

## Estácio (ESTC3 – Compra)

### Recuperação econômica e ajustes operacionais deixam a empresa pronta para crescer

Iniciamos a cobertura da Estácio Participações com recomendação de Compra para a ação (ESTC3). Com base em nosso modelo de fluxo de caixa descontado, calculamos o preço justo de R\$ 36,00 por ação, o que implica numa valorização potencial de 34,8% em relação à última cotação de fechamento. Acreditamos que, a despeito dos desafios que ainda norteiam o setor de educação, o ambiente macroeconômico favorável e os ajustes já realizados na companhia deverão contribuir para o crescimento dos resultados dos próximos períodos.

#### Destacamos alguns fatores que deverão impulsionar os resultados dos próximos períodos:

- A expectativa de retomada do crescimento na base de alunos com participação crescente do ensino EAD, somada a uma estrutura de custos já ajustada durante o período mais agudo da crise e ticket médio também em elevação, deverá sustentar boa rentabilidade nos próximos trimestres.
- A Estácio apresenta algumas vantagens competitivas em relação a seus pares, tendo como destaque a forte presença geográfica no país somada aos já autorizados novos polos com abertura de mais 5 mil vagas no EAD e a diversificação de cursos na área de saúde com destaque para o Programa Mais Médicos. Estas características abrem um novo horizonte para a companhia que conta com estrutura e tecnologia adequadas para esta expansão.
- O setor educacional tem como característica a dependência de regulamentação do governo e que mostra também dificuldades na execução de seus programas de incentivos a alunos. Estes dois fatores, somados à crise econômica e a limitações do MEC penalizaram as companhias de ensino nos últimos anos. Atenta a estas limitações a Estácio buscou adequar sua estrutura ao momento do mercado.
- A solidez financeira e boa geração de caixa permite à companhia a execução de seu plano de crescimento sem necessariamente ir para a alavancagem. No final de 2018, o fluxo de caixa operacional (antes do Capex) atingiu R\$ 1,06 bilhão, Essa situação deixa a Estácio numa posição confortável para levar adiante seu programa de expansão. Em 2018, foram investidos R\$ 160,7 milhões na aquisição de imobilizado e R\$ 87,8 milhões em intangíveis.
- O fluxo de caixa livre passou de R\$ 120,4 milhões em 2017 para R\$ 293,6 milhões em 2018 com posição final de caixa de R\$ 818,0 milhões.
- Embora já com uma relativa concentração de mercado nas grandes empresas, o setor de educação ainda tem espaço para outro processo de consolidação e a administração da companhia já autorizou a prospecção de assessores financeiros para auxiliar na identificação de potenciais ativos para aquisição.
- Taxas elevadas de retorno sobre o patrimônio e bons dividendos vêm sendo uma marca positiva da empresa nos últimos anos. Nos últimos 12 meses o retorno dos dividendos foi de 6,09%. A ação ESTC3 ainda em queda nos últimos 12 meses, tem espaço para valorização, se levados em conta os pontos fortes da companhia e o fato de seu mercado ainda permanecer defasado.

Mário Roberto Mariante, CNPI

[mmariante@planner.com.br](mailto:mmariante@planner.com.br)

+55 11 2172-2561

Disclosure e certificação do analista estão localizados na última página deste relatório.

Código	ESTC3	
Recomendação	COMPRA	
Cotação atual (R\$)	R\$/ação	26,70
Preço justo	R\$/ação	36,00
Potencial	%	34,8%
Var. 52 sem. (Min/Max)	R\$/ação	18,65 - 35,24

Dados da Ação		
Total de ações	milhões	300,1
Ações Ordinárias	%	100
Free Float	%	86,3%
Vol. Méd. diário (1 mês)	R\$ milhões	87,2
Valor de Mercado	R\$ milhões	8.013

Desempenho da Ação	Dia	Ano	52 Sem.
ESTC3	0,4%	12,4%	-18,2%
Ibovespa	0,7%	9,3%	12,5%

Cotação em 1/4/2019

#### Desempenho da ação em 12M



Fonte: Economática

02 de abril de 2019

## Recomendação de Investimento

Iniciamos a cobertura da Estácio Participações com recomendação de **Compra** para a ação (ESTC3) com base em nosso modelo de fluxo de caixa descontado (FDC). Calculamos um **preço justo de R\$ 36,00 por ação** o que implica uma **valorização potencial de 34,8%** em relação à última cotação de fechamento. Utilizamos uma taxa de desconto (WACC) de 11,7% e crescimento de 5%, na perpetuidade em termos nominais. O beta considerado foi de 0,94.

A despeito das dificuldades que marcaram o setor educacional nos últimos anos, acreditamos que as medidas de ajustes adotadas pelas companhias e a expectativa de retomada da economia, ainda que gradual, deverão refletir positivamente nos números da Estácio nos próximos trimestres. Neste contexto, destacamos alguns importantes vetores de crescimento:

A Estácio está presente em todos os estados do País, ofertando uma ampla gama de cursos e modalidades de ensino superior, além da permissão para abertura de 350 novos polos por ano. No final de 2018, a base de total de alunos somava 517,8 mil estudantes, dos quais 314,7 mil (60,8%) no ensino presencial 203,1 mil (39,2%) no EAD.

- A receita bruta que registrou uma taxa média de crescimento de 10,2% ao ano no período de 2015 a 2018, reflete um aumento no ticket médio dos cursos ofertados com destaque para cursos no segmento presencial na área de saúde, (medicina, odontologia e Biomedicina), cujo ticket médio é superior a outras modalidades. Exemplo: No programa Mais Médicos I o ticket médio em 2018 foi de R\$ 8.650,00 por estudante.
- No ensino à distância, destaque para o aumento do número de abertura de novos polos e a introdução de mais de 5 mil novas vagas, com ênfase para os novos cursos flex (divididos entre presencial e EAD).
- Melhora na avaliação acadêmica da companhia, se posicionando entre as mais bem reconhecidas tanto no Conceito Preliminar de Cursos (CPC), quanto na avaliação de Índice Geral de Cursos (IGC). Somam-se a isso, os ganhos de eficiência, através da melhoria na definição de preços, revisão de variáveis de mercado, otimização do modelo de descontos e bolsa e ainda a busca da fidelização de alunos com iniciativas para reduzir o índice de evasão.
- Do lado dos custos e despesas a companhia mantém o foco na redução de preços de compra e diminuição da base de fornecedores e, também na recuperação de créditos em atraso e gestão de cobrança.
- Acreditamos que Estácio poderá se beneficiar nos próximos anos com as medidas internas adotadas, somadas a uma expectativa de melhora na demanda por vagas, redução do desemprego e recuperação na renda das famílias. É importante ressaltar também a dependência do setor em relação à política de incentivos do governo federal através dos diversos programas existentes.

**Expansão orgânica:** A empresa conta com 10 protocolos de novos campi já aprovados pelo MEC nas seguintes localidades: Manaus, Goiânia, São Mateus, Cachoeiro de Itapemirim, Barbacena, Imperatriz, São José do Rio Preto, Bauru e Rio Preto. O lançamento destas novas unidades está previsto para ocorrer de forma gradativa ao longo dos próximos 18 meses.

**Oportunidades de M&A:** A companhia encerrou 2018 com uma posição de caixa de R\$ 818,0 milhões e uma estrutura operacional eficiente, apta para buscar oportunidades de consolidação no setor de educação no Brasil. Seu Conselho de Administração autorizou a iniciar a prospecção de assessores financeiros para auxiliar na identificação de potenciais ativos para aquisição.

A Estácio encerrou 2018 com dívida líquida de R\$ 57,8 milhões ante R\$ 144,6 milhões em 2017, queda de 60,1%. Esta dívida correspondia a apenas 0,1x o EBITDA de 2018. O fluxo de caixa livre aumentou de R\$ 120,4 milhões em 2017 para R\$ 293,6 milhões em 2018, crescimento de 143,9%.

Base total de **517,8 mil** alunos e potencial para **350** novos polos.

CAGR de **10,2%** na receita bruta de 2015 a 2018

Fluxo de caixa livre de **R\$ 293,6 milhões** em 2018 e buscando oportunidades de consolidação.

02 de abril de 2019

## Visão Geral da Empresa

Com mais de 47 anos, a Estácio se originou a partir da criação da Faculdade de Direito Estácio de Sá, na década de 70, no Rio de Janeiro, como uma sociedade sem fins lucrativos e tendo como idealizador do projeto, o Sr. João Uchôa Cavalcanti Netto. Daí em diante a companhia expandiu novos campi nacionalmente, recebendo autorização para a criação de diversos outros cursos, incluindo o de medicina. Houve a criação de novas instituições nos seguintes Estados: São Paulo, Minas Gerais, Espírito Santo, Santa Catarina, Mato Grosso do Sul, Bahia, Pernambuco, Pará e Ceará, com este último, na cidade de Juazeiro do Norte, implementada a primeira faculdade de Medicina privada da região Nordeste do País.

Ao longo desses anos a companhia manteve seu foco na consolidação, com destaque para as aquisições: Faculdade LITERATUS (Manaus); Faculdade IESAM (Pará); Faculdade CEUT (Piauí). Atualmente a Estácio Participações é uma das maiores organizações privadas no setor de ensino superior no Brasil em números de alunos matriculados, somando 517,8 mil estudantes no final de 2018. Sua rede é formada por:

- 1 universidade;
- 10 centros universitários;
- 49 faculdades credenciadas;
- 451 polos de ensino à distância credenciados pelo MEC, com uma capilaridade nacional representada por 94 Campi, nos principais centros urbanos de 23 estados brasileiros e no Distrito Federal.

Os campi estão estrategicamente localizados nas proximidades das residências e/ou dos locais de trabalho do público alvo de trabalhadores de classes média e média-baixa. Atualmente são oferecidos 123 cursos de graduação, nas áreas de Ciências Exatas, Ciências Biológicas e Ciências Humanas, em graduação tradicional e tecnológica. Além desses, são oferecidos cursos de pós-graduação lato sensu, cursos de mestrado e de doutorado, além de diversos cursos de extensão.

Oferta de **123 cursos** de graduação com presença em **23 estados** e no DF.

A Estácio tem suas ações negociadas no Novo Mercado da B3 sob o código ESTC3 e também possui um programa de **ADR nível I sob o código ECPCY**. A ação iniciou as negociações na B3 no dia 27/07/2007 cotada a R\$ 7,50 (cotação ajustada para proventos: R\$ 5,4937 até 01/04/2019), Desde o início, a ESTC3 registrou valorização de 386,0% até a última cotação de R\$ 26,70.

Figura 1: Capilaridade da Marca Estácio

### Campi Presencial



### Pólos de Ensino à Distância



Fonte: Estácio

02 de abril de 2019

## Desempenho Operacional, Econômico e Financeiro

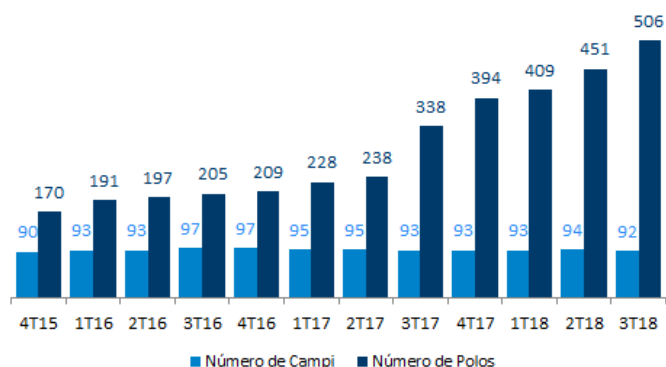
**Graduação Presencial:** No final de 2018 a base de graduação presencial somava 285,4 mil alunos, 9,1% a menos que no final de 2017, reflexo principalmente da redução de 30% na base de alunos do FIES e de um ciclo de captação mais difícil no ano passado. Houve um atraso nas captações, por dificuldades de qualificação de candidatos às vagas e por problemas no sistema do MEC.

**Graduação EAD:** A base de alunos no EAD cresceu 22,3% no comparativo trimestral somando 156,1 mil alunos, fortemente influenciada pela expansão de novos polos de EAD.

**Ticket Médio:** O Ticket médio no ensino presencial total (Receita Líquida/Base de Alunos) aumentou 10,8% entre o 4T18 e o 4T17.

Em 2017 o MEC divulgou um novo marco regulatório para o credenciamento de instituições e a oferta de cursos de educação superior à distância, permitindo que instituições de ensino superior se credenciem para ofertar cursos de EAD sem necessariamente ter credenciamento para a modalidade presencial. Além disso, o MEC possibilitou que instituições já credenciadas para EAD criem polos por ato próprio, porém, respeitando os limites quantitativos fixados de acordo com o conceito institucional. As instituições 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.

### Gráfico 1: Evolução do número de Campi e Polos



Fonte: Estácio

**Indicadores de Qualidade:** A Estácio tem como um de seus principais pilares a qualidade de seu ensino, contribuindo com a satisfação do aluno, divulgação da marca e estratégia de expansão. Haja vista, que a autonomia para abertura de novos cursos e polos de EAD seguem atrelados as notas 3, 4 ou 5 de conceito institucional definidas pelo MEC.

Os dados mais recentes de conceito institucional colocam a Estácio em posição de destaque conforme a tabela a seguir:

Tabela 1: ENADE 2017 versus Mercado (Cursos com nota satisfatória 3, 4 e 5)

Pontuação	1	2	3	4	5
Player 1	2%	79%	16%	3%	0%
<b>Estácio</b>	<b>3%</b>	<b>38%</b>	<b>42%</b>	<b>16%</b>	<b>0%</b>
Player 3	1%	62%	33%	5%	0%
Player 4	0%	20%	59%	20%	1%

Fonte: Estácio



# Estácio Participações

02 de abril de 2019

**Inauguração de Novos Campi Mais Médicos:** No âmbito do Programa Mais Médicos I, a Estácio obteve o credenciamento de três novas unidades (*greenfields*) junto com a autorização de seus respectivos cursos de Medicina, em Juazeiro (BA), Alagoinhas (BA) e Jaraguá do Sul (SC).

Cada campi possui em média 55 vagas anuais autorizadas. Ao todo, a Estácio oferta cursos de Medicina em 8 campi ao longo de todo o Brasil, sendo a principal Instituição de Ensino com vagas autorizadas de Medicina do Brasil. Importante destacar a intenção que a companhia tem em apresentar propostas para concorrer no processo para autorização de novos cursos de medicina em novos estados. O que reforça ainda mais seu portfólio de cursos na área de Saúde.

Dando continuidade, no âmbito do Programa Mais Médicos II, a Estácio se comprometeu com a implantação de mais 3 novos cursos de medicina, cuja previsão de inauguração é para o primeiro semestre de 2020, nas cidades de: Castanhal (PA), Canindé (CE) e Quixadá (CE). Ao todo, serão oferecidas aproximadamente 50 vagas por semestre. Com isso, essas unidades se juntam aos 8 cursos de medicina existentes.

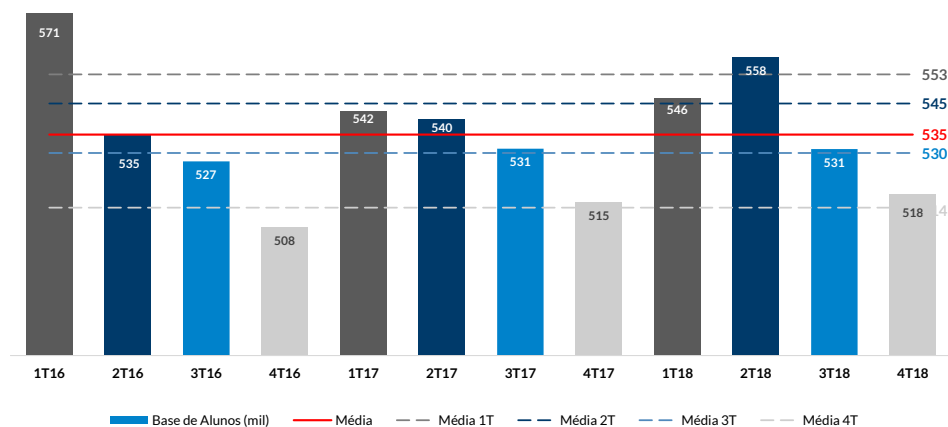
**Ticket Médio:** A companhia tem evitado a estratégia de redução de preço e descontos excessivos, com foco na manutenção de ações de fidelidade e programas de retenção, além da criação de novas ofertas (+198 nas áreas de saúde, exatas e engenharias).

Tabela 2: Abertura do Ticket Médio

Ticket Médio Mensal (R\$)	4T17	4T18	Varição
<b>Presencial Total</b>	<b>732,9</b>	<b>811,8</b>	<b>10,8%</b>
Graduação	760,6	833,6	9,6%
Pós-Graduação	289,1	422,2	46,0%
Graduação PAR	1.136,9	1.388,3	19,3%
<b>EAD Total</b>	<b>229,8</b>	<b>241,5</b>	<b>5,1%</b>
Graduação	234,8	242,4	3,2%
Graduação 100%	206,7	223,9	8,3%
Pós-Graduação	189,6	233,2	23,0%
Graduação Flex	443,6	364,2	-17,9%

Fonte: Estácio

Gráfico 2: Evolução trimestral da base de alunos (em milhares)



Fonte: Planner



# Estácio Participações

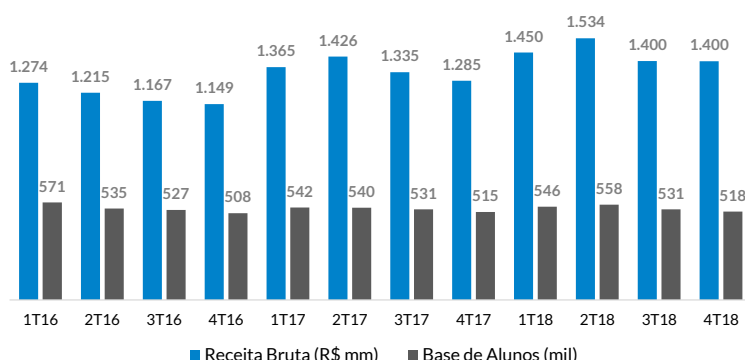
02 de abril de 2019

A despeito do forte crescimento da base EAD, o ensino presencial deverá continuar com certa relevância, dado a existência de mais de 40 cursos que não possuem alternativa de ensino à distância e somam 50% da base de graduação total. Como por exemplo: agronegócio, arquitetura, design (interiores, moda e gráfico), direito, enfermagem, engenharia (computação, petróleo, telecom, mecânica e química), fisioterapia, jornalismo, medicina, medicina veterinária, odontologia, publicidade e propaganda, relações internacionais, teatro e turismo, entre outros.

Os números da Estácio nos últimos três anos evidenciam os problemas observados no setor de educação, marcado por grande evasão de alunos e limitações do Programa FIES, provocando sazonalidade na base de alunos com maior redução gradual a partir de cada 1º trimestre, conforme observado no gráfico a seguir.

A base total de alunos da Estácio na amostragem trimestral de 2016 a 2018 ficou em 535,3 mil com uma relativa aderência do faturamento bruto à curva de alunos. No caso da Estácio, observa-se uma busca na compensação da variação da base de estudantes com uma oferta de novos cursos e foco em segmentos de maior ticket e menor custos, no caso, o segmento de Ensino à Distância (EAD).

Gráfico 3: Evolução da Receita Bruta e Base de Alunos

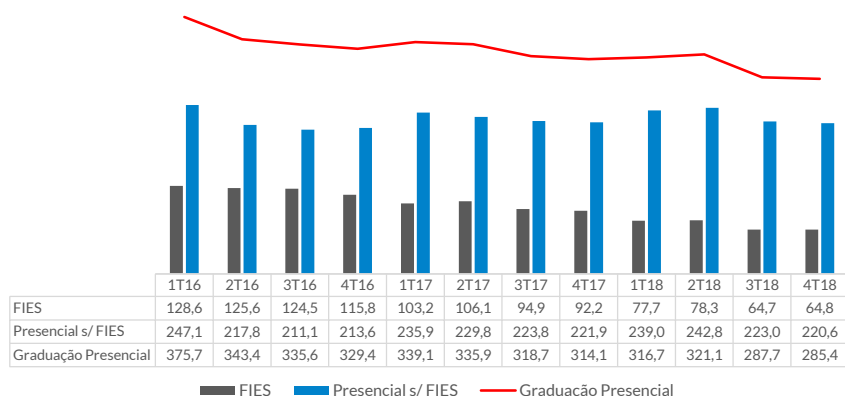


O faturamento médio trimestral foi de **R\$ 1,33 bilhão** no período. A base média total ficou em **535,3 mil** alunos.

Fonte: Estácio

Outro aspecto relevante no setor de educação é a dependência que o segmento de estudo presencial passou a ter com o FIES. No gráfico, demonstramos a importância da base de estudantes com recursos do FIES na Estácio.

Gráfico 4: Base Presencial - Evolução do 1T16 ao 4T18



Queda de **24,0%** na base presencial total de 1T16 ao 4T18. No Programa FIES a redução foi de **49,6%**.

Fonte: Estácio

02 de abril de 2019

## Comentários de Resultados do 4T18 e 2019

A Estácio encerrou o 4T18 com crescimento de 3,4% na receita líquida e de 7,1% no comparativo anual (ver tabela). Diante das limitações impostas ao setor de educação pelas razões já comentadas, a companhia adotou uma política de redução de custos e despesas operacionais com maior peso sobre o quadro de pessoal, o que, somado a outras reduções de gastos permitiu uma melhora significativa na margem bruta nos dois períodos comparativos.

Por outro lado, as despesas operacionais aumentaram 14,8% no acumulado de 12 meses, passando de R\$ 1,06 bilhão em 2017 para R\$ 1,21 bilhão em 2018. A evolução mais expressiva se deu na conta provisão para devedores duvidosos, com expansão de 34,1% no Ensino Presencial, 99,8% no EAD e 42,0% no consolidado, somando R\$ 333,7 milhões em 2018 contra R\$ 235,1 milhões em 2017.

Considerando estes principais ajustes na estrutura de custos e despesas da companhia, observa-se uma melhora significativa nos seus números, com destaque para a geração de caixa líquido.

Tabela 3: Resumo dos Resultados

Valores em R\$ milhões	4T17	4T18	Var. %	2017	2018	Var. %
<b>Receita Líquida</b>	<b>838,5</b>	<b>867</b>	<b>3,4</b>	<b>3.379,0</b>	<b>3.619,4</b>	<b>7,1</b>
<b>Custos dos Serviços Prestados</b>	<b>(490,6)</b>	<b>(456,2)</b>	<b>(7,0)</b>	<b>(1.777,1)</b>	<b>(1.632,8)</b>	<b>(8,1)</b>
Despesas com Pessoal	(379,6)	(331,8)	(12,6)	(1.312,7)	(1.160,3)	(11,6)
Aluguéis, Condomínio e IPTU	(61,1)	(62,6)	2,5	(250,6)	(243,6)	(2,8)
Serviços de Terceiros	(15,5)	(12,7)	(17,6)	(61,7)	(56,4)	(8,6)
Energia elétrica, Água, Gás e Telefone	(11,6)	(11,6)	(0,1)	(41,9)	(41,3)	(1,3)
Outras Despesas	(2,4)	(11,1)	353,9	(13,5)	(34,0)	152,5
Depreciação e Amortização	(20,4)	(26,4)	29,6	(96,8)	(97,1)	0,4
<b>Lucro Bruto</b>	<b>347,9</b>	<b>410,8</b>	<b>18,1</b>	<b>1.601,9</b>	<b>1.986,6</b>	<b>24,0</b>
Margem Bruta	41,50%	47,40%		47,40%	54,90%	
<b>Lucro Operacional</b>	<b>0</b>	<b>37,1</b>	<b>-</b>	<b>543,5</b>	<b>771</b>	<b>42,0</b>
Margem Operacional	0,0%	4,3%		16,1%	21,3%	
<b>EBITDA</b>	<b>45,4</b>	<b>88,6</b>	<b>95,2</b>	<b>737,8</b>	<b>967,4</b>	<b>31,1</b>
Margem EBITDA	5,4%	10,2%		21,8%	26,7%	
<b>Lucro Líquido</b>	<b>(12,8)</b>	<b>16,3</b>	<b>-</b>	<b>424,6</b>	<b>644,9</b>	<b>51,9</b>
Margem Líquida	-1,5%	1,9%		12,6%	17,8%	
<b>Fluxo de Caixa Líquido</b>	<b>(185,2)</b>	<b>47,4</b>	<b>-</b>	<b>120,4</b>	<b>293,6</b>	<b>143,9</b>

Fonte: Estácio e Planner Corretora

Neste ano ainda não foi possível perceber os resultados da captação FIES na estrutura da companhia, mas este segmento ainda deverá vir com números fracos neste ano, se tomarmos como referência o noticiário, com dados ainda informais para o setor.

## Visão geral do setor de educação no Brasil

O setor de educação é naturalmente bastante pulverizado com milhares de instituições disputando alunos de todos os níveis de ensino. Nos últimos 10 anos, observou-se uma transformação no setor com a consolidação de empresas menores sendo incorporadas pelos grandes grupos, sobretudo pelas empresas hoje listadas na B3. O Brasil apresenta grandes limitações no que se refere à qualidade do ensino público e mesmo no setor privado.

No caso do setor privado, as limitações têm como um dos principais componentes, o custo das mensalidades nas escolas e faculdades com melhor qualidade de ensino. O setor educacional brasileiro, que teoricamente

02 de abril de 2019

deveria ser menos afetado a ciclos econômicos, dado a natureza essencial deste bem, vem sentindo diretamente o impacto das consequências do agravamento da crise econômica e política que se acentuou no País ao longo dos últimos anos. Uma das principais consequências desse movimento foi a retração da base de alunos em ambos os segmentos (Presencial e Ensino à Distância), com maior destaque no segmento de educação presencial.

O impacto da crise pode ser observado nos números do FIES nos três últimos anos, que mesmo sendo um programa subsidiado pelo governo federal, não completou o número de vagas disponibilizadas, além do aumento percentual de evasão escolar no mesmo período.

O setor de educação possui uma peculiaridade no comportamento da base de alunos com maior fluxo de estudantes no início dos anos e redução nos períodos seguintes, exatamente pelos fatores já mencionados, que são as limitações financeiras para pagamento das mensalidades e, também as dificuldades de acesso a fontes alternativas para a continuidade dos estudos. A consequência é um aumento da evasão.

No entanto, a despeito da ainda tímida recuperação da economia brasileira, já é possível observar sinais de reversão na curva de baixa do setor. Destacamos a seguir alguns pontos essenciais que poderão permitir a esperada recuperação da educação no Brasil: a) Inflação em níveis confortáveis prescrevendo uma política monetária estimulativa; b) baixos níveis de taxa de juros (os menores juros reais da história); c) expectativa de redução na taxa de desemprego.

Para o setor como um todo, enxergamos quatro alavancas de crescimento:

- Crescimento do Ensino a Distância (EAD) que mesmo com ticket médio inferior ao presencial, resulta em boa rentabilidade para as empresas, pelo menor custo envolvido.
- Menor participação dos Programas de acesso alternativo ao ensino superior (Fies e PROUNI) na base de alunos, considerando que tais programas não têm alcançados seus objetivos e têm trazido problemas para as instituições de ensino.
- Aumento do segmento de trabalhadores que cursam o ensino superior;



02 de abril de 2019

## Estrutura Societária e Composição de Acionistas

Figura 2: Estrutura Societária



Fonte: Estácio

Figura 3: Composição Acionária



Dezembro/18

Fonte: Estácio

## Governança Corporativa – Sustentabilidade e Responsabilidade Social

A companhia destaca diversos programas de sua iniciativa, com foco em questões sociais e corporativas, tais como:

- **Programa Educar** para Transformar com dedicação a atividades como: Esporte, Escola, Cidadania, Cultura e o novo pilar de Inovação & Empreendedorismo. Estes são as bases de contribuição da empresa para o desenvolvimento social. Engajamento e Desenvolvimento Local com foco na

02 de abril de 2019

identificação de oportunidades e extensão de cursos que oferecem, com dedicação a atividades práticas em várias áreas de ensino.

- Projeto de Alfabetização e Letramento de Adultos
- Sistema de Gestão e Remuneração Variável

## Descrição, Normas e Características do setor de Educação no Brasil

**Ensino a Distância:** O EAD é uma opção de aumento de penetração do ensino superior no Brasil, em virtude de sua mensalidade mais acessível, permitindo pessoas com baixo poder aquisitivo a frequentar esse segmento. A Educação a Distância foi a modalidade que mais cresceu no mercado de ensino superior, com uma taxa composta de crescimento anual de 35,15% no período de 2002 a 2013.

**Programas de acesso alternativo ao ensino superior:** O maior número de alternativas de financiamento, combinado com o crescimento do número de instituições e cursos de educação superior, destinados à população das classes média e baixa, podem ser vistos como oportunidades para o crescimento do número de matrículas do ensino superior no Brasil, mesmo com a restrição na distribuição de vagas.

Por meio desses financiamentos, a população das classes média e baixa, que historicamente era excluída do acesso ao ensino superior, foi a maior responsável pelo aumento no número de alunos matriculados. A maior parcela do número de alunos se deu por adultos trabalhadores, objetivando melhores salários e oportunidades de emprego.

**Programa Universidade para Todos – ProUni:** Criado em 2005, possibilita a isenção de alguns tributos federais para as receitas geradas por cursos oferecidos por instituições de ensino superior, as quais concedem bolsas de estudo a alunos de baixa renda.

**Programa de Financiamento Estudantil – FIES:** Criado em 1999, oferece financiamento de até 100% das mensalidades junto às instituições de ensino superior privadas que receberam uma boa classificação junto ao MEC.

Atualmente o setor de educação no Brasil segue enfrentando praticamente os mesmos panoramas regulatórios ditados a partir do final de 2014, porém, com um desafio adicional, sobretudo a questão da estagnação da economia doméstica e os imbróglis políticos acumulados em anos anteriores. Porém, sinais de melhora na economia e maior transparência com relação aos programas tornam o setor novamente atrativo.

O setor educacional que já havia registrado crescimento em praticamente três anos consecutivos, foi impactado principalmente a partir da instituição de duas Portarias Normativas (PN): A PN 21 e a PN 23 estabelecidas no final de 2014.

A **PN 21** limitou a solicitação de benefícios por estudante, de forma que, o beneficiário não poderia optar pelo Fies e pelo Programa Universidade para Todos (PROUNI) simultaneamente. Adicionalmente houve a exigência do MEC de pontuação mínima de 450 pontos na prova do Exame Nacional do Ensino Médio (ENEM), somada a condição de não zerar em sua redação.

Já a **PN 23** estabeleceu a mudança no prazo de repasse do pagamento do Fies às instituições de ensino, passando de 30 para 40 dias. Porém, em 2016 houve o retorno à metodologia de repasse anterior, minimizando o efeito negativo sobre as empresas.

Em continuidade, o Governo Federal emitiu outras PN's e comunicados, que estabeleceram limites aos novos adquirentes do Fies, além de critérios que priorizaram a alocação de novos contratos às instituições de ensino com cursos que possuísem notas 4 e 5 nos conceitos estabelecidos pelo MEC. Além disso, foram priorizadas as regiões Norte, Nordeste e Centro Oeste e os cursos nas áreas de licenciatura, saúde e educação.

02 de abril de 2019

As novas regras também estabeleceram critérios, no qual alunos com renda familiar de até 2,5 salários mínimos permaneceriam com financiamento integral e aqueles acima dessas faixas passaram a ter financiamento parcial. Houve também a elevação da taxa de juros dos novos contratos, que passaram de 3,4% (0,28% a.m.) para 6,5% ao ano (0,53% a.m.).

Como resultado, o número de novos contratos do FIES caiu de 750 mil em 2014 para 315 mil em 2015 e 2016. Já no primeiro semestre desse ano, o número de novos contratos fixados foi 40% inferior ao registrado no mesmo período de 2016.

Além disso, houve redução do limite máximo para o valor dos financiamentos, saindo dos R\$ 7 mil por mês anteriormente para os atuais R\$ 5 mil por mês, excluindo cursos que possuem mensalidades superiores. Atualmente o Fies está passando por novas mudanças, visando sempre a sustentabilidade do programa, porém, um fator que tem agravado o número de novas matrículas é o alto nível de desemprego.

**DIS (Diluição Solidária):** É disponibilizado para todos os alunos da graduação presencial ou a distância, em qualquer modalidade. A princípio o aluno paga R\$ 49,00 nos dois primeiros meses e a diferença para o valor integral dessas mensalidades é diluída em pequenas parcelas ao longo de todos os semestres até o final do curso. Segundo a própria companhia, esta estratégia está atrelada a manutenção do seu ticket médio e também para fazer frente aos descontos e bolsas que estão sendo ofertados por concorrentes.

Porém, algumas dúvidas surgiram com a introdução deste programa, na primeira delas, o fato de a companhia reconhecer o valor integral das mensalidades em seu balanço e a outra tem relação com a provisão de 15% (*média histórica de alunos que não renovam a matrícula após o primeiro período de estudo*) de “não pagamento”. No entanto, o *management* da Estácio refutou essas questões e alega que ambas estão de acordo com a estratégia da companhia.

**Fies:** O Programa de Financiamento Estudantil (Fies) é um programa do MEC para financiar alunos que não podem arcar com o custo total de sua educação. Até o momento a Caixa Econômica Federal e o Banco do Brasil são os agentes financeiros do Programa, cabendo ao Fundo Nacional de Desenvolvimento da Educação (FNDE) a função de agente operador do Programa. Em função das restrições de vagas oferecidas pelo governo, a Estácio em diminuindo sua exposição neste segmento.

## O novo Fies

As novas regras do Fies não agradaram muito as instituições privadas de ensino superior. Em grande parte, pela transferência do risco às faculdades e bancos, tendo como objetivo aumentar a sustentabilidade do programa, que atualmente convive com alta taxa de inadimplência e o efeito dessas mudanças só não será maior porque as empresas diminuíram consideravelmente sua dependência do FIES nos últimos anos

**Mas o que de fato mudou?** Agora haverá uma fragmentação do antigo modelo único, passando para: [Fies 1](#), [Fies 2](#) e [Fies 3](#).

**Fies 1** - Funcionará como um fundo garantidor com recursos da União e ofertará 100 mil vagas por ano, com juros zero para os estudantes que tiverem uma renda per capita mensal familiar de três salários mínimos. Nesta modalidade, o aluno começará a pagar as prestações respeitando a sua capacidade de renda com parcelas de, no máximo, 10% de sua renda mensal. Uma das principais mudanças do Novo Fies, nessa modalidade, é o compartilhamento com as universidades privadas do risco do financiamento, que no modelo anterior ficava concentrado no governo. Uma outra medida que garante a sustentabilidade do programa é a fixação do risco no fundo garantidor, evitando a formação de passivo para o setor público.

**Fies 2** - Aqui o Fies terá como fonte de recursos fundos constitucionais regionais, para alunos com renda familiar per capita de até cinco salários mínimos, com juros baixos e risco de crédito dos bancos. Serão ofertadas 150 mil vagas em 2018 para as regiões Norte, Nordeste e Centro-Oeste.

**Fies 3** - Na terceira modalidade, o Fies terá como fontes de recursos o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e os fundos regionais de desenvolvimento das regiões Norte, Nordeste e Centro-

# Estácio Participações

02 de abril de 2019

Oeste, com juros baixos para estudantes com renda familiar per capita mensal de até cinco salários mínimos. O risco de crédito também será dos bancos. Serão ofertadas 60 mil vagas neste ano. Nessa modalidade, o MEC discute com o Ministério do Trabalho uma nova linha de financiamento que pode garantir mais 20 mil vagas adicionais em 2018.

**PAR:** O Parcelamento Estácio, que atualmente representa 3% da graduação presencial, possibilita ao aluno pagar metade do valor total do curso enquanto estiver estudando e a outra metade após a formatura. O parcelamento se dá de maneira progressiva, iniciando com o pagamento de 30% do valor das mensalidades nos dois primeiros semestres; 40% no terceiro semestre, 50% no quarto e 60% a partir do quinto período.

**Graduação EAD:** Respondendo por 40% da base total de alunos, este segmento é composto por: i) 100% EAD; ii) EAD Flex e iii) Pós graduação. No 3T18 contava com 212,2 mil alunos (+18,6% a/a). Este segmento vem ganhando relevância em função da maior capilaridade, avanço de polos ativos, novos cursos e consequentemente maior oferta, principalmente nas áreas de saúde, gestão e negócios.

A expansão de polos EAD é uma das prioridades estratégicas da Estácio e tem sido o principal vetor de crescimento, com autorização para abrir até 350 novos polos por ano, dada sua performance acadêmica.

02 de abril de 2019

## Comparativo histórico entre as empresas do setor de educação

A seguir destacamos, por comparação de múltiplos e alguns outros indicadores, o posicionamento de ESTC3 em relação aos seus pares:

Tabela 4: Comparativos entre as empresas do setor

Preço / Lucro (P/L)							EV / EBITDA						
	ANIM3	ESTC3	KROT3	SEER3	Média	Mediana		ANIM3	ESTC3	KROT3	SEER3	Média	Mediana
2013	34,6x	24,1x	20,4x	22,6x	25,4x	23,4x	2013	26,9x	17,5x	16,0x	17,5x	19,5x	17,5x
2014	17,8x	17,0x	20,8x	17,3x	18,2x	17,6x	2014	20,5x	13,8x	19,9x	14,5x	17,2x	17,2x
2015	17,8x	8,9x	11,1x	6,0x	11,0x	10,0x	2015	13,4x	6,8x	8,4x	3,9x	8,1x	7,6x
2016	53,0x	13,2x	11,6x	10,1x	22,0x	12,4x	2016	13,1x	8,4x	9,4x	6,4x	9,3x	8,9x
2017	26,6x	23,9x	15,9x	20,1x	21,6x	22,0x	2017	17,6x	13,8x	13,6x	11,6x	14,2x	13,7x
2018	17,6x	12,1x	9,5x	10,7x	12,5x	11,4x	2018	9,0x	7,9x	8,0x	5,4x	7,6x	8,0x

Preço / VPA							Lucro por Ação						
	ANIM3	ESTC3	KROT3	SEER3	Média	Mediana		ANIM3	ESTC3	KROT3	SEER3	Média	Mediana
2013	3,6x	3,9x	4,0x	6,5x	4,5x	4,0x	2013	0,61	0,85	0,48	1,04	0,75	0,73
2014	4,9x	3,1x	2,2x	5,9x	4,0x	4,0x	2014	1,99	1,40	0,74	1,71	1,46	1,55
2015	1,8x	1,6x	1,2x	1,3x	1,5x	1,5x	2015	0,77	1,57	0,86	1,29	1,12	1,07
2016	1,7x	2,0x	1,6x	2,5x	2,0x	1,9x	2016	0,26	1,20	1,15	1,85	1,11	1,17
2017	3,2x	3,7x	2,0x	2,9x	3,0x	3,1x	2017	1,07	1,37	1,16	1,56	1,29	1,27
2018	1,4x	2,2x	1,1x	1,3x	1,5x	1,4x	2018	0,73	1,85	1,09	1,37	1,26	1,23

Dívida Líquida / EBITDA							Preço / Vendas (x)						
	ANIM3	ESTC3	KROT3	SEER3	Média	Mediana		ANIM3	ESTC3	KROT3	SEER3	Média	Mediana
2013	-6,5x	-1,5x	0,2x	-1,2x	-2,3x	-1,4x	2013	2,9x	3,4x	5,2x	5,7x	4,3x	4,3x
2014	0,0x	-0,2x	0,4x	-0,1x	0,0x	-0,1x	2014	4,2x	3,0x	5,5x	5,3x	4,5x	4,8x
2015	1,7x	0,5x	0,2x	0,4x	0,7x	0,5x	2015	1,3x	1,5x	2,9x	0,9x	1,7x	1,4x
2016	2,0x	1,0x	-0,4x	-0,1x	0,6x	0,5x	2016	1,2x	1,5x	4,1x	2,1x	2,2x	1,8x
2017	1,2x	0,1x	-0,7x	-1,9x	-0,3x	-0,3x	2017	2,2x	3,0x	5,4x	3,2x	3,5x	3,1x
2018	0,9x	0,0x	-0,4x	-1,8x	-0,3x	-0,2x	2018	0,9x	1,9x	3,0x	1,6x	1,9x	1,8x

Fonte: Economática

## Estácio Participações

02 de abril de 2019

Tabela 5: Comparativo histórico entre as empresas do setor

	Margem Bruta				Margem Líquida			
	ANIM3	ESTC3	KROT3	SEER3	ANIM3	ESTC3	KROT3	SEER3
2012	41%	37%	46%	64%	7%	8%	14%	23%
2013	45%	40%	54%	61%	7%	14%	26%	26%
2014	47%	43%	57%	62%	23%	18%	27%	30%
2015	43%	44%	57%	53%	8%	17%	27%	16%
2016	36%	43%	59%	55%	2%	12%	36%	21%
2017	38%	47%	62%	55%	8%	13%	34%	16%
2018	38%	47%	61%	54%	5%	16%	32%	15%

	Margem EBIT				Margem EBITDA			
	ANIM3	ESTC3	KROT3	SEER3	ANIM3	ESTC3	KROT3	SEER3
2012	11%	11%	17%	27%	14%	15%	23%	32%
2013	9%	14%	28%	30%	11%	18%	33%	34%
2014	18%	18%	28%	33%	21%	22%	34%	36%
2015	8%	18%	28%	21%	11%	23%	36%	27%
2016	6%	14%	34%	26%	10%	20%	42%	32%
2017	8%	16%	31%	21%	13%	22%	38%	26%
2018	7%	19%	28%	17%	12%	25%	36%	23%

	Dívida Bruta				Dívida Líquida			
	ANIM3	ESTC3	KROT3	SEER3	ANIM3	ESTC3	KROT3	SEER3
2012	60	280	555	81	54	139	340	64
2013	150	275	549	108	-339	-464	130	-194
2014	129	589	942	108	-7	-126	491	-29
2015	354	1.050	758	383	170	356	360	100
2016	378	1.023	544	349	196	619	-800	-51
2017	276	567	304	315	160	43	-1.423	-597
2018	408	426	230	310	114	25	-898	-505

	Enterprise Value				Valor de Mercado			
	ANIM3	ESTC3	KROT3	SEER3	ANIM3	ESTC3	KROT3	SEER3
2013	1.412	5.524	10.667	2.749	1.757	5.989	10.537	2.943
2014	2.922	7.332	25.623	3.676	2.929	7.457	25.131	3.705
2015	1.310	4.650	15.748	1.061	1.140	4.294	15.388	961
2016	1.287	5.491	20.846	2.280	1.091	4.873	21.646	2.331
2017	2.417	10.198	28.760	3.736	2.257	10.156	30.183	4.333
2018	1.118	6.885	15.960	1.512	1.004	6.860	16.859	2.017

Fonte: Economatica

Tabela 6: Retornos das principais empresas brasileiras de educação listadas na B3

Data	ANIM3	ESTC3	KROT3	SEER3	IBOV
2014	67%	18%	64%	27%	-3%
2015	-60%	-40%	-38%	-74%	-13%
2016	1%	28%	44%	147%	39%
2017	109%	111%	42%	71%	27%
2018	-39%	-22%	-50%	-49%	15%
2019	8%	12%	17%	34%	9%

Fonte: Economatica

# Estácio Participações

02 de abril de 2019

No acumulado de 2018, o fato de as empresas estarem operacionalmente mais preparadas tem sido o diferencial a sustentar os retornos positivos acumulados. Soma-se a isso, o ambiente agora mais benigno, que tem possibilitado a entrega de maiores retornos aos seus acionistas.

Tabela 7: Margem EBITDA dos últimos 12 meses

Data	ANIM3	ESTC3	KROT3	SEER3
2014	21%	22%	34%	36%
2015	11%	23%	36%	27%
2016	10%	20%	42%	32%
2017	13%	22%	38%	26%
2018	9%	26%	34%	23%

Fonte: Economatica

02 de abril de 2019

## Modelo de fluxo de caixa descontado

Tabela 8: Premissas para o cálculo da taxa de desconto (WACC)

Avaliação da Empresa		Custo de capital de terceiros	
<b>Custo de capital próprio</b>		<b>Custo de capital de terceiros</b>	
Taxa livre de risco (T Bond 10 anos)	2,8%	Custo médio da dívida	10,0%
Risco Brasil (EMBI calculado por: JP Morgan)	2,6%	Taxa de impostos	34,0%
Risco de mercado (calculado por: Damodaran)	8,6%	% de capital de terceiros (meta)	25,3%
Diferença de Inflação (meta)	2,5%	% de capital próprio (meta)	74,7%
Beta		0,95	
		<b>WACC</b>	<b>11,7%</b>
		<b>Preço justo</b>	<b>36,00</b>
		Preço Atual	26,70
		Potencial de valorização	34,8%

Tabela 9: Premissas Macroeconômicas

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
IPCA (a/a)	3,7%	3,9%	4,0%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%
IGP-M (a/a)	7,5%	4,0%	4,0%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%
PIB (a/a)	1,3%	2,5%	3,0%	2,8%	2,8%	2,0%	2,0%
Câmbio - Final (R\$/US\$)	3,88	3,90	3,90	4,10	4,20	4,2	4,20
Meta Selic - Final (a/a)	6,5%	6,5%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%

Fonte: Planner Corretora

Tabela 10: Principais estimativas financeiras

(R\$ milhões)	2017	2018E	2019E	2020E	CAGR (%)
<b>Receita Líquida</b>	<b>3.379</b>	<b>3.619</b>	<b>3.959</b>	<b>4.354</b>	<b>6,5%</b>
Custo dos Serviços Prestados	-1.777	-1.633	-1.802	-1.849	0,9%
Lucro Bruto	1.602	1.987	2.157	2.505	11,8%
Margem Bruta	47%	55%	54%	58%	-
Despesas Comerciais, Gerais e Admin.	-1.042	-1.167	-1.247	-1.387	7,4%
<b>EBITDA</b>	<b>738</b>	<b>967</b>	<b>1.083</b>	<b>1.280</b>	<b>14,8%</b>
Margem EBITDA	22%	27%	27%	29%	-
<b>Lucro Líquido</b>	<b>425</b>	<b>645</b>	<b>1.142</b>	<b>1.454</b>	<b>36,0%</b>
Margem Líquida	13%	18%	29%	33%	-

Fonte: Planner Corretora



## Estácio Participações

02 de abril de 2019

Tabela 11: Fluxo de Caixa Descontado

(R\$ milhões)	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
EBIT	909,6	1.117,3	1.153,6	1.300,3	1.400,0	1.523,0	1.634,0
(-) Impostos	(309,3)	(379,9)	(392,2)	(442,1)	(476,0)	(517,8)	(555,6)
<b>(=) Lucro Operacional Líquido após o IR (NOPAT)</b>	<b>600,4</b>	<b>737,4</b>	<b>761,3</b>	<b>858,2</b>	<b>924,0</b>	<b>1.005,2</b>	<b>1.078,5</b>
Depreciação & Amortização	173,3	162,6	160,2	160,2	160,2	160,2	160,2
Investimentos	(166,0)	(186,8)	(210,2)	(236,6)	(266,3)	(299,7)	(337,4)
(-) Capital de Giro	(42,0)	(34,9)	(32,6)	(40,3)	(40,0)	(44,1)	(38,4)
<b>FCFF</b>	<b>565,7</b>	<b>678,4</b>	<b>678,8</b>	<b>741,6</b>	<b>777,9</b>	<b>821,5</b>	<b>863,0</b>
Fluxo de caixa descontado	5.217,3						
Perpetuidade	5.643,0						
<b>Valor da empresa</b>	<b>10.860,3</b>						
(-) Dívida Líquida	57,6						
<b>Valor presente líquido</b>	<b>10.802,7</b>						
Número de ações (milhões)	300,1						
<b>Preço justo (2019)</b>	<b>36,00</b>						
Preço Atual	26,70						
<b>Potencial de Valorização</b>	<b>34,8%</b>						

Fonte: Planner Corretora

## Estácio Participações

02 de abril de 2019

Tabela 12: Resumo Financeiro

Estácio Part					ESTC3				
<b>Recomendação</b>					<b>COMPRA</b>				
Total de ações - (milhões)					300,1				
<b>Preço Justo - (R\$)</b>					<b>36,00</b>				
Preço atual - (R\$)					26,7				
Valor de Mercado - (milhões de R\$)					8.013				
<b>Potencial de Valorização (%)</b>					<b>34,8%</b>				
<i>Em milhões R\$</i>									
Balço Patrimonial					Demonstração do Resultados				
	2017	2018	2019E	2020E		2017	2018	2019E	2020E
Ativo Circulante	1.663	1.551	1.922	2.108	Receita Líquida	3.379	3.619	3.959	4.354
Caixa e Equivalentes	525	818	1.104	1.216	Custo dos Serviços	-1.777	-1.633	-1.802	-1.849
Contas a Receber	991	572	651	718	Lucro bruto	1.602	1.987	2.157	2.505
Despesas antecipadas	7	6	6	6	EBITDA	738	967	1.083	1.280
Outros ativos	141	155	161	167	Depreciação e amortização	-194	-195	-173	-163
Ativo não circulantes	2.358	2.552	2.571	2.591	EBIT	544	772	910	1.117
Realizável a Longo Prazo	335	477	496	516	LAIR	432	653	1.024	1.248
Imobilizado	602	661	773	927	Impostos	-7	-8	118	206
Intangível	1.420	1.414	1.465	1.506	Resultado líquido	425	645	1.142	1.454
Ativos Totais	4.021	4.103	4.493	4.699					
Balço Patrimonial					Fluxo de Caixa Descontado				
	2017	2018	2019E	2020E		2019E			
Passivo Circulante	843	1.289	1.385	1.551	EBIT	910			
Empréstimos e Financiamentos	349	796	848	975	(-) Impostos	-309			
Fornecedores	71	442	483	531	(=) Lucro Operacional Líquido após o IR	600			
Salários e encargos sociais	159	558	610	671	Depreciação & Amortização	173			
Obrigações tributárias	81	39	41	42	Investimentos	-166			
Outros	126	215	223	232	(-) Capital de Giro	-42			
Passivo não Circulante	401	222	490	501	FCFF	566			
Empréstimos e Financiamentos	218	21	281	284	Fluxo de caixa descontado	5.217			
Provisões	22	27	28	29	Perpetuidade	5.643			
Outras Obrigações	161	174	181	188	Valor da empresa	10.860			
Patrimônio Total	2.777	2.591	2.618	2.646	(-) Dívida Líquida	58			
Total do Passivo e Patrimônio Líquido	4.021	4.103	4.493	4.699	Valor presente líquido	10.803			
Análise de Margem					2017	2018	2019E	2020E	
Margem Bruta (%)					47,4%	54,9%	54,5%	57,5%	
Margem EBIT (%)					21,8%	26,7%	27,4%	29,4%	
Margem EBITDA (%)					16,1%	21,3%	23,0%	25,7%	
Margem Líquida (%)					12,6%	17,8%	28,9%	33,4%	
Múltiplos e Retorno					Estrutura Acionária				
	2018	2019E	2020E		ON				
P/L	11,9x	9,5x	7,4x	Rose Fundo de Investimento em Participações Multiestratégia	10,8%				
P/VPA	2,3x	4,1x	4,1x	Ações em Tesouraria	2,9%				
Payout	25,0	25,0	25,0	Outros	86,3%				
Retorno Dividendo (%)	1,4925	2,6	3,4	<b>Total</b>	<b>100,0%</b>				
VE/EBITDA	7,3x	4,7x	14,0x	<b>Free float</b>	<b>86,3%</b>				
Dívida Líquida/EBITDA	-0,1x	0,0x	0,1x						

Fonte: Planner Corretora

02 de abril de 2019

## Parâmetros do Rating da Ação

Nossos parâmetros de rating levam em consideração o potencial de valorização da ação, do mercado, aqui refletido pelo Índice Bovespa, e um prêmio, adotado neste caso como a taxa de juro real no Brasil, e se necessário ponderação do analista. Dessa forma teremos:

**Compra:** Quando a expectativa do analista para a valorização da ação for superior ao potencial de valorização do Índice Bovespa, mais o prêmio.

**Neutro:** Quando a expectativa do analista para a valorização da ação for em linha com o potencial de valorização do Índice Bovespa, mais o prêmio.

**Venda:** Quando a expectativa do analista para a valorização da ação for inferior ao potencial de valorização do Índice Bovespa, mais o prêmio.

## EQUIPE

Mario Roberto Mariante, CNPI\*  
mmariante@plannercorretora.com.br

Luiz Francisco Caetano, CNPI  
lcaetano@plannercorretora.com.br

Victor Luiz de Figueiredo Martins, CNPI  
vmartins@plannercorretora.com.br

Ricardo Tadeu Martins, CNPI  
rmartins@planner.com.br

## DISCLAIMER

Este relatório foi preparado pela Planner Corretora e está sendo fornecido exclusivamente com o objetivo de informar. As informações, opiniões, estimativas e projeções referem-se à data presente e estão sujeitas às mudanças como resultado de alterações nas condições de mercado, sem aviso prévio. As informações utilizadas neste relatório foram obtidas das companhias analisadas e de fontes públicas, que acreditamos confiáveis e de boa fé. Contudo, não foram independentemente conferidas e nenhuma garantia expressa ou implícita, é dada sobre sua exatidão. Nenhuma parte deste relatório pode ser copiada ou redistribuída sem prévio consentimento da Planner Corretora de Valores.

O presente relatório se destina ao uso exclusivo do destinatário, não podendo ser, no todo ou em parte, copiado, reproduzido ou distribuído a qualquer pessoa sem a expressa autorização da Planner Corretora.

As opiniões, estimativas, projeções e premissas relevantes contidas neste relatório são baseadas em julgamento do(s) analista(s) de investimento envolvido(s) na sua elaboração ("analistas de investimento") e são, portanto, sujeitas a modificações sem aviso prévio em decorrência de alterações nas condições de mercado.

Declarações dos analistas de investimento envolvidos na elaboração deste relatório nos termos do art. 21 da Instrução CVM 598/18:

O(s) analista(s) de investimento declara(m) que as opiniões contidas neste relatório refletem exclusivamente suas opiniões pessoais sobre a companhia e seus valores mobiliários e foram elaboradas de forma independente e autônoma, inclusive em relação à Planner Corretora e demais empresas do Grupo.