



19/02/2019 às 05h00

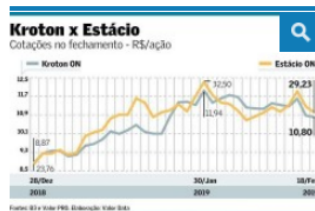
## Ação de educação mantém alta no ano

Por Juliana Machado | De São Paulo



Em um momento em que o investidor reage com preocupação aos impactos de uma investigação sobre possíveis irregularidades no setor educacional, as empresas parecem estar mais preparadas para enfrentar ruídos e colher benefícios da retomada da atividade econômica. As companhias que já vinham se posicionando operacionalmente é que devem entregar melhor retorno aos investidores, em um ambiente em que os fundamentos parecem prevalecer contra a turbulência.

Segundo analistas, os receios cresceram bastante com a assinatura de um protocolo de intenções para investigar supostas irregularidades e desvios de recursos no Ministério da Educação (MEC). No entanto, por ora, não se sabe a extensão e o alcance dessa investigação e, por isso, tal evento não atingiu os fundamentos das companhias - e a Kroton desponta como a empresa que tem mais a entregar aos acionistas em bolsa.



O Ministério da Educação anunciou na última quinta-feira um acordo de cooperação interministerial para apurar indícios de corrupção ou desvios de recursos envolvendo o Programa Universidade para Todos (ProUni) e o Programa Nacional de Acesso ao Ensino Técnico e Emprego (Pronatec). Além do ministro Ricardo Vélez Rodríguez, o documento foi assinado por Sergio Moro (Justiça), Wagner Rosário (Controladoria-Geral da União) e André Mendonça (Advocacia-Geral da União).

As ações das quatro companhias do setor de educação caíram nos últimos dois pregões: o papel da Estácio perdeu 7,2% no período, seguido por Kroton (-6,9%), Ser Educacional (-10,5%) e Anima (-3,6%). No ano, porém, todos ainda acumulam alta - e expressiva, na maioria dos casos. Dentro do Ibovespa, a Estácio ganha 23,02% no acumulado de 2019; e Kroton avança 21,76%. Já a ação da Ser sobe 21,86%, e a da Anima, 4,12%.

Segundo um gestor de um grande fundo, o episódio da investigação estava totalmente fora do radar do mercado e eleva os receios em um momento de questionamento da evolução da base de alunos e da competição entre ensino presencial e a distância (EaD). Se confirmadas as irregularidades, as companhias terão que mudar a dinâmica dos novos alunos matriculados no ProUni, o que pode afetar sua rentabilidade.

### Finanças

Últimas Lidas Comentadas Compartilhadas

Plataforma investe em formação de assessor 05h00

Bancos disputam mandatos da Caixa 05h00

XP e Rico aumentam aplicação mínima para renda fixa 05h00

Estatais puxarão volume de emissões, diz Santander 05h00

Ver todas as notícias

### Vídeos



Entenda a proposta de capitalização da aposentadoria 13/02/2019



### Captações externas

Operações mais recentes

Tomador	Valor*	Meses	Retorno**
BTG Pactual	600	120	7,75%
Suzano	750	120	5,46%
Suzano	500	341	6,850%

Para esse gestor, a Kroton é a que sentiria menos impacto do evento, sobretudo com as sinergias que a companhia ainda deve obter da aquisição da Somos Educação, em abril do ano passado. Um outro atenuante é que hoje o ProUni é menos relevante do que no passado. O gestor cita um estudo de sensibilidade produzido recentemente pelo Bradesco BBI que mostra que a Kroton é a empresa com menor exposição aos benefícios fiscais dados pela adoção do programa. Segundo o banco, os benefícios fiscais do ProUni representam cerca de 30% do lucro líquido da Kroton; no caso da Estácio, essa participação é de 41%.

Um aspecto regulatório que poderia gerar importantes ganhos às empresas é a nova regulamentação do MEC, que permitiu dobrar a oferta de EaD. A portaria nº 1.428, publicada pela pasta no fim do ano passado, passou a valer no último dia 10 e amplia de 20% para 40% o total de participação da modalidade na oferta de cursos das instituições de ensino superior. Os investidores do setor se animaram com a notícia porque, num primeiro momento, isso representaria um alívio em termos de custos das companhias. A portaria, no entanto, estabelece um conjunto de regras que mostra que, se a empresa não tiver trabalhado sua infraestrutura, pouco colherá de benefícios com a nova regulação.



O especialista e consultor de educação da Fundação FAT, Francisco Borges, afirma que a portaria tem potencial para ajudar as empresas com receita baixa e dificuldades de pulverização do EaD nos polos físicos. No entanto, com as exigências feitas na portaria - como atender a critérios de qualidade e ter credenciamento de cada polo de ensino para

oferta de EaD -, as empresas precisam estar bem posicionadas para obter efeitos operacionais favoráveis. "O custo docente é cerca de 30% menor no EaD na comparação com o curso presencial, o que significa um propulsor no resultado. Na outra ponta, porém, a tendência é que os cursos fiquem cada vez mais híbridos, com mais ofertas de EaD, o que também abaixa o tíquete médio. Quem não tem estrutura e preparo, pode enfrentar a realidade de polos inteiros deficitários."

O especialista diz ainda que, no caso da Kroton, a empresa tem atuado não só no ensino superior, mas também no ensino básico para capturar o aluno e garantir a verticalização, isto é, quando o estudante fica na mesma rede de ensino do nível básico ao superior. A compra da Somos é algo que se insere justamente nessa estratégia.

"A formação e a saída de alunos do Fies [programa de financiamento estudantil do governo] e do ProUni deve pesar no resultado e gerar contração de margens, mas o mercado já precificou esse efeito", diz Susana Salaru, especialista da área de research do Itaú BBA no setor de educação. "Além das sinergias com a compra da Somos, a Kroton está em um processo de expansão importante, que terá custos num primeiro momento, mas que gera confiança no negócio."

No Itaú BBA, a recomendação para as ações da Kroton é equivalente a compra, com preço-alvo em R\$ 15 - ontem a cotação era de R\$ 10,80. No caso da Estácio, a indicação é neutra, com preço-alvo de R\$ 35 - dos atuais R\$ 29,23. Para a analista, a empresa carioca tem menor potencial de ganhos nesse momento porque, por quase dois anos, ela não realizou grandes investimentos, à espera da aprovação da compra pela Kroton. O Cade não aprovou a operação.

No caso da Ser, o Itaú BBA tem recomendação de compra e preço-alvo em R\$ 26 (fechou em R\$ 18,95 ontem), com a expansão da empresa no segmento presencial, porém de maneira bem gradual, acompanhada de redução de custos - o que deve permitir crescimento de receitas, apesar da estabilização de margens. A Anima é uma das que têm pouco espaço para valorização: deve colher maior receita com cortes de custos feitos no ano passado, mas isso já foi precificado, diz Susana.

Relatório do BTG Pactual afirma que as empresas de educação estão, de forma unânime, mais otimistas com o ciclo econômico. O ano, porém, permanece difícil: o rali visto até agora se dá muito mais por fatores técnicos de curto prazo. "A preços correntes, com fluxo de caixa livre estimado em 6% para 2020, o risco de queda dos papéis parece limitado, especialmente se comparado ao setor de consumo", diz o relatório, assinado por Rodrigo Gastim e Guilherme Palhares.

JBS	500	87	7,125%
Suzano	1.000	124	6,13%
Cemig	500	77	9,14%

[Veja as tabelas completas no ValorData](#)

Fontes: Instituições financeiras e agências internacionais. Elaboração: Valor Data. \* Em milhões de dólares \*\* No lançamento do título

## Juro futuro

DI de 1 dia em 18/02/19

Vencimento	PU de ajuste	Negociados	Taxa efetiva
mar/19	99.778,52	8.625	6,41%
abr/19	99.312,78	7.525	6,40%
mai/19	98.799,20	12.465	6,41%
jun/19	98.265,28	5.010	6,41%
jul/19	97.812,10	5.160	6,39%
ago/19	97.264,79	500	6,38%

[Veja as tabelas completas no ValorData](#)

Fonte: B3 e Valor PRO. Elaboração: Valor Data.

## Palavra do Gestor

Foco no que podemos controlar no início de 2019

Por Gabriela Santos

Riscos globais e a urgência da reforma da Previdência

Por Marcela Rocha

Planejamento financeiro para a longevidade

Por Aura Rebelo

Preocupação financeira e produtividade no trabalho

Por Aquiles Mosca

## Análise Setorial



Previdência Privada Aberta e Vida

Você pode ter uma previsão, mas nós recomendamos que tenha planos... Análise Setorial Previdência Privada

[Confira outros títulos disponíveis](#)

## Newsletter

O melhor conteúdo em economia, negócios e finanças gratuitamente direto em seu e-mail.

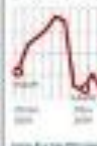
[Receba Gratuitamente](#)



# Finanças

## Boleto

Índice em pontos



## Moedas internacionais

Moedas em relação ao dólar (US\$100)



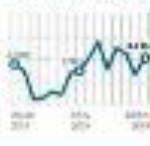
## Juros

ES Over Night - 6 meses



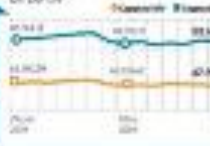
## Dólar comercial

Cotação comercial - US\$100



## Índice de ações Valor/Boleto

Empresas



# Mercados Apesar de temor com investigação no setor, expectativa para empresas segue favorável

## Ação de educação mantém alta no ano

Juliana Machado  
do Valor

### Kroton x Estácio

Comparando o balanço de Kroton e Estácio



Em 2012, o lucro líquido por ação da Kroton foi de R\$ 2,70, enquanto o da Estácio foi de R\$ 1,90. No ano anterior, os lucros foram de R\$ 2,30 e R\$ 1,60, respectivamente. A Kroton mantém uma política de distribuição de dividendos consistente, com um índice de distribuição de 40% em 2012. Já a Estácio tem um índice de 30%. Ambas as empresas são líderes em seus setores e possuem boas perspectivas de crescimento para o futuro.

As ações de educação continuam a atrair investidores apesar do temor com a investigação no setor. A expectativa para empresas segue favorável. A ação de educação mantém alta no ano. O setor de educação é considerado um setor de crescimento e com boas perspectivas de futuro. As empresas do setor continuam a atrair investidores apesar do temor com a investigação no setor. A expectativa para empresas segue favorável. A ação de educação mantém alta no ano.

# Ativos locais recuam em dia de baixa liquidez

Lucas Horta, Juliana Machado  
do Valor

Os ativos locais recuaram em um dia de baixa liquidez. O mercado de ações sofreu uma queda significativa devido à falta de liquidez. Os investidores hesitaram em comprar ações devido ao medo de não conseguir vender quando necessário. O mercado de títulos também sofreu uma queda. Os rendimentos das ações locais recuaram em um dia de baixa liquidez.

# Fed deve definir em breve processo de redução de balanço

Saio Pineda, do Banco  
Federal dos EUA

O balanço do Fed deve ser reduzido em breve. O processo de redução de balanço é necessário para evitar inflação. O Fed deve definir o processo de redução de balanço em breve. O balanço do Fed deve ser reduzido em breve. O processo de redução de balanço é necessário para evitar inflação. O Fed deve definir o processo de redução de balanço em breve.



Jerome Powell, presidente do Fed, em audiência com o balanço

O balanço do Fed deve ser reduzido em breve. O processo de redução de balanço é necessário para evitar inflação. O Fed deve definir o processo de redução de balanço em breve. O balanço do Fed deve ser reduzido em breve. O processo de redução de balanço é necessário para evitar inflação. O Fed deve definir o processo de redução de balanço em breve.

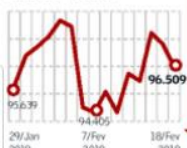
O balanço do Fed deve ser reduzido em breve. O processo de redução de balanço é necessário para evitar inflação. O Fed deve definir o processo de redução de balanço em breve. O balanço do Fed deve ser reduzido em breve. O processo de redução de balanço é necessário para evitar inflação. O Fed deve definir o processo de redução de balanço em breve.



# Finanças

## Ibovespa

Índice em pontos



Fonte: B3 e Valor PRO. Elaboração: Valor Data.

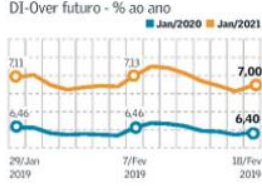
## Bolsas internacionais

Variações no 18/fev/19 dia - em %



## Juros

DI-Over futuro - % ao ano



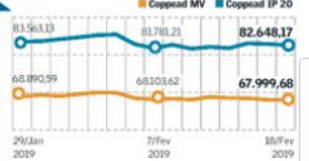
## Dólar comercial

Cotação de venda - R\$/US\$



## Índices de ações Valor/Coppead

Em pontos



# Mercados Apesar de temor com investigação no setor, expectativa para empresas segue favorável

## Ação de educação mantém alta no ano

Juliana Machado  
De São Paulo

Em um momento em que o investidor reage com preocupação aos impactos de uma investigação sobre possíveis irregularidades no setor educacional, as empresas parecem estar mais preparadas para enfrentar ruídos e colher benefícios da retomada da atividade econômica. As companhias que já vinham se posicionando operacionalmente e que devem entregar melhor retorno aos investidores, em um ambiente em que os fundamentos parecem prevalecer contra a turbulência.

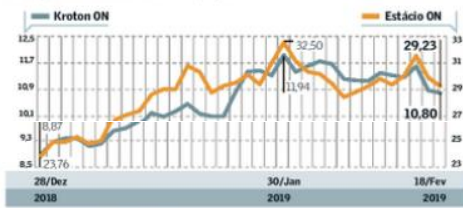
Segundo analistas, os recios cresceram bastante com a assinatura de um protocolo de intenções para investigar supostas irregularidades e desvios de recursos no Ministério da Educação (MEC). No entanto, por ora, não se sabe a extensão e o alcance dessa investigação e, por isso, tal evento não atingiu os fundamentos das companhias — e a Kroton despontou como a empresa que tem mais a entregar aos acionistas em bolsa.

O Ministério da Educação anunciou na última quinta-feira um acordo de cooperação interministerial para apurar indícios de corrupção ou desvios de recursos envolvendo o Programa Universidade para Todos (ProUni) e o Programa Nacional de Acesso ao Ensino Técnico e Emprego (Pronatec). Além do ministro Ricardo Vêlez Rodríguez, o documento foi assinado por Sergio Moro (Justiça), Wagner Rosário (Controladoria-Geral da União) e André Mendonça (Advocacia-Geral da União).

As ações das quatro companhias do setor de educação caíram

### Kroton x Estácio

Cotações no fechamento - R\$/ação



Fonte: B3 e Valor PRO. Elaboração: Valor Data.

nos últimos dois pregões: o papel da Estácio perdeu 7,2% no período, seguido por Kroton (-6,9%), Ser Educacional (-10,5%) e Anima (-3,6%). No ano, porém, todos ainda acumulam alta — e expressiva, na maioria dos casos. Dentro do Ibovespa, a Estácio ganha 23,02% no acumulado de 2019; e Kroton avança 21,76%. Já a ação da Ser sobe 21,86%, e a da Anima, 4,12%.

Segundo um gestor de um grande fundo, o episódio da investigação estava totalmente fora do radar do mercado e eleva os recios em um momento de questionamento da evolução da base de alunos e da competição entre ensino presencial e a distância (EaD). Se confirmadas as irregularidades, as companhias terão que mudar a dinâmica dos novos alunos matriculados no ProUni, o que pode afetar sua rentabilidade.

Para esse gestor, a Kroton é a que sentiria menos impacto do evento, sobretudo com as sinergias que a companhia ainda deve obter da aquisição da Somos Educação, em abril do ano passado. Um outro atenuante é que hoje o ProUni é menos relevante do que no passa-

do. O gestor cita um estudo de sensibilidade produzido recentemente pelo Bradesco BBI que mostra que a Kroton é a empresa com menor exposição aos benefícios fiscais dados pela adoção do programa. Segundo o banco, os benefícios fiscais do ProUni representam cerca de 30% do lucro líquido da Kroton; no caso da Estácio, essa participação é de 41%.

Um aspecto regulatório que poderia gerar importantes ganhos às empresas é a nova regulamentação do MEC, que permitiu dobrar a oferta de EaD. A portaria nº 1.428, publicada pela pasta no fim do ano passado, passou a valer no último dia 10 e amplia de 20% para 40% o total de participação da modalidade na oferta de cursos das instituições de ensino superior. Os investidores do setor se animaram com a notícia porque, num primeiro momento, isso representaria um alento em termos de custos das companhias. A portaria, no entanto, estabelece um conjunto de regras que mostra que, se a empresa não tiver trabalhado sua infraestrutur-

ra, pouco colherá de benefícios com a nova regulação.

O especialista e consultor de educação da Fundação FAT, Francisco Borges, afirma que a portaria tem potencial para ajudar as empresas com receita baixa e dificuldades de pulverização do EaD nos polos físicos. No entanto, com as exigências feitas na portaria — como atender a critérios de qualidade e ter credenciamento de cada polo de ensino para oferta de EaD —, as empresas precisam estar bem posicionadas para obter efeitos operacionais favoráveis. “O custo docente é cerca de 30% menor no EaD na comparação com o curso presencial, o que significa um propulsor no resultado. Na outra ponta, porém, a tendência é que os cursos fiquem cada vez mais híbridos, com mais ofertas de EaD, o que também abaixa o ticket médio. Quem não tem estrutura e preparo, pode enfrentar a realidade de polos inteiros deficitários.”

O especialista diz ainda que, no caso da Kroton, a empresa tem atuado não só no ensino superior, mas também no ensino básico para capturar o aluno e garantir a verticalização, isto é, quando o estudante fica na mesma rede de ensino do nível básico ao superior. A compra da Somos é algo que se insere justamente nessa estratégia.

“A formação e a saída de alunos do Fies [programa de financiamento estudantil do governo] e do ProUni deve pesar no resultado e gerar contração de margens, mas o mercado já precificou esse efeito”, diz Susana Salaru, especialista da área de research do Itaú BBA no setor de educação. “Além das sinergias com a compra da Somos, a Kroton está em um processo de ex-

pansão importante, que terá custos num primeiro momento, mas que gera confiança no negócio.”

No Itaú BBA, a recomendação para as ações da Kroton é equivalente a compra, com preço-alvo em R\$ 15 — ontem a cotação era de R\$ 10,80. No caso da Estácio, a indicação é neutra, com preço-alvo de R\$ 35 — dos atuais R\$ 29,23. Para a analista, a empresa carioca tem menor potencial de ganhos nesse momento porque, por quase dois anos, ela não realizou grandes investimentos, à espera da aprovação da compra pela Kroton. O Cade não aprovou a operação.

No caso da Ser, o Itaú BBA tem recomendação de compra e preço-alvo em R\$ 26 (fechou em R\$ 18,95 ontem), com a expansão da empresa no segmento presencial, porém de maneira bem gradual, acompanhada de redução de custos — o que deve permitir crescimento de receitas, apesar da estabilização de margens. A Anima é uma das que têm pouco espaço para valorização: deve colher maior receita com cortes de custos feitos no ano passado, mas isso já foi precificado, diz Susana.

Relatório do BTG Pactual afirma que as empresas de educação estão, de forma unânime, mais otimistas com o ciclo econômico. O ano, porém, permanece difícil: o rali visto até agora se dá muito mais por fatores técnicos de curto prazo. “A preços correntes, com fluxo de caixa livre estimado em 6% para 2020, o risco de queda dos papéis parece limitado, especialmente se comparado ao setor de consumo”, diz o relatório, assinado por Rodrigo Gastim e Guilherme Palhares.

## Ativos locais recuam em dia de baixa liquidez

Lucas Hirata, Juliana Machado e Daniela Meibak  
De São Paulo

Os investidores do mercado brasileiro evitaram assumir riscos em um dia de poucos negócios em todo o mundo. O feriado nos Estados Unidos desviou atenções para a cena local e o que se viu, desta vez, só alimentou o clima de cautela.

A crise que se instaurou no governo após denúncias envolvendo o PSL — partido do presidente Jair Bolsonaro — tirou o ânimo do mercado às vésperas do envio da reforma da Previdência ao Congresso. Tanto que os investidores se desfizeram de ações locais e embolsaram lucros, enquanto aguardam mais clareza na cena política.

O imbróglio em Brasília resultou na exoneração do primeiro ministro do governo Bolsonaro, mas a confirmação só ocorreu no início da noite, prolongando a apreensão no mercado ao longo do dia. Gustavo Bebianno deixou a Secretaria-Geral, depois de ser acusado de participar de um esquema com candidaturas de “laranjas” no PSL durante a eleição de 2018, quando ele era presidente do partido.

O Ibovespa encerrou o pregão em queda de 1,04%, aos 96.510 pontos, depois de tocar a mínima em 96.239 pontos. O volume de negócios foi bastante fraco, diante da ausência de operações em Wall Street. O giro financeiro totalizou R\$ 7,6 bilhões, o segundo pior do ano — rivalizando apenas com o dia 21 de janeiro, quando somou R\$ 7 bilhões. Sinal da piora na percepção de risco a curto prazo — medida no

