%	37,6%	37,5%
Serviços de Terceiros	-37.400	-38.000	-39.662	-42.907	-46.014	-49.625	-53.946
% RL	3,7%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%
Aluguel & Ocupação	-98.800	-114.800	-119.822	-129.625	-139.011	-149.919	-162.974
% RL	9,7%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%
Outros	-34.100	-34.900	-36.427	-39.407	-42.260	-45.577	-49.545
% RL	3,3%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%

Figura 35: Premissas da estrutura de custos

Fonte: Ânima Educação,

Elaboração: o autor⁸²

Ao lucro bruto da companhia, se chega pela subtração dos custos totais da receita líquida. A margem bruta, razão entre o lucro bruto e a receita líquida, indica a rentabilidade da operação considerados os custos. No caso da Ânima, o ganho de margem bruta futuro seria consequência das reduções graduais dos custos com pessoal projetados no segmento de Ensino.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Lucro Bruto	422.500	499.600	523.776	569.138	611.693	661.145	720.294
Mg Bruta	41,3%	45,0%	45,2%	45,4%	45,5%	45,6%	45,7%

Figura 36: Evolução do Lucro Bruto e Margem Bruta

Fonte: Ânima Educação,

Elaboração: o autor

6.1.3.2 Despesas Operacionais

⁸² Projeção elaborada pelo autor a partir das Demonstrações Financeiras de 2018 e 2019 da Ânima Educação. Para maiores informações, ver: <<https://ri.animaeducacao.com.br/>>. Acesso em: 2 mai. 2020.

Divididas em três grandes grupos: Comerciais, Gerais e Administrativas e Outras Receitas (e Despesas) Operacionais, elas abrangem os gastos necessários ao funcionamento da companhia, sem que estejam diretamente ligados à sua atividade-fim.

(i) Despesas Comerciais

Estas têm por objetivo promover a divulgação e a visibilidade das marcas da Ânima. Envolvem gastos com publicidade, propaganda, marketing e as provisões para crédito de liquidação duvidosa (PCLD)⁸³.

(ii) Despesas Gerais e Administrativas

Aqui o principal componente se relaciona ao pagamento de salários, encargos e benefícios de todo o pessoal não diretamente ligados à prestação dos serviços educacionais.

Este grupo abrange também gastos com prestadores de serviço, por exemplo consultores, auditores e advogados, além de despesas com aluguéis, manutenção, licenças de software e despesas com depreciação e amortização⁸⁴.

(iii) Outras Receitas (e Despesas) Operacionais

Nesta linha da DRE estão incluídas receitas de aluguéis de cantinas das unidades, com o hospital veterinário e com a sublocação de salas.

⁸³ Uma provisão é uma reserva de valores para cobrir perdas estimadas pela companhia. No caso da Ânima Educação, a PCLD visa cobrir possíveis inadimplências dos alunos no pagamento de suas mensalidades.

⁸⁴ O detalhamento das despesas da companhia pode ser encontrado no Formulário de Referência de 2019 da Ânima Educação, p. 249. Disponível em: <<https://ri.animaeducacao.com.br>>. Acesso em: 2 mai. 2020.

O modelo supôs, seja para o segmento de Ensino, seja para o de Outros Negócios, uma estabilidade das despesas, observado o percentual da receita líquida de 2019. As premissas para os anos de 2020 a 2024 estão retratadas na Figura 37.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Despesas Comerciais	-83.600	-95.600	-99.782	-107.946	-115.762	-124.846	-135.717
% RL	8,2%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%
PCLD	-41.200	-41.500	-43.315	-46.859	-50.252	-54.196	-58.915
% RL	4,0%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%
Marketing	-42.400	-54.100	-56.467	-61.086	-65.509	-70.650	-76.802
% RL	4,1%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%
Despesas Gerais & Administrativas	-88.600	-105.600	-110.220	-119.237	-127.871	-137.905	-149.913
% RL	8,7%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
Pessoal	-56.600	-76.600	-79.951	-86.492	-92.755	-100.033	-108.744
% RL	5,5%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%
Serviços de Terceiros	-10.200	-8.500	-8.872	-9.598	-10.293	-11.100	-12.067
% RL	1,0%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
Aluguel & Ocupação	-2.900	-5.400	-5.636	-6.097	-6.539	-7.052	-7.666
% RL	0,3%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Outras	-18.900	-15.100	-15.761	-17.050	-18.285	-19.719	-21.436
% RL	1,8%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%
Outras Receitas Operacionais	5.700	1.200	1.252	1.355	1.453	1.567	1.704
% RL	-0,6%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
Provisões	-2.500	300	313	339	363	392	426
% RL	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Impostos & Taxas	-1.200	-3.700	-3.862	-4.178	-4.480	-4.832	-5.253
% RL	0,1%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Outras receitas operacionais	9.400	4.600	4.801	5.194	5.570	6.007	6.530
% RL	0,9%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%

Figura 37: Premissas de Despesas Operacionais do segmento de Ensino

Fonte: Ânima Educação,

Elaboração: o autor⁸⁵

6.1.4 Resultado de Juros e Multa sobre Mensalidades

Contabilizadas as Despesas Operacionais, a linha seguinte da Demonstração de Resultados da Ânima é a do Resultado de Juros e Multas sobre Mensalidades. Esta linha, como indica o nome, contempla principalmente o recebimento de juros e multas sobre as mensalidades em atraso.

⁸⁵ Projeção elaborada pelo autor a partir das Demonstrações Financeiras de 2018 e 2019 da Ânima Educação. Para maiores informações, ver: <<https://ri.animaeducacao.com.br/>>. Acesso em: 2 mai. 2020.

Como percentual da receita líquida, em 2019 o resultado de juros e multas sobre mensalidades representou 0,8% - percentual mantido para as projeções dos anos de 2020 a 2024.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Resultado de Juros e Multas s/ Mensalidades	11.200	8.800	9.185	9.936	10.656	11.492	12.493
% RL	1,1%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%

Figura 38: Premissas do Resultado de Juros e Multas sobre Mensalidades

Fonte: Ânima Educação,

Elaboração: o autor⁸⁶

6.1.5 Despesas Corporativas

Deduzidas as Despesas Operacionais e o Resultado de Juros e Multas sobre Mensalidades do Lucro Bruto de ambas as divisões de negócios – Ensino e Outros Negócios – encontra-se o Resultado Operacional da Ânima, demonstrado na Figura 39 abaixo.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Resultado Operacional - Ensino	267.200	308.400	324.211	353.246	380.169	411.454	448.860
<i>Margem Operacional</i>	26,1%	27,7%	27,9%	28,1%	28,2%	28,3%	28,4%
Resultado Operacional - Outros Negócios	5.200	3.300	4.293	5.263	5.405	5.542	5.545
<i>Margem Operacional</i>	7,4%	4,7%	6,2%	7,7%	8,0%	8,3%	8,4%
Resultado Operacional - Ânima	272.400	311.700	328.504	358.509	385.574	416.996	454.405
<i>Margem Operacional</i>	24,9%	26,4%	26,7%	27,1%	27,3%	27,5%	27,7%

Figura 39: Resultado Operacional da companhia

Fonte: Ânima Educação,

Elaboração: o autor

⁸⁶ Projeção elaborada pelo autor a partir das Demonstrações Financeiras de 2018 e 2019 da Ânima Educação. Para maiores informações, ver: <<https://ri.animaeducacao.com.br/>>. Acesso em: 2 mai. 2020.

Conhecido este Resultado Operacional, a Ânima contabiliza suas Despesas Corporativas, que contempla: os gastos com o pessoal administrativo e da *holding*⁸⁷; as despesas com o programa de participação de resultados; e outras centralizadas na *holding*, a compreender gastos com viagens de seus principais executivos.

Em 2019, as Despesas Corporativas representaram 9,0% da receita líquida total da companhia. Para os próximos anos, o objetivo é reduzir o percentual destas despesas, buscando maior eficiência operacional para o seu negócio. Por isso, o modelo supôs uma redução gradual de 0,3 pontos percentuais para cada um dos próximos 5 anos.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Receita Líquida	1.093.000	1.180.900	1.228.728	1.322.853	1.412.944	1.517.787	1.643.416
<i>g</i>	4,8%	8,0%	4,1%	7,7%	6,8%	7,4%	8,3%
Resultado Operacional	272.400	311.700	328.504	358.509	385.574	416.996	454.405
% RL	24,9%	26,4%	26,7%	27,1%	27,3%	27,5%	27,7%
Despesas Corporativas	-102.700	-106.800	-107.439	-111.701	-116.482	-122.090	-128.909
% RL	9,4%	9,0%	8,7%	8,4%	8,2%	8,0%	7,8%

Figura 40: Premissa de Despesas Corporativas como percentual da receita líquida

Fonte: Ânima Educação

Elaboração: o autor⁸⁸

6.1.6 EBITDA

O *EBITDA* indica o resultado operacional antes do resultado financeiro, do pagamento dos impostos e desconsiderando a depreciação e amortização. “Esse indicador financeiro, também conhecido como LAJIDA, é bastante utilizado por empresas de capital aberto e por analistas, uma vez que permite verificar o real desempenho da companhia em dado período sem a influência de fatores difíceis de serem mensurados”⁸⁹.

⁸⁷ Principal empresa de um grupo de empresas; responsável pelo controle das demais.

⁸⁸ Projeção elaborada pelo autor a partir das Demonstrações Financeiras de 2018 e 2019 da Ânima Educação. Para maiores informações, ver: <<https://ri.animaeducacao.com.br/>>. Acesso em: 2 mai. 2020.

⁸⁹ Disponível em: <<https://www.dicionariofinanceiro.com/ebitda/>>. Acesso em: 2 mai. 2020.

O *EBITDA* da *Ânima* poderá ser obtido da seguinte forma:

$$\begin{aligned} EBITDA = & \text{Receita Líq.} - \text{Custos} - \text{Desp. Operacionais} \\ & + \text{Depreciação e Amortização} - \text{Desp. Corporativas} \\ & - \text{Itens Não Recorrentes} \end{aligned}$$

ou

$$\begin{aligned} EBITDA = & \text{Resultado Operacional} + \text{Depreciação e Amortização} \\ & - \text{Resultado de Juros e Multas sobre Mensalidades} \\ & - \text{Itens Não Recorrentes} \end{aligned}$$

uma vez que na Demonstração de Resultados da *Ânima* o Resultado de Juros e Multas sobre Mensalidades está incluído no Resultado Operacional como item recorrente.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Receita Líquida	1.093.000	1.180.900	1.228.728	1.322.853	1.412.944	1.517.787	1.643.416
<i>g</i>	4,8%	8,0%	4,1%	7,7%	6,8%	7,4%	8,3%
Resultado Operacional	272.400	311.700	328.504	358.509	385.574	416.996	454.405
% RL	24,9%	26,4%	26,7%	27,1%	27,3%	27,5%	27,7%
Despesas Corporativas	-102.700	-106.800	-107.439	-111.701	-116.482	-122.090	-128.909
% RL	9,4%	9,0%	8,7%	8,4%	8,2%	8,0%	7,8%
(-) Resultado de Juros e Multas s/ Mensalidades	-11.200	-8.800	-9.185	-9.936	-10.656	-11.492	-12.493
(-) Itens Não-Recorrentes	-62.600	-38.500					
EBITDA	95.900	157.600	211.880	236.872	258.436	283.414	313.003
<i>Margem Ebitda</i>	8,8%	13,3%	17,2%	17,9%	18,3%	18,7%	19,0%

Figura 41: Evolução e projeções do *EBITDA* da companhia

Fonte: *Ânima* Educação, Autor⁹⁰

Os itens não-recorrentes são de natureza pontual e temporária. Como exemplo, se a companhia adquire uma empresa, esta poderá vir a ter gastos da incorporação desta nova empresa apenas em um curto período de tempo e que não se repetirá futuramente. Importante ressaltar que pela imprevisibilidade e incerteza dos itens não-recorrentes, estes não são projetados no modelo desenvolvido pelo autor.

No que diz respeito à Margem *EBITDA* esta é uma razão entre o *EBITDA* e a Receita Líquida, indicando a rentabilidade operacional da companhia.

⁹⁰ Projeção elaborada pelo autor a partir das Demonstrações Financeiras de 2018 e 2019 da *Ânima* Educação. Para maiores informações, ver: <<https://ri.animaeducacao.com.br/>>. Acesso em: 2 mai. 2020.

$$\text{Margem EBITDA} = \frac{\text{EBITDA}}{\text{Receita Líquida}}$$

A Ânima Educação pretende chegar a 25% de margem *EBITDA* em 2024. O modelo assumiu, conservadoramente, uma margem *EBITDA* de 19% como consequência das premissas adotadas.

6.1.7 Depreciação e Amortização

No Balanço Patrimonial, o Ativo Não Circulante inclui os bens e direitos os quais a empresa não tem a intenção de vender em menos um ano. Dentro deste grupo, estão os subgrupos do Imobilizado e do Intangível.

O Imobilizado contempla ativos tangíveis de vida útil longa e que são muito pouco líquidos, uma vez que a empresa não tem a intenção de vendê-los. Alguns exemplos de ativos imobilizados são prédios, máquinas e equipamentos contabilizados através de seus valores brutos. A depreciação entra nesta conta como uma dedução do valor bruto, uma vez que indica a “perda de capacidade (pelo desgaste ou pela deterioração tecnológica)”⁹¹ destes ativos produzirem eficientemente.

O subgrupo do Intangível inclui os bens e direitos de origem incorpóreos. São exemplos destes as marcas e patentes da companhia, assim como os softwares utilizados por ela. Assim como a depreciação é uma conta redutora do Imobilizado, a amortização é a conta redutora do Intangível.

“A amortização consiste na alocação sistemática do valor amortizável de ativo intangível ao longo da sua vida útil, ou seja, o reconhecimento da perda do valor do ativo ao longo do tempo. Um ativo intangível com vida útil definida deve ser amortizado, e a despesa de amortização para cada período deve ser reconhecida no resultado”⁹².

⁹¹ Trecho retirado do livro “Curso de Contabilidade para Não Contadores”, p. 29. DE IUDÍCIBUS, Sérgio e MARION, José Carlos. **Curso de Contabilidade para Não Contadores**. 7ª ed. São Paulo: Atlas, 2011.

⁹² Trecho retirado do Portal de Contabilidade. Disponível em: <http://www.portaldecontabilidade.com.br/tematicas/depreciacoes_amortizacoes_exaustoes.htm>. Acesso em: 2 mai. 2020.

Assim como as contas de Depreciação e Amortização estão presentes no Balanço Patrimonial nos grupos descritos, estas também estão presentes na Demonstração de Resultados entre as despesas e a contabilização dos impostos. Importante lembrar que ambas as contas não consomem caixa pois apenas contabilizam a perda de valor de ativos sob a posse da companhia.

Para a projeção, será considerado o percentual que a depreciação somada a amortização representa do total do imobilizado somado ao intangível. No ano de 2019 ambas representaram 15,4% do total do imobilizado mais intangível. Este percentual será mantido fixo para a projeção dos próximos 5 anos, uma vez que estas são contas menos voláteis.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Imobilizado + Intangível	347.413	425.295	474.640	514.398	545.671	564.939	576.770
Depreciação e Amortização	55.300	65.400	65.400	72.988	79.102	83.911	86.874
% do Imobilizado + Intangível	15,9%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%
% RL	5,1%	5,5%	5,3%	5,5%	5,6%	5,5%	5,3%

Figura 42: Premissa da Depreciação e Amortização

Fonte: Ânima Educação

Elaboração: o autor⁹³

6.1.8 CAPEX

O CAPEX⁹⁴ engloba as despesas de capital que a companhia teve em determinado período. Este grupo de despesas inclui todo o montante gasto para manter a empresa em funcionamento. No caso da Ânima, estas despesas estão divididas em cinco grupos: (i) Sistema e Tecnologia, (ii) Móveis e Equipamentos, (iii) Obras e benfeitorias, (iv) Biblioteca e (v) EAD.

⁹³ Projeção elaborada pelo autor a partir das Demonstrações Financeiras de 2018 e 2019 da Ânima Educação. Para maiores informações, ver: <<https://ri.animaeducacao.com.br/>>. Acesso em: 2 mai. 2020.

⁹⁴ Abreviação para a expressão em inglês *capital expenditure*, que pode ser traduzida para o português como despesas de capital.

A companhia investiu bastante em suas operações nos últimos anos, expandindo diversas unidades e abrindo novas. O fato gerou, como consequência, um aumento das despesas de capital como percentual da receita líquida. A expectativa da empresa é gastar de 6,0 a 6,5% da receita líquida em CAPEX no ano de 2023. Seguindo esse direcionamento, o modelo supôs uma redução das despesas de capital como percentual da receita líquida para os próximos 5 anos, chegando a 6,3% em 2023 e 6% em 2024. Na realidade, as unidades abertas nos últimos anos, por estarem em período de maturação, provavelmente necessitarão de menor gasto de capital.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Capex Total	113.900	115.800	114.745	112.746	110.375	103.179	98.705
% RL	10,4%	9,8%	8,8%	8,0%	7,3%	6,3%	6,0%
Sistema e Tecnologia	35.000	40.900					
Móveis e Equipamentos	18.200	30.000					
Obras e benfeitorias	49.500	43.200					
Biblioteca	11.200	1.700					
EAD	0	0					

Figura 43: Discriminação e premissas de CAPEX

Fonte: Ânima Educação,

Elaboração: o autor⁹⁵

6.1.9 Capital de Giro

O capital de giro de uma empresa pode ser interpretado como o montante necessário para manter a continuidade do negócio, levando em conta alguns ativos. Seu cálculo é composto por três principais componentes presentes no Balanço Patrimonial: (i) os recebíveis, (ii) o estoque e (iii) os fornecedores.

No caso da Ânima, os recebíveis incluem as contas a receber de clientes, presentes tanto no ativo circulante quanto no ativo não-circulante, uma vez que a empresa possui recebíveis de curto e longo prazo. Quanto a estoques, a companhia não possui mercadorias, uma vez que é uma prestadora de serviços educacionais. No que se refere

⁹⁵ Projeção elaborada pelo autor a partir das Demonstrações Financeiras de 2018 e 2019 da Ânima Educação. Para maiores informações, ver: <<https://ri.animaeducacao.com.br/>>. Acesso em: 2 mai. 2020.

aos fornecedores, estes incluem “empreiteiros contratados para a realização de obras de expansão, empresas de manutenção predial, agências de publicidade, gráficas, empresas de desenvolvimento e manutenção de software e hardware, empresas de segurança e limpeza, distribuidoras de livros e distribuidoras de materiais de laboratório, entre outros”.⁹⁶ A conta de Fornecedores está presente no Balanço Patrimonial da Ânima dentro do Passivo Circulante.

O objetivo da projeção do capital de giro é obter sua variação anual, que será utilizada no cálculo do Fluxo de Caixa Descontado. Importante ressaltar que a conta de Recebíveis está relacionada a Receita Líquida da companhia, uma vez que esta é composta principalmente pelo recebimento das mensalidades dos alunos matriculados. Por outro lado, as contas de Estoques – inexistente no caso da Ânima – e de Fornecedores estão associadas a conta de Custo dos Serviços Prestados, uma vez que representam os desembolsos que a companhia deve realizar para manter sua operação em funcionamento.

Para as projeções, além de relacionarmos as contas com a receita líquida e com o custo dos serviços prestados, é importante calcularmos essas relações em termos de dias. Como exemplo, no ano de 2019 a Ânima tinha cerca de R\$245 milhões a receber de seus clientes e uma Receita Líquida anual de aproximadamente R\$1,2 bilhões. O cálculo em termos de dias será dado por:

$$\text{Recebíveis de Clientes (dias)} = \frac{\text{Recebíveis}}{\text{Receita Líquida}} * 365 = \frac{245,204 \text{ (R\$ milhões)}}{1.180,900 \text{ (R\$ milhões)}} * 365(\text{dias}) = 72 \text{ dias}$$

O resultado acima pode ser interpretado da seguinte forma: em média, a companhia demora 72 dias para receber o pagamento das mensalidades pelos clientes – também conhecido como Prazo Médio de Recebimento (PMR). Como premissa do modelo, o PMR de 72 dias de 2019 será mantido para os anos projetados.

O mesmo exercício pode ser feito para as contas de Estoques e Fornecedores, alterando a quantidade de dias para uma relação com o Custo dos Serviços Prestados e não mais com a Receita Líquida. Conforme mencionado, a Ânima não possui Estoques e, portanto, esta conta não possui dados contabilizados. Quanto aos Fornecedores, seu cálculo para 2019 será:

⁹⁶ Retirado do Formulário de Referência de 2019 da Ânima Educação, p. 146. Disponível em: <<https://ri.animaeducacao.com.br>>. Acesso em: 2 mai. 2020.

$$\text{Fornecedores (dias)} = \frac{\text{Fornecedores}}{\text{Custo do Serviço Prestado}} * 365 = \frac{48,962 \text{ (R\$ milhões)}}{671,584 \text{ (R\$ milhões)}} * 365(\text{dias}) = 27 \text{ dias}$$

Ou seja, em média a companhia demora 27 dias para fazer o pagamento aos seus fornecedores. Este resultado é conhecido como Prazo Médio de Pagamento (PMP). O modelo assumiu por consequência uma estabilidade do PMP para os anos de 2020 a 2024 projetados.

Para fins de projeção do Demonstrativo do Fluxo de Caixa, deve-se ter uma variação anual do capital de giro. O capital de giro total é composto da seguinte forma:

$$\text{Capital de Giro} = \text{Recebíveis} + \text{Estoques} - \text{Fornecedores}$$

Desta forma, a variação anual do capital de giro será obtida através da diferença entre o capital de giro de $t + 1$ e o capital de giro de t , e será utilizada no cálculo do Fluxo de Caixa Descontado.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Receita Líquida	1.093.000	1.180.900	1.228.728	1.322.853	1.412.944	1.517.787	1.643.416
Recebíveis	222.544	245.204	255.135	274.679	293.386	315.156	341.242
Cientes - Dias	74	76	76	76	76	76	76
Custo dos Serviços Prestados	707.141	671.584	719.773	770.769	820.936	879.370	949.630
Estoques	0	0	0	0	0	0	0
Estoques - Dias	0	0	0	0	0	0	0
Fornecedores	47.871	48.962	52.475	56.193	59.851	64.111	69.233
Fornecedores - Dias	25	27	27	27	27	27	27
Capital de Giro	161.946	183.793	189.707	204.541	218.640	235.045	254.684
Varição do Capital de Giro	-75.860	21.847	5.914	14.834	14.099	16.404	19.639
Ciclo Financeiro - Dias	45	45	45	45	45	45	45

Figura 44: Dinâmica de capital de giro e projeções

Fonte: Ânima Educação

Elaboração: o autor⁹⁷

6.1.10 Perpetuidade

⁹⁷ Projeção elaborada pelo autor a partir das Demonstrações Financeiras de 2018 e 2019 da Ânima Educação. Para maiores informações, ver: <<https://ri.animaeducacao.com.br/>>. Acesso em: 2 mai. 2020.

O modelo desenvolvido para este trabalho supôs uma projeção dos próximos cinco anos de operação da Ânima Educação, de 2020 a 2024. Para se obter o valor presente dos fluxos de caixa futuros da companhia, é necessário se estabelecer um valor para os anos posteriores a 2024. Ou seja, precisa-se estabelecer um valor terminal que representará todos os fluxos de caixa posteriores aos anos projetados até a eternidade. Este valor também é conhecido como o valor da perpetuidade.

As principais hipóteses da perpetuidade estão reunidas na Figura 45 abaixo.

PERPETUIDADE E REINVESTIMENTO	
NOPLAT	254.347
ROIC	12,5%
G	6,6%
Reinvestment Rate	52,7%
Enterprise Value da Perpetuidade	3.577.267

Figura 45: Premissas da perpetuidade

Elaboração: o autor

O cálculo do Valor da Firma (*Enterprise Value* ou EV) da Perpetuidade é feito da seguinte forma:

$$EV \text{ da Perpetuidade} = \frac{NOPLAT * (1 - Taxa \text{ de Reinvestimento})}{(WACC - g)}$$

O cálculo pode ser decomposto em algumas etapas:

(i) *NOPLAT*

O *NOPLAT* (*Net Operating Profit Less Adjusted Taxes*) pode ser traduzido para o português como o lucro operacional líquido após o pagamento de impostos. Partindo do *EBIT* (*Earnings Before Interest and Taxes*), ou seja, do lucro operacional líquido da companhia, deve-se retirar os impostos deste indicador.

Aqui entra a primeira premissa da perpetuidade: a taxa efetiva de imposto paga sobre o lucro operacional líquido. Conforme descrito anteriormente, a Ânima possui como benefício fiscal a isenção de alguns impostos federais como o Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o Lucro Líquido por conta da adesão ao Prouni nos cursos de graduação. Uma vez que estes respondem por cerca de 95% da operação, o modelo supôs como forma de simplificação, uma alíquota de impostos de 0%, ou seja, a manutenção dos benefícios fiscais associados ao Prouni até a perpetuidade.

Ou seja, o resultado do *EBIT* deduzidos os impostos será igual ao resultado do *EBIT* antes do pagamento de impostos, uma vez que a alíquota de pagamento suposta é de 0%.

Para o cálculo do *NOPLAT* da perpetuidade, precisa-se do último ano projetado pelo modelo, no caso, o ano de 2024. O *NOPLAT* da perpetuidade será igual a:

$$NOPLAT_{Perpetuidade} = EBIT_{2024} * (1 - t) * (1 - g)$$

onde

$$t = \text{alíquota de imposto} = 0\%$$

$$g = \text{taxa de crescimento} = 1,02 * 1,045 - 1 = 6,6\%$$

A taxa de crescimento *g* é a segunda premissa da perpetuidade, supondo um crescimento de 2% sobre inflação de 4,5% ao ano para os anos seguintes a 2024.

(ii) Taxa de Reinvestimento

A taxa de reinvestimento indica o percentual do *NOPLAT* que a firma reinveste nas suas operações. Pode ser calculada de acordo com a seguinte fórmula abaixo:

$$\text{Reinvestment Rate} = \frac{g}{ROIC}$$

onde

$$ROIC = \text{Return On Invested Capital} = \frac{NOPLAT}{\text{Invested Capital}}$$

O *ROIC* será a terceira premissa da perpetuidade. Olhando para os níveis históricos da na Figura 46 abaixo, pode-se observar que a companhia chegou a operar em níveis superiores a 15% em seus “anos de ouro”.

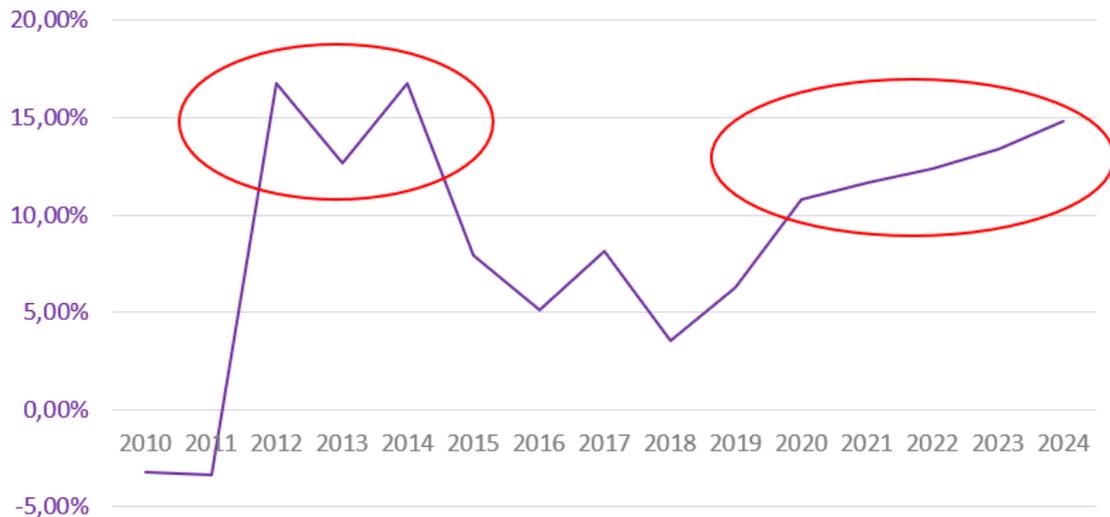


Figura 46: Evolução do *ROIC* calculado da companhia

Elaboração: o autor

Como consequência das premissas adotadas no modelo, há a suposição de uma retomada aos níveis de *ROIC* de 2014, chegando a cerca de 15,0% em 2024. Mas, como premissa conservadora, na perpetuidade o modelo assume um *ROIC* de 12,5%, em linha com os primeiros anos projetados e com alguns anos do histórico da companhia.

(iii) *WACC*

O cálculo do *WACC* (*Weighted Average Cost of Capital*) foi abordado ao longo da fundamentação teórica do estudo e pode ser descrito pela seguinte fórmula abaixo.

$$WACC = K_e \frac{E}{(E + D)} + K_d \frac{D}{(D + E)} (1 - t)$$

Onde:

K_e é o custo do capital próprio – do inglês, *Cost of Equity*.

K_d é o custo do capital de terceiros – do inglês, *Cost of Debt*.

E é o valor de mercado da empresa – do inglês, *Equity*.

D é o valor de mercado da dívida - do inglês, *Debt*.

$\frac{E}{(D+E)}$ é a parcela de capital próprio em relação ao capital total da companhia.

$\frac{D}{(D+E)}$ é a parcela de capital de terceiros em relação ao capital total da companhia.

t é a alíquota de imposto.

Para o custo do capital próprio (K_e) foram consideradas as seguintes premissas abaixo:

Cost of Equity	
NTN-B 10 Anos	3,0%
Inflação Projetada	4,0%
Risk Free BR Rate	8,0%
ERP BR	4,0%

Figura 47: Custo de capital estimado

Fonte: Autor

O ativo livre de risco brasileiro é composto pela taxa pós-fixada da Nota do Tesouro Nacional série B (NTN-B)⁹⁸ com vencimento em 2030 e pela inflação. Foi utilizada a taxa de aproximadamente 3,0% para a NTN-B de 10 anos, aproximando o valor real de 31/12/2019 de 3,07% conforme o gráfico abaixo.

⁹⁸ “As Notas do Tesouro Nacional série B (NTN-B) são títulos com rentabilidade vinculada à variação do IPCA, acrescida de juros definidos no momento da compra”. Segundo a nova nomeação dos títulos públicos nacionais, a NTN-B passou a se chamar IPCA+. Trecho retirado do Portal ADVFN. Disponível em: <<https://br.advfn.com/educacional/titulos-publicos/nota-do-tesouro-nacional-serie-b>>. Acesso em: 9 de maio de 2020.



Figura 48: Evolução da taxa da NTN-B com vencimento em 2030

Fonte: Bloomberg, Autor

Além disso, para o cálculo do custo de capital próprio o modelo assume um *Equity Risk Premium (ERP)*, ou seja, um prêmio requerido pelo investidor para investir no portfólio de mercado ao invés de investir no ativo livre de risco de 4,0%.

No que diz respeito ao custo do capital de terceiros (K_d) este foi calculado através da discriminação dos empréstimos e financiamentos da companhia e suas respectivas taxas de juros, chegando a um valor de 5,8%.

As parcelas do capital próprio e de terceiros foram calculadas com relação ao valor de mercado da companhia ao final de 2019.

Para o cálculo da dívida líquida foi considerada a soma de empréstimos e financiamentos da companhia no curto e longo prazo, deduzidas as disponibilidades da empresa (caixa e aplicações financeiras).

E, para o cálculo do valor de mercado da companhia, foi considerado o preço de fechamento das ações em 30/12/2019 (R\$29,79) – último dia de negociação – multiplicado pelo número de ações em circulação (79.296.000) na mesma data. Multiplicando o preço das ações pelo número de ações em circulação, chega-se ao valor do *Equity* (Valor de Mercado), que somado ao valor da Dívida Líquida, resulta no Valor da Firma ou *Enterprise Value*.

Cost of Equity		Estrutura de Capital	
NTN-B 10 Anos	3,0%	Dívida Líquida	597.891
Inflação Projetada	4,0%	Valor de Mercado Atual	2.361.930
Risk Free BR Rate	7,0%	Enterprise Value	2.959.821
ERP BR	4,0%	D/(D+E)	20,2%
Ke BRL Nominal Calculado	11,0%	E/(D+E)	79,8%
Cost of Debt		WACC Calculation	
Kd Calculado	5,8%	Calculated WACC	11,3%
		WACC Utilizado	11,3%

Figura 49: Composição e cálculo do WACC

Elaboração: o autor

Os cálculos resultam em uma taxa de desconto de 11,3% que será utilizada para trazer os fluxos de caixa futuros da companhia a valor presente. Como consequência das premissas mencionadas acima para a perpetuidade, chega-se a um valor terminal de R\$3,557 bilhões para a Ânima Educação.

6.1.11 Fluxo de Caixa da Firma

Com o objetivo de chegar a um valor justo para a Ânima Educação através do modelo de Fluxo de Caixa Descontado, é necessário estimar os fluxos de caixa futuros da companhia para os anos projetados.

Partindo do Lucro Operacional Líquido de Impostos da companhia (*Net EBIT*), deve-se adicionar a Depreciação e Amortização, mencionadas anteriormente nas premissas do modelo. Além disso, deve-se retirar o CAPEX e a variação do capital de giro projetada, também mencionados neste capítulo.

A Figura 50 abaixo demonstra as projeções dos fluxos de caixa futuros da companhia, bem como seus valores presentes.

	Dec-20	Dec-21	Dec-22	Dec-23	Dec-24	
VALUATION DFC	2020	2021	2022	2023	2024	Tax Rate Explícito
EBIT	155.665	173.820	189.990	210.995	238.622	0,0%
IR	0	0	0	0	0	
Net EBIT	155.665	173.820	189.990	210.995	238.622	Tax Rate Perpetuidade
Depreciação e Amortização	65.400	72.988	79.102	83.911	86.874	0,0%
CAPEX	114.745	112.746	110.375	103.179	98.705	
Delta Capital de Giro	6.418	15.826	15.049	17.510	20.963	Perpetuidade
	1,00	2,00	3,00	4,00	5,00	Valor
FCFF	99.902	118.237	143.667	174.217	205.828	3.577.267
Valor Presente FCFF	90.860	97.802	108.082	119.202	128.084	2.226.089

Figura 50: Projeções dos fluxos de caixa futuros da Ânima Educação

Elaboração: o autor

O Fluxo de Caixa da Firma (FCFF) para cada ano foi estimado da seguinte forma:

$$FCFF = Net\ EBIT + Depreciação\ e\ Amortização - CAPEX - \Delta\ Cap.\ de\ Giro$$

Os valores presentes dos fluxos de caixa futuros foram calculados da seguinte maneira:

$$Valor\ Presente\ FCFF = \frac{FCFF}{(1 + WACC)^n}$$

$$onde\ n = fator\ de\ desconto\ para\ cada\ ano = \begin{cases} 1, & se\ 2020 \\ 2, & se\ 2021 \\ 3, & se\ 2022 \\ 4, & se\ 2023 \\ 5, & se\ 2024\ e\ Perpetuidade \end{cases}$$

Desta forma, a soma dos valores presentes dos fluxos de caixa futuros projetados da empresa será equivalente ao *Enterprise Value* (EV) ou Valor da Firma calculado. Segundo os cálculos do modelo apresentado, o EV calculado é de aproximadamente R\$2,770 bilhões.

6.1.12 Valor justo por ação da Ânima Educação

Para calcularmos o valor justo por ação da Ânima Educação, basta dividirmos o *Enterprise Value* calculado pelo número de ações em circulação em 31/12/2019.

VALOR JUSTO POR DFC	
Equity Value	2.172.227.941
Dívida Líquida Atual	597.891.000
Enterprise Value	2.770.118.941
Valor Justo por Ação	27,40

Ações em circulação	79.286.001
---------------------	------------

Figura 51: Valor justo por ação da Ânima Educação estimado

Elaboração: o autor

Portanto, o valor intrínseco justo por ação da Ânima Educação estimado pelo modelo é de R\$27,40.

7 CONCLUSÃO

O presente trabalho teve como principal objetivo realizar uma análise fundamentalista da companhia Ânima Holding S/A, por meio do desenvolvimento de um modelo de Fluxo de Caixa Descontado, em que os fluxos de caixa futuros projetados são trazidos a valor presente, de forma a estimar um valor intrínseco justo para a companhia.

Para tanto, foram abordados aspectos qualitativos da empresa; apresentado um breve histórico da companhia, bem como suas principais atividades e marcas. Foi também revelada sua composição acionária, com ênfase em alguns aspectos de governança corporativa.

Descreveu-se o setor primordial de atuação da companhia – o setor de educação no Brasil, com foco no segmento de Ensino Superior – observado possuir a Ânima a maioria de seus alunos matriculados neste nível de ensino. O capítulo abordou dados relevantes para o setor e a comprovação da sua fragmentação. Cuidou de apresentar os principais grupos de ensino privado do país, com foco nos competidores listados na B3, a bolsa de valores brasileira. Deu-se destaque a temas recentes e relevantes para o setor, como as mudanças ocorridas nas regras de concessão do Fies em 2014 e as alterações regulatórias do Novo Marco do Ensino a Distância de 2017.

Com a apresentação da companhia e o setor de sua atuação, o trabalho abordou a estratégia da empresa. Descreveram-se os principais diferenciais competitivos da Ânima, como a oferta de ensino de qualidade e um portfólio de marcas tradicionais e fortes regionalmente. Abordou-se, adicionalmente, a estratégia de crescimento da companhia, além de sua expectativa de recuperação de rentabilidade para os próximos anos.

O trabalho passou a seguir a descrever a fundamentação teórica do estudo, de modo a conferir base para o modelo desenvolvido. O capítulo cuidou de apresentar o conceito de *valuation*, a filosofia de *value investing* com a distinção entre valor e preço de um ativo. Foram também descritos os principais demonstrativos financeiros: a Demonstração do Resultado do Exercício (DRE) e o Balanço Patrimonial (BP). Adiante foi apresentado o método de Fluxo de Caixa Descontado, o cálculo do *WACC* e o modelo de *CAPM*.

Por fim, enumerou o trabalho as principais premissas adotadas pelo modelo desenvolvido, de forma a estimar um valor justo para a Ânima Educação. Neste capítulo foram analisadas a base de alunos, receita, custos e despesas, depreciação e amortização, CAPEX, capital de giro e impostos. Em seguida foram calculados os fluxos de caixa futuros da companhia e trazidos a valor presente.

Importante ressaltar que o modelo desenvolvido depende de diversas variáveis e premissas e, em certa medida, ao viés do analista. A estimação de um valor justo para uma companhia, de certo modo, envolve certa subjetividade, a ponto do resultado poder variar bruscamente de acordo com as premissas adotadas para o futuro da empresa.

Como resultado do modelo, foi estimado um valor justo por ação de R\$27,40 para a companhia. Comparando o valor intrínseco justo estimado com o preço de negociação em 30/12/2019, de R\$29,79, pode-se concluir que as ações estavam sendo negociadas acima do valor justo estimado nesta data, o que indica uma sobrevalorização de cerca de 9% das ações da Ânima Educação.

Vale ressaltar que este trabalho expressa opiniões do próprio autor com base nas análises elaboradas. Cabe também ressaltar que quaisquer alterações no cenário econômico brasileiro e mundial – como a atual pandemia da COVID-19 explicitada no capítulo anterior - podem afetar o desempenho operacional da companhia, podendo alterar significativamente o valor intrínseco justo estimado.

8 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ADVFN. **Portal ADVFN website.** Disponível em: <https://br.advfn.com/educacional/titulos-publicos/nota-do-tesouro-nacional-serie-b>.

Acesso em: 9 mai. 2020.

ÂNIMA EDUCAÇÃO. **Ânima Educação RI website.** Disponível em: <https://ri.animaeducacao.com.br>. Acesso em: 30 set. 2019.

ABMES (ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE MANTENEDORAS DO ENSINO SUPERIOR). Matéria sobre o Novo Marco Regulatório do EAD. Disponível em: <https://abmes.org.br/noticias/detalhe/2241/mec-anuncia-novo-marco-regulatorio-para-ead-e-setor-recebe-bem-as-mudancas>. Acesso em: 18 abr. 2020.

B3. **Regulamento do Novo Mercado.** Disponível em: [http://www.b3.com.br/data/files/B7/85/E6/99/A5E3861012FFCD76AC094EA8/Regulamento%20do%20Novo%20Mercado%20-%202003.10.2017%20\(Sancoes%20pecuniarias%202019\).pdf](http://www.b3.com.br/data/files/B7/85/E6/99/A5E3861012FFCD76AC094EA8/Regulamento%20do%20Novo%20Mercado%20-%202003.10.2017%20(Sancoes%20pecuniarias%202019).pdf). Acesso em: 10 nov. 2019.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). **Boletim Focus: relatório de mercado 2019.** Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/>. Acesso em: 2 mai. 2020.

BRASIL. Lei nº 9.394 de 20 de dezembro de 2019. Estabelece as diretrizes e bases da educação nacional.

BRASIL. Ministério da Educação. Portaria Normativa nº 21, de 26 de dezembro de 2014. Altera dispositivos das Portarias anteriores, que dispõem sobre o Fundo de Financiamento Estudantil – Fies.

BRASIL. Ministério da Educação. Portaria Normativa nº 23, de 29 de dezembro de 2014. Altera dispositivos das Portarias anteriores, que dispõem sobre o Fundo de Financiamento Estudantil - Fies.

BRASIL. Ministério da Educação. Portaria Normativa nº 8, de 2 de julho de 2015. Dispõe sobre o processo seletivo do Fundo de Financiamento Estudantil - Fies referente ao segundo semestre de 2015 e dá outras providências.

BRASIL. Ministério da Educação. Decreto de nº 9.057 de 25 de maio de 2017. Regulamenta o art. 80 da Lei nº 9.394, de 20 de dezembro de 1996, que estabelece as diretrizes e bases da educação nacional

BRASIL. Ministério da Educação. Portaria Normativa nº 11 de 20 de junho de 2017. Estabelece normas para o credenciamento de instituições e a oferta de cursos superiores a distância, em conformidade com o Decreto no 9.057, de 25 de maio de 2017.

BRAZIL JOURNAL. Matéria sobre transação entre a Ânima e a Unisul. Disponível em: <<https://braziljournal.com/breaking-anima-investe-r-300-milhoes-na-unisul-para-liderar-em-sc>>. Acesso em: 26 out. 2019.

COGNA EDUCAÇÃO. Formulário de Referência de 2019 da Kroton. Disponível em: <<http://ri.cogna.com.br/>>. Acesso em: 11 abr. 2020.

CREDIT SUISSE. **Initiating on Brazil Education: Back to Basics**. Disponível em: <<https://plus.credit-suisse.com/>>. Acesso em: 3 abr. 2020.

CVM. **Busca de companhia – Sistema CVM: Ânima Educação**. Disponível em: <<http://siteempresas.bovespa.com.br/consbov/ExibeTodosDocumentosCVM.asp?CCV=M=23248&CNPJ=09.288.252/0001-32&TipoDoc=C>>. Acesso em: 30 set. 2019.

DAMODARAN, Aswath. **Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, University Edition**. 3. ed. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, 2012.

DE IUDÍCIBUS, Sérgio e MARION, José Carlos. **Curso de Contabilidade para Não Contadores**. 7ª ed. São Paulo: Atlas, 2011.

FOLHA DE SÃO PAULO. **Folha de São Paulo website**. Matéria sobre o distrato do contrato da Ânima com a Whitney. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2015/04/1620113-anima-desfaz-aquisicao-da-whitney-university-apos-mudancas-no-fies.shtml>>. Acesso em: 26 out. 2019.

GLOBO.COM. **Globo.com website**. Matéria sobre o número de contratos do Fies. Disponível em: <<https://g1.globo.com/educacao/noticia/numero-de-novos-contratos-do-fies-em-2017-e-o-menor-em-seis-anos.ghtml>>. Acesso em: 3 abr. 2020.

GLOBO.COM. **Globo.com website**. Matéria sobre a inadimplência do Fies. Disponível em: <https://g1.globo.com/educacao/noticia/2020/02/05/inadimplencia-do-fies-aumentou-cerca-de-23percent-apos-programa-de-renegociacao.ghtml>>. Acesso em: 3 abr. 2020.

GRAHAM, Benjamin; DODD, David L. **Security Analysis**. 6 ed. Crawfordsville: McGraw Hill, 2016.

GREENWALD, Bruce C. N. et. al. **Value Investing: From Graham to Buffett and Beyond**. 1 ed. New York: John Wiley & Sons, 2001.

HOPER EDUCAÇÃO. **Análise Setorial da Educação Privada 2018**. Disponível em: http://sys.hoper.com.br/webinar/Lancamento_AS_BR_2018.pdf>. Acesso em: 4 abr. 2020.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). Disponível em: <https://www.ibgc.org.br/conhecimento/governanca-corporativa>>. Acesso em: 10 nov. 2019.

INSTITUTO NACIONAL DE ESTUDOS E PESQUISAS EDUCACIONAIS ANÍSIO TEIXEIRA. **Sinopse Estatística da Educação Superior 2018**. Brasília: INEP, 2019. Disponível em: <http://inep.gov.br/web/guest/sinopses-estatisticas-da-educacao-superior>>. Acesso em: 11 abr. 2020.

INSTITUTO NACIONAL DE ESTUDOS E PESQUISAS EDUCACIONAIS ANÍSIO TEIXEIRA. **Sinopse Estatística da Educação Superior 2017**. Brasília: INEP, 2018. Disponível em: <http://inep.gov.br/web/guest/sinopses-estatisticas-da-educacao-superior>>. Acesso em: 11 abr. 2020.

INSTITUTO NACIONAL DE ESTUDOS E PESQUISAS EDUCACIONAIS ANÍSIO TEIXEIRA. **Sinopse Estatística da Educação Superior 2016**. Brasília: INEP, 2017. Disponível em: <http://inep.gov.br/web/guest/sinopses-estatisticas-da-educacao-superior>>. Acesso em: 11 abr. 2020.

INSTITUTO NACIONAL DE ESTUDOS E PESQUISAS EDUCACIONAIS ANÍSIO TEIXEIRA. **Sinopse Estatística da Educação Superior 2015**. Brasília: INEP, 2016.

Disponível em: <<http://inep.gov.br/web/guest/sinopses-estatisticas-da-educacao-superior>>. Acesso em: 11 abr. de 2020.

INSTITUTO NACIONAL DE ESTUDOS E PESQUISAS EDUCACIONAIS ANÍSIO TEIXEIRA. **Sinopse Estatística da Educação Superior 2014**. Brasília: INEP, 2015.

Disponível em: <<http://inep.gov.br/web/guest/sinopses-estatisticas-da-educacao-superior>>. Acesso em: 11 abr. 2020.

INSTITUTO NACIONAL DE ESTUDOS E PESQUISAS EDUCACIONAIS ANÍSIO TEIXEIRA. **Sinopse Estatística da Educação Superior 2013**. Brasília: INEP, 2014.

Disponível em: <<http://inep.gov.br/web/guest/sinopses-estatisticas-da-educacao-superior>>. Acesso em: 11 abr. 2020.

ITAÚ BBA. **Ânima Educação: Initiating Coverage With an Outperform Rating**.

Disponível em: <<http://www.itaubbaresearch.com/>>. Acesso em: 11 abr. 2020.

LAMY FILHO, Alfredo. PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Direito das Companhias**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

MARION, José Carlos. **Contabilidade Empresarial: Instrumentos de Análise, Gerência e Decisão**. 18 ed. São Paulo: Atlas, 2018.

MINISTÉRIO DA EDUCAÇÃO. **Portal do MEC website**. Disponível em: <<http://portal.mec.gov.br/>>. Acesso em: 19 out. 2019.

PORTAL DO INVESTIDOR DA CVM. **Portal do Investidor website**. Disponível em: <https://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/ofertas/opas.html>. Acesso em 10 nov. 2019.

PROGRAMA UNIVERSIDADE PARA TODOS (PROUNI). **Prouni website**.

Disponível em: <http://siteprouni.mec.gov.br/tire_suas_duvidas.php#conhecendo>. Acesso em: 3 de abr. 2020.

SEMESP. **10ª Edição do Mapa de Ensino Superior do Semesp**. Disponível em:

<<https://www.semesp.org.br/mapa-do-ensino-superior/educacao-10/dados-brasil/evolucao-de-polos-ead/>>. Acesso em: 18 abr. 2020.

UNA. **Una website**. Disponível em: <<https://www.una.br/melhor-centro-universitario-privado-de-minas/>>. Acesso em: 2 nov. 2019.

UNIVERSIDADE SÃO JUDAS TADEU (USJT). **Universidade São Judas Tadeu website**. Disponível em: <<https://www.usjt.br/a-sao-judas/>>. Acesso em: 2 nov. 2019.

VALOR ECONÔMICO. **Valor Econômico website**. Matéria sobre o distrato do contrato da **Ânima** com a **Whitney**. Disponível em: <<https://valor.globo.com/empresas/noticia/2014/12/19/anima-educacao-compra-whitney-do-brasil-por-r-1143-bilhao.ghtml>>. Acesso em: 26 out. 2019.