

Nesta carta de gestão iremos comentar a performance dos fundos da Oceana no primeiro semestre de 2013 e, em seguida, apresentar dois casos de investimentos relevantes para nossos fundos, Saraiva e Estácio Participações.

Oceana Long Short FIM

O fundo Oceana Long Short obteve uma performance de 4,46%, ou 130,11% do CDI no primeiro semestre do ano. Desde o seu início em março de 2006, o fundo obteve uma performance de 155,18%, ou 139,53% do CDI.

No semestre, as principais contribuições positivas foram geradas por *pair trades* nos setores de consumo e elétrico, e por uma operação de distorção de valor comprada em educação e vendida em saúde. Também contribuiu positivamente uma operação de evento corporativo no setor elétrico. As principais contribuições negativas foram geradas por *pair trades* nos setores de telecom e construção civil. Também contribuiu negativamente uma arbitragem no setor de bancos.

Oceana Valor FIA

O fundo Oceana Valor FIA obteve uma performance de -9,90% no primeiro semestre do ano, enquanto o IBX apresentou uma performance de -11,02% e o Ibovespa apresentou uma performance de -22,14%. Desde o seu início em outubro de 2008, o fundo obteve uma performance de 69,94%, enquanto o IBX apresentou uma performance de 18,23% e o Ibovespa apresentou uma performance de -4,70%.

No semestre, as principais contribuições positivas foram geradas nos setores de *financials*, educação, construção civil e transportes. As principais contribuições negativas foram geradas nos setores de telecom e bens de capital.

Oceana Long Biased FIC FIA

No semestre, o fundo Oceana Long Biased FIC FIA obteve uma performance de -0,64%, enquanto o IPCA + 6% acumulou uma performance de 6,21% e o Ibovespa apresentou uma performance de -22,14%. Desde o seu início em dezembro de 2010, o fundo obteve uma performance de 32,34%, enquanto o IPCA + 6% acumulou uma performance de 35,06% e o Ibovespa apresentou uma performance de -29,45%.

No semestre, a estratégia *long*, com uma exposição líquida média de 68%, gerou um resultado negativo em 2,97%. A estratégia *short*, com uma exposição líquida média de -6%, gerou um resultado positivo em 2,53%. A estratégia de valor relativo gerou um resultado marginalmente negativo no período. Setorialmente, as principais contribuições positivas foram geradas nos setores de *financials* e educação. As principais contribuições negativas foram geradas nos setores de telecom e mineração/siderurgia.

SARAIVA (SLED4)

Saraiva é uma empresa que acompanhamos há diversos anos, mas da qual apenas recentemente nos tornamos acionistas. Iniciamos a montagem da posição em agosto de 2012 e incrementamos a posição substancialmente em março de 2013, atingindo 5% das ações preferenciais da companhia.

O Grupo Saraiva atua no segmento editorial, com a comercialização de livros e conteúdo por meio da Editora (“Editora”), e no segmento de varejo de livros e outros produtos ligados a cultura, lazer e informação (“Livraria”).

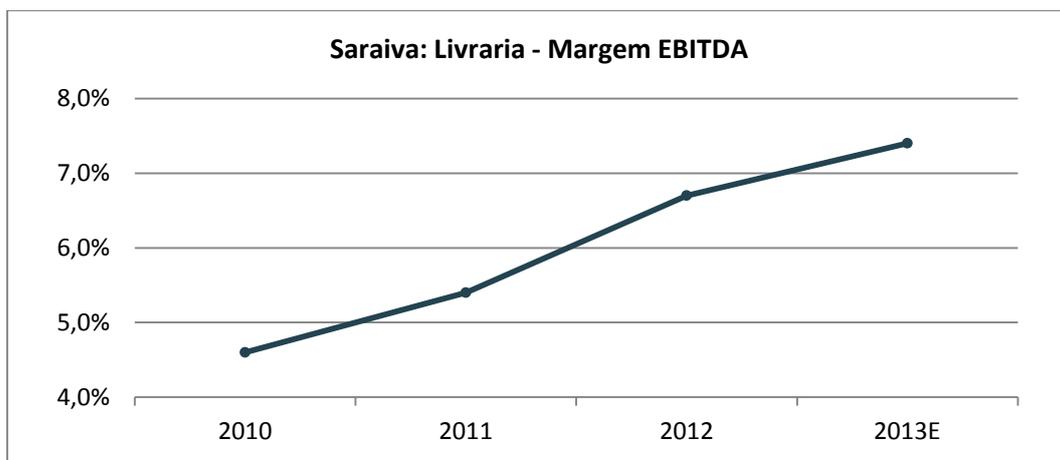
As duas unidades de negócio têm características muito particulares e, em diversos aspectos, opostas.

Por um lado, a Editora é um negócio com sólida barreira de entrada, relativa estabilidade, margens elevadas e uma forte geração de caixa. Por outro lado, a Livraria é um negócio altamente competitivo

(varejo), que apresenta margens limitadas, e que consome caixa para crescer (custo para abertura de lojas e capital de giro). Em 2012, a Editora foi responsável por cerca de 2/3 do lucro líquido consolidado da Saraiva.

Ao longo de vários anos, acompanhamos Saraiva sem efetuar qualquer investimento, em especial por discordarmos da política de alocação de capital da empresa. Até 2010, a empresa gerava caixa substancial em seus negócios editoriais, e utilizava este caixa para financiar a expansão agressiva do negócio da Livraria. Esta expansão acelerada, a nosso ver, destruiu valor dos acionistas ao longo do tempo. A partir de 2011, com uma intervenção dos controladores e um redirecionamento estratégico da companhia, mudando o foco da empresa de crescimento para rentabilidade e alinhando o plano de remuneração dos executivos em torno desta nova meta, finalmente vimos uma oportunidade de investimento.

Após a mudança de direcionamento, observamos uma melhora substancial nos resultados da Livraria (ver gráfico abaixo).



Esta melhora de rentabilidade da Livraria ocorreu tanto no varejo físico, que representa 2/3 do faturamento da Livraria, como no varejo on-line, que representa 1/3 do faturamento.

Entendemos que a melhoria de margens observada foi causada por uma série de fatores, valendo destacar: (i) mudança de foco da empresa para a rentabilidade (versus crescimento); (ii) um conselho de administração mais capaz e atuante; e (iii) um plano de remuneração mais alinhado com os interesses dos acionistas.

Após verificar esta melhora de resultados e discutir sobre a perspectiva futura com executivos, executivos, acionistas (controlador e minoritários), fornecedores, empresas de shoppings centers, conselheiros e ex-conselheiros, ficamos bastante confortáveis com a expansão futura das boas margens já alcançadas no varejo. Diversas oportunidades de ganho ainda apresentam-se para a Livraria, valendo destacar o incremento da venda de serviços adicionais (ex: garantia estendida); a redução de custos diversos na operação e no marketing; e ganhos de eficiência logística com os novos centros de distribuição.

Apesar de representar apenas 1/3 do lucro líquido da empresa, a Livraria representa hoje a principal fonte de riscos de longo prazo para a Saraiva, e exige atenção redobrada.

O risco mais evidente, em especial para os que acompanharam a evolução no mercado norte-americano, seria a entrada da Amazon no mercado brasileiro. A entrada deste concorrente poderia retirar parte relevante do tráfego da Livraria, provocando uma queda de rentabilidade do negócio. Este risco é real, deve ser endereçado pela empresa com toda a atenção, mas acreditamos que uma série de fatores intrínsecos ao mercado brasileiro e à Saraiva reduz o risco deste concorrente para a mesma, valendo citar:

- A Amazon vem apresentando enorme dificuldade de entrada no Brasil, com seguidos atrasos nos prazos originalmente pretendidos. Entendemos que esta dificuldade está principalmente ligada a: (i) dificuldade de acordos com editores, (ii) logística local complexa, (iii) característica de vendas à prazo

no mercado brasileiro, algo que não é prática da empresa em outros mercados, (iv) sistema tributário complexo, em especial no que tange ao ICMS estadual. Em face destas questões, a entrada da Amazon hoje está se dando via o ainda bem pouco expressivo livro digital (via Kindle).

- Nos Estados Unidos, a Amazon fez acordos de preço com as editoras sem limite de desconto. Isto possibilitou um “*dumping*” de preços no mercado norte-americano, sendo esta a principal alavanca para o rápido ganho de *share* da Amazon na região. Este processo foi maligno não apenas para as livrarias como para as editoras. Hoje, após observar a experiência na América do Norte, a grande maioria das editoras do Brasil (e de outros países) já não aceita fechar acordos sem limites de desconto, algo que tira grande parte da atratividade da migração dos consumidores para a plataforma da Amazon.
- Grande parte do insucesso das livrarias nos Estados Unidos se deveu ao tamanho das lojas (~2.000 m²). Este tamanho de loja se tornou um enorme problema, inicialmente com a queda de vendas de CDs e posteriormente com a queda nas vendas de livros. Apesar de tentar substituir parte do espaço com entretenimento/games, a loja era simplesmente grande demais. As lojas da Saraiva no Brasil têm um tamanho mais adequado – de aproximadamente 700 m² – o que facilita a migração de categorias dentro da loja. A Saraiva já vem crescendo consideravelmente a categoria de entretenimento/games dentro das lojas, e entendemos que esta tendência deve continuar.
- E, por fim, a importante presença da Saraiva no segmento de papelaria e produtos consumidos na volta às aulas (especialmente no 1º trimestre).

Sabemos que o modelo de livraria da Saraiva não está livre de riscos no longo prazo, assim como boa parte dos modelos de varejo. Basta observar o exemplo do Wal-Mart, saindo gradualmente de eletrônicos em função da perda de competitividade versus o comércio on-line, como um lembrete da necessidade de se ajustar constantemente o mix de produtos e o modelo de loja para as constantes mudanças de mercado. Apesar dos riscos de longo prazo, que não podem ser desprezados pelo *management* da Saraiva, acreditamos que a empresa está relativamente protegida no curto/médio prazo, e com perspectivas animadoras para os próximos anos, à medida que os resultados das ações implementadas vão se concretizando.

Outros riscos de mais curto prazo para a livraria, que devem ser monitorados, são: (i) recente desaceleração do consumo no Brasil, influenciada pelos protestos em junho; (ii) transição com a saída do Sr. Marcilio Pousada.

Após percorrer, nos últimos anos, um importante caminho em busca de rentabilidade na Livraria, a Saraiva agora começa a perseguir ganhos de eficiência na Editora. A Editora é um *business* de relativa estabilidade, onde a relação dos autores com a Saraiva, na grande maioria dos casos, é de muito longa duração. A distribuição é facilitada pela escala da Saraiva, assim como pela rede de livrarias próprias (maior do país).

Infelizmente, a forte barreira de entrada, marca diferenciada, e sólido posicionamento criaram, ao longo do tempo, um conforto excessivo no *management* da Editora Saraiva. Em outras palavras, o negócio vem crescendo e gerando caixa, mas se desenvolvendo bem menos que o potencial.

Acreditamos que novas lideranças que vêm assumindo posições chave na Editora, trabalhando em conjunto com consultorias focadas em processos, deverão gerar resultados crescentes ao longo dos próximos anos, assim como foi observado na livraria.

Dentre as medidas que visam ao aumento de rentabilidade e crescimento, vale citar:

- Revisão dos processos comerciais, com o objetivo de ganhar eficiência e abrangência. Juntamente com essa revisão, está sendo implementado um processo de revisão do plano de remuneração, com o objetivo de aumentar a meritocracia e alinhar os funcionários com os objetivos dos acionistas.
- Integração do processo de produção/edição com a ponta comercial, num processo *built-to-suit*, a fim de integrar toda a cadeia em torno dos objetivos de resultados dos acionistas.

- Revisão dos processos editoriais, com o objetivo de maior padronização com redução de *headcount*/custos.
- Otimização do número de coleções e composição das mesmas em nichos mais definidos, com o objetivo de reduzir a canibalização e aumentar a abrangência das coleções.
- Busca por aquisições de pequenas editoras familiares, que podem ser alavancadas pela estrutura de distribuição da Saraiva. A aquisição de editoras de nicho representa uma enorme potencialidade, com ganhos de sinergia tanto através da redução de custos, como pela forte alavancagem das vendas via a distribuição da Editora Saraiva. Esta era uma potencialidade que estava sendo pouco explorada até então, mas que tende a ganhar relevância para frente. A recente aquisição da Editora Érica, em junho, já dá uma indicação do potencial deste movimento.

Entendemos que o foco em ganhos de eficiência da Editora, apesar de ser de difícil precificação, deverá gerar resultados importantes nos próximos anos, assim como foi observado na Livraria.

Do ponto de vista de *valuation*, apesar da perspectiva amplamente positiva para a empresa, Saraiva negocia hoje a múltiplos extremamente depreciados. Sem fazer qualquer ajuste, a Saraiva negocia hoje a um múltiplo Preço/Lucro Contábil de 8,2x para 2013 e 6,2x para 2014. Este múltiplo desconsidera dois efeitos caixa extremamente relevantes:

- A empresa possui prejuízo fiscal referente à aquisição da rede de livrarias Siciliano de pouco mais de R\$ 70 milhões que, juntamente com outros efeitos menores, basicamente anulará o IR caixa a pagar pela livraria até 2015. Ou seja, o lucro caixa será substancialmente maior que o lucro contábil até 2015.
- Em função da substituição tributária, a empresa tem um ICMS retido que deverá ser recuperado até 2017 de aproximadamente R\$ 60 milhões.

Fazendo o ajuste para estes dois efeitos, ou seja, reduzindo o valor presente dos benefícios fiscais do valor de mercado de Saraiva, chegaríamos a um múltiplo Preço/Lucro de 7,3x para 2013 e 5,4x para 2014.

Este múltiplo desconsidera também o fato da Saraiva apresentar uma das contabilidades mais conservadoras com que já nos deparamos. Enquanto seu competidor direto no segmento editorial capitaliza diversos investimentos editoriais, amortizando este investimento ao longo do tempo, a Saraiva classifica praticamente tudo na linha de despesas (inclusive sementes de crescimento como a digitalização da coleção de livros). Isto naturalmente não altera o valor justo da empresa, mas reduz o lucro contábil da Saraiva. Ou seja, se a Saraiva utilizasse a prática contábil da grande maioria das empresas, o seu lucro contábil aumentaria substancialmente, e o múltiplo observado seria ainda menor.

Enxergamos *hidden values* relevantes para Saraiva que não aparecem hoje nos múltiplos Preço/Lucro da empresa. São eles:

- Hoje a empresa está fazendo o *ramp up* da unidade de Sistemas de Ensino, que hoje está consolidada dentro da Editora. Ainda não tendo atingido a escala ideal, a unidade ainda não gera lucro líquido, não estando refletida nos múltiplos Preço/Lucro da empresa para 2013/2014. Apesar disso, a unidade de Sistemas de Ensino deverá se tornar um segmento rentável ao longo do tempo, e o seu valor estratégico é relevante.
- Hoje cerca de 1/3 da receita da Livraria é gerada pelo varejo on-line. Atualmente a rentabilidade do varejo on-line brasileiro está sob forte pressão. Observando as margens reportadas no 1º Trimestre pela B2W e pela Nova.com, vemos margens EBITDA inferiores a 1%. Dada a situação extrema de margens do setor, existe um relativo consenso de que estas tendem a se recuperar ao longo do tempo. Atualmente, em nossas projeções para a Livraria Saraiva, não contemplamos esta melhora de rentabilidade do setor, apesar de ser altamente provável na nossa visão.

- A Editora apresenta um valor estratégico importante. Apesar de não acreditarmos em um movimento no curto prazo, entendemos que a possibilidade de venda da Editora não deve ser descartada.

Em suma, encontramos em Saraiva a oportunidade de comprar um ativo que hoje é negociado a um preço de mercado extremamente depreciado, em meio a uma melhora substancial de resultados operacionais e de seu processo de alocação de capital.

Entendemos que, à medida que o mercado digerir a melhora de resultados da Livraria e compreender o potencial de melhora de resultados da Editora, as ações deverão apresentar uma reprecificação substancial.

Esta compreensão mais abrangente por parte do mercado de capitais deverá ser facilitada pela contratação de um gerente/diretor dedicado a relações com investidores, processo este que hoje está em curso. Atualmente, a equipe de RI possui uma série de outras responsabilidades, dedicando um tempo limitado a atender/buscar investidores. Entendemos que a contratação deste novo profissional será um grande facilitador para a correção da distorção atualmente encontrada.

ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES (ESTC3)

A Estácio é a segunda maior companhia de educação no Brasil, atuando exclusivamente no ensino superior, e conta com cerca de 334 mil alunos de graduação e pós-graduação. Aproximadamente 81% de sua base de alunos está na modalidade de ensino presencial, enquanto os 19% restantes estão na modalidade de ensino à distância (EAD). A companhia tem capilaridade nacional através de 76 campi localizados nos grandes centros urbanos de vinte estados brasileiros. A companhia oferece: 78 cursos de graduação nas áreas de Ciências Exatas, Ciências Biológicas e Ciências Humanas, em graduação tradicional e tecnológica; cursos de pós-graduação lato sensu; cursos de mestrado e de doutorado; diversos cursos de extensão.

A estratégia da Estácio consiste em oferecer ensino de qualidade diferenciada a preços competitivos, visando à formação profissional e melhor empregabilidade de seu público alvo de jovens trabalhadores de classes média e média-baixa. A companhia busca oferecer conveniência em termos de localização de suas unidades e no formato de entrega do conteúdo, sendo pioneira em prover tablets aos alunos com todo o material didático no formato digital.

A companhia, originalmente familiar, abriu seu capital em 2007, quando iniciou sua transformação de entidade sem fins lucrativos numa empresa com fins lucrativos. Como o negócio é muito intensivo em pessoas (professores), o fim da isenção fiscal originou uma elevação das despesas com INSS em degraus anuais entre 2007 e 2011, o que colocou bastante pressão de aumento de eficiência sobre o *management*. A dificuldade de realização de um *turnaround* operacional levou o controlador a vender 20% do capital da companhia para fundos de *private equity* da GP em 2008, com a concomitante migração para o Novo Mercado.

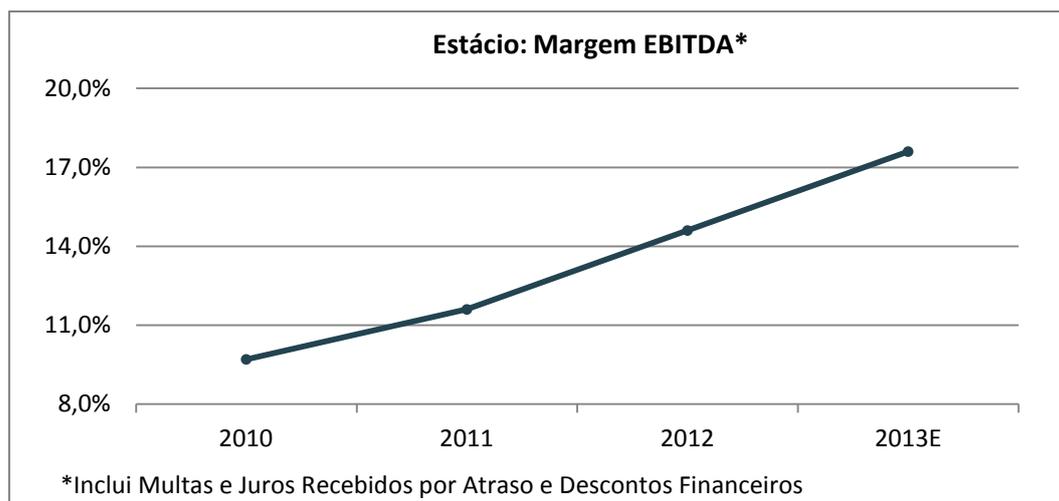
A GP implantou a partir de 2009 um modelo de gestão orientado por resultados e meritocracia, reduzindo e otimizando níveis hierárquicos e ganhando maior produtividade e agilidade. O modelo de gestão atrelou o desempenho e remuneração variável dos principais gestores a indicadores-chave individuais, monitorados periodicamente e focados na (i) qualidade dos serviços prestados, (ii) satisfação dos alunos e (iii) rentabilidade. A implantação de um orçamento base zero conduziu a austeridade no orçamento e gestão de custos matricial, proporcionando um bom nível de controle e disciplina.

O novo modelo acadêmico implantado a partir de 2010 foi fundamental para a transformação da companhia. Os currículos dos principais cursos foram atualizados às demandas do mercado de trabalho e integrados nacionalmente, com aumento da eficiência através de compartilhamento de disciplinas básicas entre diferentes cursos e introdução de materiais didáticos on-line em cursos presenciais e atividades de

auto-aprendizagem. Atualmente, o programa dos cursos presenciais é idêntico àqueles a distância, permitindo ao aluno a conveniência da migração entre ambos sem prejuízo de tempo ou conteúdo. A companhia passou a oferecer material didático completo aos alunos matriculados a partir de 2010, formado por capítulos dos melhores livros de cada área de conhecimento, com custo incluso na mensalidade e com preços mais baixos do que se o aluno tivesse que adquirir tal material no varejo.

Outra iniciativa extremamente relevante para o sucesso do *turnaround* da Estácio foi a implantação de um Centro de Serviços Compartilhados (CSC) responsável pela execução dos serviços administrativos, financeiros, contábeis e de tecnologia da informação, do centro corporativo e de todos os campi. Esta iniciativa permitiu uma grande redução de pessoal administrativo nos campi com ganho expressivo de margem.

A melhor organização e a intensificação das ações de marketing para fortalecimento da marca e captação de novos alunos permitiu à empresa retomar o crescimento de sua base de alunos a partir de 2011. A captação de alunos em 2011 cresceu mais de 20% sobre o ano anterior, o que, aliado ao controle de custos, levou a companhia a um ganho de margem EBITDA de 2 p.p.. A repetição em 2012 do forte crescimento na captação de alunos, aliada a um ganho real nos preços das mensalidades devido principalmente ao enfraquecimento dos competidores em seu principal mercado (RJ), proporcionou um crescimento da receita líquida de 20% com ganho de margem EBITDA ainda maior que no ano anterior (3 p.p.). O crescimento de EBITDA e lucro líquido foram de respectivamente 51% e 57% em 2012. A evolução da margem EBITDA da Estácio pode ser observada no gráfico abaixo.



Dois anos após o início da colheita dos frutos do *turnaround*, a margem EBITDA da Estácio ainda é significativamente inferior a de suas duas principais concorrentes no ensino superior – Kroton e Anhanguera. A menor representatividade do EAD na base de alunos da Estácio quando comparada às suas concorrentes explica parte desta diferença de margem, pois a margem de contribuição do EAD é superior ao presencial, devido principalmente ao fato do EAD demandar muito menos horas-aula de docentes (o principal custo de uma instituição de ensino superior). O restante da diferença de margem pode ser explicado pela necessidade de aumento da escala de operação da Estácio, de modo que os custos fixos (cerca de 80% do custo total) sejam diluídos por uma receita maior. Há, portanto, potencial de aumento de rentabilidade na Estácio através do crescimento da base de alunos presencial e em EAD.

Estimamos um crescimento anual orgânico da base de alunos presencial de dois dígitos nos próximos anos, impulsionado principalmente pela queda na evasão e secundariamente pela continuidade de boas taxas de crescimento na captação de alunos. A taxa de evasão na base de alunos presencial na Estácio, quando medida pela relação $N^{\circ} \text{ alunos evadidos} / (\text{Base Inicial alunos} - \text{Formandos} + N^{\circ} \text{ alunos captados})$ subiu 4,9 p.p. entre 2010 e 2012, atingindo 31,9% em 2012, patamar superior ao de Kroton e Anhanguera. Acreditamos em uma redução significativa da taxa de evasão da companhia nos próximos anos.

A companhia adotou um conjunto de ações para reduzir a evasão a partir de 2013, tais como inclusão de metas de evasão para gestores e coordenadores dos campi, atuação mais pró-ativa junto ao aluno quando o mesmo começa a dar sinais de que poderá evadir (faltas às aulas, atraso nas mensalidades), e transferência de melhores práticas entre campi. Uma das principais causas da evasão é a incapacidade de pagar as mensalidades, e o programa de financiamento estudantil do governo federal (FIES) é a principal ferramenta para solução deste problema. Através do FIES, o aluno financia seu curso superior com taxa de juros subsidiada (3,4% a.a.), com carência de dezoito meses após a graduação e saldo devedor parcelado em até três vezes o período financiado do curso, acrescido de 12 meses. O pré-requisito básico para aprovação do financiamento é a comprovação de que a renda familiar do aluno não excede vinte salários mínimos, o que torna elegível ao programa a maioria absoluta dos jovens/adultos que concluíram o ensino médio. Caso o comprometimento da renda familiar mensal bruta per capita do aluno com a mensalidade seja igual ou superior a 60%, o aluno é elegível a 100% de financiamento, e durante o curso o aluno paga uma prestação trimestral de no máximo R\$50 (juros). A Estácio tem utilizado o FIES de forma seletiva, procurando direcioná-lo aos alunos que demonstram dificuldade de pagamento das mensalidades. A combinação de melhores práticas de gestão com o FIES levou a uma queda de 3 p.p. da taxa de evasão da base de alunos presencial da companhia no 1º trimestre deste ano frente ao mesmo trimestre do ano anterior.

A Estácio encontra-se no final de um processo de certificação de seu modelo de EAD junto ao MEC que deve permitir à companhia expandir significativamente o número de polos de EAD. Esta expansão do número de polos a partir de 2014, aliada à continuidade do crescimento da base de alunos nos polos existentes, pode levar a empresa a dobrar sua base de alunos de EAD nos próximos três anos, saindo de cerca de 50 mil alunos em 2012 para algo em torno de 100 mil alunos em 2015.

A posição competitiva dominante da Estácio em alguns mercados, dentre eles o RJ onde seus principais competidores estão em difícil situação operacional e financeira, além de presença significativa em regiões de maior crescimento do ensino superior (NE/NO), devem garantir a continuidade de elevadas taxas de crescimento na captação de alunos e ganho real nas mensalidades. Outro efeito positivo trazido pelo FIES é o provável aumento do ticket médio líquido, na medida em que alunos com financiamento podem escolher ou migrar para cursos mais caros – ex. troca de Enfermagem por Medicina, Administração por Engenharia de Produção.

A combinação entre um crescimento robusto da base de alunos e aumento do ticket médio líquido nos leva a estimar um crescimento orgânico da receita operacional líquida (ROL) em torno de 20% nos próximos anos, o que por sua vez deverá trazer uma significativa diluição de custos fixos (docentes, pessoal administrativo, aluguéis). A diluição do custo com docentes se dá principalmente através do aumento da relação N° alunos/Turma, a qual saiu de trinta em 2010 para trinta e dois em 2012. Acreditamos que ainda há bom espaço para aumento deste indicador. Além do efeito de diluição de custos fixos, o FIES deverá gerar um terceiro efeito positivo – a queda da inadimplência medida pela Provisão para Devedores Duvidosos (PDD). A PDD da companhia cresceu muito em 2012, atingindo 6,2% da ROL. Uma vez que a PDD da base de alunos FIES é bem menor que a da base Ex-FIES, e a migração para o FIES deverá reduzir a inadimplência da base Ex-FIES devido à saída de inadimplentes, assumimos que a PDD consolidada cairá nos próximos anos. Somados todos os efeitos acima, a Estácio deverá obter um ganho expressivo de margem EBITDA nos próximos anos.

O principal risco do investimento em Estácio é uma eventual diminuição pelo governo dos recursos destinados ao FIES. Acreditamos que isto não deve ocorrer nos próximos anos, visto que uma das principais metas do governo é que o país atinja cerca de 12 milhões de alunos no ensino superior em 2021, enquanto que no final de 2011 havia 6,3 milhões de alunos matriculados.

Um outro risco do investimento seria a liberação em larga escala pelo MEC de cursos de graduação em EAD, o que aumentaria a competição e poderia levar a uma queda de preços e rentabilidade neste

segmento. Já pudemos perceber uma flexibilização do MEC na direção de permitir um aumento na oferta de cursos e vagas de graduação em EAD. Contudo, a indicação do MEC é que apenas *players* com modelo acadêmico de qualidade reconhecida serão autorizados a expandir a oferta de vagas de graduação em EAD.

Enxergamos a recente proposta de fusão da Kroton com a Anhanguera mais como uma oportunidade do que como risco no curto prazo, pois a gestão da companhia originária da fusão estará bastante ocupada com a integração das empresas e, conseqüentemente, não deverá ser ativa em aquisições, diminuindo a competição por ativos no setor e beneficiando a expansão inorgânica da Estácio (a companhia passou por um aumento de capital no início deste ano cuja principal destinação é a aquisição de faculdades).

Vemos a Estácio negociando atualmente com múltiplo P/E de cerca de 21x em 2013 e 15x em 2014, o que consideramos atrativo para uma companhia com uma tendência sólida de forte crescimento de lucros. Nossa expectativa é que a contínua entrega de excelentes resultados nos próximos trimestres, aliada a boas notícias na expansão do EAD, conduza a uma reprecificação da companhia. Estimamos que o investimento nas ações da Estácio tenha atualmente uma TIR real implícita entre 11% e 13%, em uma empresa com caixa líquido e, portanto, com menor risco para os acionistas, o que consideramos uma boa opção de alocação de capital.