UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE
DE RIBEIRÃO PRETO
DEPARTAMENTO DE ADMINISTRAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO DE ORGANIZAÇÕES

FLAVIA RENATA MOREIRA DA SILVA

Criação de valor em instituições privadas de ensino superior de capital aberto no Brasil

Orientador: Prof. Dr. Alberto Borges Matias

RIBEIRÃO PRETO

2011

Prof. Dr. João Grandino Rodas
Reitor da Universidade de São Paulo

Prof. Dr. Sigismundo Bialoskorski Neto
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto

Prof. Dr. Marcos Fava Neves
Chefe do Departamento de Administração

FLAVIA RENATA MOREIRA DA SILVA

Criação de valor em instituições privadas de ensino superior de capital aberto no Brasil

Dissertação apresentada ao Programa de Pós Graduação em Administração de Organizações da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, da Universidade de São Paulo, como requisito para obtenção do título de Mestre em Ciências. *Versão Corrigida. A original encontra-se disponível no Serviço de Pós-Graduação da FEA-RP/USP.*

Orientador: Prof. Dr. Alberto Borges Matias

RIBEIRÃO PRETO

2011

Autorizo a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

Silva, Flavia Renata Moreira.

Criação de valor em instituições privadas de ensino superior de capital aberto no Brasil. Ribeirão Preto, 2011.
179 f.

Dissertação de Mestrado, apresentada à Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo.

Orientador: Matias, Alberto Borges.

1. Valor. 2. Criação de Valor. 3. Instituições Privadas de Ensino Superior.

SILVA, F. R. M. Criação de valor em instituições privadas de ensino superior de capital aberto no Brasil. Dissertação apresentada ao Programa de Pós Graduação em Administração de Organizações da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, da Universidade de São Paulo, como requisito para obtenção do título de Mestre em Ciências.

Aprovado em:

Banca Examinadora

Prof. Dr. _____	Instituição: _____
Julgamento: _____	Assinatura: _____

Prof. Dr. _____	Instituição: _____
Julgamento: _____	Assinatura: _____

Prof. Dr. _____	Instituição: _____
Julgamento: _____	Assinatura: _____

Dedico essa dissertação aos meus pais,
que me deram a vida, me ensinaram a lutar
e sempre acreditaram no meu potencial.

Agradeço, especialmente, ao Prof. Dr. Alberto Borges Matias, que, com paciência e zelo, orientou-me na elaboração deste trabalho.

Agradeço também:

- ao Prof. Edison Simoni, da FECAP, pelo grande incentivo ao meu ingresso no Programa de Pós-Graduação em Administração de Organizações da FEA-RP/USP e ao meu desenvolvimento acadêmico e profissional, bem como pelas valiosas contribuições dadas ao longo desta dissertação;
- a Profa. Dr. Sônia Valle Walter Borges de Oliveira e ao Prof. Dr. André Lucirton Costa, pelas valiosas observações feitas no exame de qualificação desta dissertação;
- aos demais Professores do Programa de Pós-Graduação em Administração, pelos ensinamentos transmitidos ao longo do Curso;
- aos colegas de Pós-Graduação em Administração da FEA-RP/USP, pelo apoio e amizade, em especial à Débora Segato Martins e à Raquel Torres Reis, com quem tive oportunidade de conviver ao longo desta etapa, compartilhando angústias, sonhos e conquistas;
- aos colegas da FECAP, pelo grande apoio e amizade, em especial aos Profs. Dr. Ary Rocco, Dr. João Maurício G. Boaventura, Dra. Sandra H. Terciotti, Dr. Sérgio de G. Franco, Taiguara de F. Langrafe e Wanderley Carneiro;
- aos meus pais, pela oportunidade de estudar, pela paciência, pelo apoio em todas as minhas decisões e em cada desafio assumido. Ao meu irmão e amigo agradeço pela força e pelo apoio que sempre me deu;
- ao meu avô Álvaro, que me ajudou a tornar real a oportunidade de viver esse desafio. A minha família pelo apoio e paciência;
- ao Bruno Silvestre, pela paciência e apoio na finalização deste trabalho.
- ao meus amigos, que sempre me incentivaram e me apoiaram ao longo desta etapa. A amizade e o carinho recebido sempre me levaram além.
- a Mariana Sasazaki, uma grande amiga que ganhei neste processo, pela amizade e pelo carinho que mostrou por mim e pelos muitos favores que me fez e ainda faz, sempre de bom humor e disposta a ajudar;
- a todos que, mesmo não tendo sido nominalmente citados, direta ou indiretamente contribuíram para a concretização deste sonho.

Tudo isso não seria possível sem uma luz divina. Luz essa que se fez presente em cada segundo de todo o processo. Agradeço a Deus por estar presente na minha vida.

**“O sucesso nasce do querer, da determinação e da persistência
em se chegar a um objetivo. Mesmo não atingindo o alvo,
quem busca e vence obstáculos, no mínimo fará coisas admiráveis.”**

José de Alencar

RESUMO

SILVA, F. R. M. **Criação de valor em instituições privadas de ensino superior de capital aberto no Brasil**. 2011. Dissertação (Mestrado em Ciências) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2011.

Nos últimos anos o setor privado foi obtendo presença majoritária no ensino superior brasileiro, chegando a atender 74% dos alunos matriculados, no ano de 2009. O segmento experimentou um período de forte expansão, após a promulgação da Lei de Diretrizes e Bases da Educação – LDB – (entre 1997 e 2002), e com o lançamento, pelo Governo Federal, de medidas que incentivaram o investimento privado no setor de ensino superior. Esse crescimento vivido pelo segmento está se esgotando e a competitividade no setor está aumentando. Nessa realidade competitiva em que as empresas estão imersas, os gestores devem buscar continuamente tornar suas empresas capazes de, no curto prazo, produzir resultados financeiros para garantir sua sobrevivência e que sejam compensadores a ponto de atrair o interesse e o capital de investidores; e ainda, no longo prazo, garantir a capacidade de renovação e adaptação do negócio às novas exigências do mercado. Neste contexto, a gestão baseada no valor surge como um instrumento gerencial para garantir a criação de valor para os acionistas e *stakeholders*. O objetivo deste trabalho é identificar e analisar a criação de valor econômico no segmento de instituições privadas de ensino superior de capital aberto no Brasil. Para medir se há criação/destruição de valor foi usado o modelo de GTV – Geração Total de Valor, desenvolvido pelo Prof. Dr. Alberto Borges Matias (2007), que separa a geração de valor no capital de giro (curto prazo) e no longo prazo. O estudo desenvolvido conclui que as instituições privadas de ensino superior de capital aberto no Brasil geram valor no curto prazo, mas destroem no longo prazo.

Palavras-chave: Valor. Criação de Valor. Instituições Privadas de Ensino Superior.

ABSTRACT

SILVA, F. R. M. Value creation in private institutions of college education companies in Brazil that are publicly-traded. 2011. Dissertation (Masters in Science) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2011.

In recent years, the private sector gained a dominant share of Brazilian college education market, encompassing 74% of students enrolled in the year 2009. The industry experienced a period of strong expansion, after the promulgation of the Law of Directives and Basis of Education - LDB - (between 1997 and 2002) and with the launch by the Federal Government of measures that encouraged private investment in college education. The growth experienced by this industry is reaching its limit and competition is increasing. In this competitive reality in which companies are immersed, managers must continually seek to make their companies, in the short term, produce financial results to ensure their survival and be worth enough to attract the interest and capital of investors. As well, in the long term, managers must ensure the capacity for renewal and adaptation of the business to new market demands. In this context, value-based management emerged as a management tool to ensure value creation for shareholders and stakeholders. The main aim of this study is to identify and analyze the creation of economic value by private college education companies that are publicly-traded in Brazil. To measure whether there is creation / destruction of value, it was used the GTV model - Total Value Generation, developed by Prof. Dr. Alberto Borges Matias (2007), which separates the generation of value in two components: working capital (short term) and long term. The study conclude that the private college education companies that are publicly-traded in Brazil create value in the short term, but they destroy in the long term.

Keywords: Value. Value Creation. Private College Education Companies.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Níveis de identificação de value drivers	18
Figura 2 – Níveis de identificação de value drivers	19

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Taxas de crescimento das matrículas do setor privado na graduação presencial no Brasil ..	3
Gráfico 2 – Taxas de crescimento da oferta de vagas no setor privado da graduação presencial no Brasil	4
Gráfico 3 – Taxas de crescimento dos ingressantes no setor privado da graduação presencial no Brasil e Relação Ingresso/Vaga	5
Gráfico 4 – Relação Ingresso/Nº de Cursos no setor privado da graduação presencial no Brasil	8

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Capacidades diferenciadoras e direcionadores de valor	20
Quadro 2 – Capacidades diferenciadoras e direcionadores de valor	21
Quadro 3 – Estratégia de liderança em custos e táticas de suporte classificadas pelos direcionadores de valor.....	22
Quadro 4 – Estratégia de diferenciação e táticas de suporte classificadas pelos direcionadores de valor	23

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Evolução do número de matrículas na graduação presencial do Brasil.....	2
Tabela 2 – Evolução do número de IES privadas na graduação presencial do Brasil.....	8
Tabela 3 – Índice de Inflação IGP-M e Fator de Correção Monetária	61
Tabela 4 - Prêmio pelo Risco do Mercado Norte-Americano	72
Tabela 5 - Geração de Valor na Atividade (GVA) - ANHANGUERA.....	75
Tabela 6 – Geração de Valor em Finanças (GVF) – ANHANGUERA	76
Tabela 7 – Geração de Valor no Capital de Giro (GVG) – ANHANGUERA	78
Tabela 8 - Valor Gerado pelo Realizável a Longo Prazo (VRLP) e o Valor Gerado pelo Ativo Permanente (VAP) – ANHANGUERA	79
Tabela 9 – Geração de Valor no Longo Prazo (GVLP) – ANHANGUERA	80
Tabela 10 – Geração Total de Valor (GTV) – ANHANGUERA.....	80
Tabela 11 – Geração de Valor na Atividade (GVA) – ESTÁCIO.....	81
Tabela 12 – Geração de Valor em Finanças (GVF) – ESTÁCIO.....	82
Tabela 13 – Geração de Valor no Capital de Giro (GVG) – ESTÁCIO	83
Tabela 14 - Valor Gerado pelo Realizável a Longo Prazo (VRLP) e o Valor Gerado pelo Ativo Permanente (VAP) - ESTÁCIO	83
Tabela 15 – Geração de Valor no Longo Prazo (GVLP) – ESTÁCIO.....	84
Tabela 16 – Geração Total de Valor (GTV) – ESTÁCIO.....	84
Tabela 17 – Geração de Valor na Atividade (GVA) – KROTON.....	85
Tabela 18 – Geração de Valor em Finanças (GVF) – KROTON.....	85
Tabela 19 – Geração de Valor no Capital de Giro (GVG) – KROTON.....	86
Tabela 20 - Valor Gerado pelo Realizável a Longo Prazo (VRLP) e o Valor Gerado pelo Ativo Permanente (VAP) – KROTON	87
Tabela 21 – Geração de Valor no Longo Prazo (GVLP) - KROTON.....	87
Tabela 22 – Geração Total de Valor (GTV) - KROTON.....	88
Tabela 23 – Geração de Valor na Atividade (GVA) – SEB	88
Tabela 24 - Geração de Valor em Finanças (GVF) – SEB.....	89
Tabela 25 – Geração de Valor no Capital de Giro (GVG) – SEB	90
Tabela 26 - Valor Gerado pelo Realizável a Longo Prazo (VRLP) e o Valor Gerado pelo Ativo Permanente (VAP) - SEB.....	90
Tabela 27 – Geração de Valor no Longo Prazo (GVLP) – SEB	91
Tabela 28 – Geração Total de Valor (GTV) – SEB.....	91

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	2
1.1	Contextualização e Problema de Pesquisa	2
1.2	Objetivos	7
1.3	Justificativa ou Relevância do Estudo.....	7
1.4	Estrutura da Dissertação.....	10
2	REVISÃO BIBLIOGRÁFICA	12
2.1	O Valor para o Acionista.....	12
2.2	Gestão Baseada no Valor	15
2.3	EVA [®] – Economic Value Added	25
2.4	GTV – Geração Total de Valor	30
2.4.1	Geração de Valor no Capital de Giro (Curto Prazo) - GVG	31
2.4.2	Geração de Valor no Longo Prazo - GVLP.....	36
2.5	Custo de Capital	40
2.5.1	Custo de Capital Próprio	41
2.5.2	Custo de Capital de Terceiros	46
2.6	Ajustes nas Demonstrações Contábeis	47
2.7	Outras Medidas de Gerenciamento de Valor	51
3	METODOLOGIA.....	53
3.1	Tipo de Pesquisa.....	53
3.2	Universo da Pesquisa	54
3.3	Coleta de Dados	57
3.4	Ajustes Realizados	58
3.5	Análise dos Dados.....	60
3.6	Premissas adotadas para aplicação do modelo de GTV – Geração Total de Valor.....	62
4	APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS	75
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	92
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	94
	APÊNDICES.....	98

1 INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização e Problema de Pesquisa

Conforme dados do Censo da Educação Superior¹, realizado pelo Instituto Nacional de Estudos e Pesquisas Educacionais Anísio Teixeira (INEP), com base no ano de 2009, cerca de 5,1 milhões de alunos estavam matriculados no ensino superior, sendo 3,8 milhões no ensino privado e 1,3 milhões no ensino público.

De acordo com a Tabela 01, que apresenta a evolução do número de matrículas na graduação presencial, nos últimos anos o setor privado foi obtendo presença majoritária no ensino superior brasileiro, chegando a atender aproximadamente 74% dos alunos matriculados, no ano de 2009.

Tabela 1 – Evolução do número de matrículas na graduação presencial do Brasil

Ano	Matrículas Total	%Δ	Matrículas IES Pública	%Δ	% Total	Matrículas IES Privada	%Δ	% Total
1996	1.868.529	6,2%	735.427	5,0%	39,4%	1.133.102	7,0%	60,6%
1997	1.945.615	4,1%	759.182	3,2%	39,0%	1.186.433	4,7%	61,0%
1998	2.125.958	9,3%	804.729	6,0%	37,9%	1.321.229	11,4%	62,1%
1999	2.369.945	11,5%	832.022	3,4%	35,1%	1.537.923	16,4%	64,9%
2000	2.694.245	13,7%	887.026	6,6%	32,9%	1.807.219	17,5%	67,1%
2001	3.030.754	12,5%	939.225	5,9%	31,0%	2.091.529	15,7%	69,0%
2002	3.479.913	14,8%	1.051.655	12,0%	30,2%	2.428.258	16,1%	69,8%
2003	3.887.022	11,7%	1.136.370	8,1%	29,2%	2.750.652	13,3%	70,8%
2004	4.163.733	7,1%	1.178.328	3,7%	28,3%	2.985.405	8,5%	71,7%
2005	4.453.156	7,0%	1.192.189	1,2%	26,8%	3.260.967	9,2%	73,2%
2006	4.676.646	5,0%	1.209.304	1,4%	25,9%	3.467.342	6,3%	74,1%
2007	4.880.381	4,4%	1.240.968	2,6%	25,4%	3.639.413	5,0%	74,6%
2008	5.080.056	4,1%	1.273.965	2,7%	25,1%	3.806.091	4,6%	74,9%
2009	5.115.896	0,7%	1.351.168	6,1%	26,4%	3.764.728	-1,1%	73,6%

Fonte: MEC/INEP (2004; 2009).

¹ O Censo da Educação Superior, realizado anualmente pelo Instituto Nacional de Estudos e Pesquisas Educacionais Anísio Teixeira (INEP), coleta dados sobre a educação superior brasileira com o objetivo de oferecer aos dirigentes das instituições, aos gestores das políticas educacionais, aos pesquisadores e à sociedade em geral, informações detalhadas sobre a situação atual e as grandes tendências do setor.

A evolução das matrículas no setor privado de graduação presencial é ilustrada no Gráfico 01, a seguir.

Gráfico 1– Taxas de crescimento das matrículas do setor privado na graduação presencial no Brasil

Fonte: MEC/INEP (2004; 2009).

O segmento de ensino superior privado no Brasil experimentou um período de forte expansão, como pode ser observado no Gráfico 01, após a promulgação da Lei de Diretrizes e Bases da Educação – LDB² – (entre 1997 e 2002), e com o lançamento, pelo Governo Federal, de medidas que incentivaram o investimento privado no setor de ensino superior. As principais iniciativas adotadas foram a flexibilização das regras para a abertura de cursos e instituições e a possibilidade de instituições de ensino superior (IES) serem constituídas enquanto empresas com finalidades lucrativas. Como consequência, observou-se uma rápida expansão da oferta de vagas em IES privadas. Conforme dados do INEP, ilustrados no Gráfico 02, as Instituições de Ensino Superior (IES) Privadas, no Brasil, foram responsáveis por um crescimento de 515% da oferta de vagas no período 1996-2009. Vale ressaltar que essas vagas são oferecidas aos ingressantes nos processos seletivos de graduação presencial das instituições de ensino privadas.

² Lei nº 9.394, de 20 de dezembro de 1996.

Desde 2003, como pode ser observada no Gráfico 01, a taxa de crescimento das matrículas no setor privado de graduação presencial está apresentando queda. Em 2009, último ano de publicação do Censo da Educação Superior, a taxa de crescimento apresentou-se negativa, mostrando o único ano em que houve queda no número de matrículas do ensino superior privado presencial no Brasil.

Gráfico 2 – Taxas de crescimento da oferta de vagas no setor privado da graduação presencial no Brasil

Fonte: MEC/INEP (2004; 2009).

O crescimento vivido pelo segmento de ensino superior privado, entre os anos de 1997 e 2006, está se esgotando. De acordo com dados do INEP, mostrados no Gráfico 03, a taxa de crescimento dos alunos ingressantes caiu significativamente em 2004, mostrando melhora em 2005, que pode ser explicada pela criação do Programa Universidade para Todos (ProUni³), e a partir de 2006, a queda passou a ser constante, mostrando estagnação no setor. Em 2009, a taxa de crescimento foi negativa, o que mostra que o número de ingressantes caiu em relação a 2008.

³ O Programa Universidade para Todos (ProUni) foi criado em 2004, pela Lei nº 11.096/2005, e tem como finalidade a concessão de bolsas de estudos integrais e parciais a estudantes de cursos de graduação e de cursos sequenciais de formação específica, em instituições privadas de educação superior. As instituições que aderem ao programa recebem isenção de tributos.

Gráfico 3 – Taxas de crescimento dos ingressantes no setor privado da graduação presencial no Brasil e Relação Ingresso/Vaga

Fonte: MEC/INEP (2004; 2009).

Ainda com base nos dados do INEP, apresentados no Gráfico 03, observa-se que desde 1998, a relação ingresso⁴/vaga no ensino superior privado no Brasil vem caindo. Essa queda sinaliza um aumento na competitividade do setor.

Nessa realidade competitiva em que as empresas estão imersas, os gestores devem buscar continuamente tornar suas empresas capazes de, no curto prazo, produzir resultados financeiros para garantir sua sobrevivência e que sejam compensadores a ponto de atrair o interesse e o capital de investidores; e ainda, no longo prazo, garantir a capacidade de renovação e adaptação do negócio às novas exigências do mercado. Neste contexto, a gestão baseada no valor surge como um instrumento gerencial para garantir a criação de valor para os acionistas e *stakeholders*⁵.

⁴ Utilizaram-se os dados dos ingressos, já que os candidatos podem se inscrever em mais de um processo seletivo, para não distorcer a realidade do setor.

⁵ Todos os envolvidos e com interesse na organização. São os que financiam a empresa (acionistas, credores e fornecedores) e os inseridos no seu ambiente interno e externo (empregados, governos e sociedade em geral).

Desta maneira, a moderna gestão de empresas descarta a postura convencional de busca pelo lucro e rentabilidade e cede espaço a uma gestão voltada à riqueza dos acionistas. Young e O'Byrne (2003, p. 26) afirmam:

Embora os administradores estejam sentindo uma pressão cada vez maior para produzir valor, quase sempre eles não dispõem das ferramentas de diagnóstico necessárias. Além disso, falta-lhes a linguagem de criação de valor, isto é, formas de convencer os fornecedores de capital que o seu dinheiro será produtiva e lucrativamente empregado pelas companhias.

Dentre as medidas de desempenho ligadas à geração de valor ao acionista, uma que tem se destacado na literatura acadêmica e tem sido adotada por empresas mundiais, é o EVA[®] – *Economic Value Added* ou Valor Econômico Adicionado. O EVA[®] é uma medida de desempenho desenvolvida e registrada pela empresa de consultoria norte-americana Stern e Stewart Co. (EUA) que recupera a idéia de lucro econômico ou lucro residual.

Em seu nível mais básico, o EVA, uma sigla para valor econômico agregado, é uma medida de desempenho empresarial que difere da maioria das demais ao incluir uma cobrança sobre o lucro pelo custo de todo o capital que uma empresa utiliza. Mas o EVA é muito mais do que uma simples medida de desempenho. É a estrutura para um sistema completo de gerência financeira e remuneração variável que pode orientar cada decisão tomada por uma empresa, da sala do conselho até o chão da fábrica; que pode transformar uma cultura corporativa; que pode melhorar as vidas profissionais de todos na organização, fazendo com que sejam mais bem-sucedidos; e que pode ajudá-los a produzir maior valor para os acionistas, clientes e para eles próprios. (EHRBAR, 1999, p.01).

Para Matias (2007a), o EVA[®] resulta da diferença entre o retorno sobre o capital investido em ativos existentes e o custo do capital investido, ou seja, a empresa irá gerar valor quando o retorno de suas operações for maior que a remuneração exigida pelos detentores de capital (credores e acionistas).

Conforme a importância da gestão baseada no valor, a estabilização no crescimento do setor de ensino superior privado e a crescente competitividade entre as instituições de ensino privadas no país, o problema de pesquisa pode ser expresso pela seguinte pergunta: **As instituições privadas brasileiras de ensino superior de capital aberto criam valor?**

1.2 Objetivos

Este trabalho tem como objetivo principal identificar e analisar a criação de valor econômico no segmento de instituições privadas de ensino superior de capital aberto no Brasil.

Para alcançar esse objetivo geral, são formulados os seguintes objetivos específicos:

- Realizar uma revisão bibliográfica a respeito da literatura gerencial e acadêmica sobre o assunto;
- Ajustar as informações, obtidas a partir das demonstrações contábeis das empresas analisadas, elaboradas em conformidade com os princípios fundamentais de contabilidade, para refletir adequadamente o valor do capital investido e do lucro econômico nos períodos considerados para a pesquisa;
- Caracterizar o modelo sugerido para medir o valor adicionado, desenvolvido pelo Prof. Dr. Alberto Borges Matias (2007), que recebe o nome de modelo da GTV – Geração Total de Valor e que separa a geração de valor em valor adicionado no capital de giro (curto prazo) e valor adicionado no longo prazo.
- Aplicar esse modelo para medir a criação/destruição de valor, no curto e no longo prazo, das instituições de ensino superior de capital aberto do Brasil, com negociações na Bovespa, e analisar os resultados encontrados.

1.3 Justificativa ou Relevância do Estudo

O setor de ensino superior privado vive um período de desaceleração no crescimento, após expansão vivida no período entre 1997 e 2006, conforme redução da taxa de crescimento dos ingressantes na graduação presencial apresentada no Gráfico 03. Além dessa estabilização no crescimento da demanda, os dados do INEP, apresentados na Tabela 02, mostram redução no crescimento do número de IES privadas, sendo que em 2008 ocorreu redução desse número de IES, tornando o setor mais competitivo.

Desde 1998, baseados nos dados do INEP apresentados no Gráfico 04, a relação ingresso/nº de cursos no ensino superior privado no Brasil vem caindo, pois as instituições estão aumentando a oferta de cursos em proporção maior que o aumento da demanda. Essa queda também caracteriza um aumento na competitividade do setor.

Tabela 2 – Evolução do número de IES privadas na graduação presencial do Brasil

Ano	Nº de IES	%Δ
1996	711	3,9%
1997	689	-3,1%
1998	764	10,9%
1999	905	18,5%
2000	1.004	10,9%
2001	1.208	20,3%
2002	1.442	19,4%
2003	1.652	14,6%
2004	1.789	8,3%
2005	1.934	8,1%
2006	2.022	4,6%
2007	2.032	0,5%
2008	2.016	-0,8%
2009	2.069	2,6%

Fonte: MEC/INEP (2004; 2009).

De acordo com informações da BM&FBOVESPA⁶, o ano de 2007 merece destaque, pois foi o ano dos IPO (ofertas públicas iniciais de ações) de instituições de ensino, marcando o início do movimento de fusões e aquisições do setor, que acirra ainda mais a competitividade no setor. A gestão baseada no valor surge como uma alternativa para as instituições de ensino competirem e se destacarem no mercado.

Gráfico 4 – Relação Ingresso/Nº de Cursos no setor privado da graduação presencial no Brasil

Fonte: MEC/INEP (2004; 2009).

⁶ Conforme os prospectos de distribuição pública de ações das quatro IES presentes na BM&FBOVESPA, a abertura de capital dessas empresas ocorreram no ano de 2007. Esses prospectos também mostram que uma das razões principais para abertura de capital foi a intenção dessas empresas de realizar fusões e aquisições.

A gestão do valor nas organizações sinaliza uma fase de aprendizagem contínua. Diversas empresas ainda não estão adotando modelos de gestão que possam agregar valor para os acionistas e *stakeholders*. Stewart III (2005, p. 23) afirma:

Em muitas empresas, a tão desejada busca do valor é entendida como um sistema de gestão obsoleto e irremediável. Enfatizam-se, de modo equivocado, objetivos financeiros, medidas de desempenho e procedimentos de avaliação. Os administradores são recompensados por seus esforços de maneira imprópria e, em muitos casos, inadequada. Os balanços são mal elaborados, quando muitas vezes é necessária precisão cirúrgica. Tais problemas clamam por abordagens de gestão financeira profundamente diferentes das práticas correntes, o que requer uma verdadeira revolução na maneira de pensar a gestão das organizações.

Portanto, é imprescindível mudar os conceitos e modelos tradicionais de gestão. Num mercado cada vez mais competitivo, faz-se necessária a adoção de modelos de gestão financeira que busquem a agregação de valor para a empresa e seus *stakeholders*.

Assaf Neto e Araújo (2003) constataram em seu estudo a importância da contabilidade na moderna administração empresarial, apontaram a necessidade de modernização do sistema contábil, apresentaram os fundamentos de um modelo de gestão baseada no valor, comparativamente aos procedimentos tradicionais de administração focada nos lucros e, por fim, constataram a relevância da informação contábil sob a ótica da essência econômica.

Pelo levantamento bibliográfico⁷ realizado, verificou-se que ainda são poucas as pesquisas realizadas sobre o tema proposto (gestão baseada em valor e o uso do EVA® como medida de desempenho) no Brasil.

Saurin, Mussi e Cordioli (2000) realizaram um estudo analisando o desempenho econômico de empresas estatais brasileiras com base no EVA®. Gartner e Garcia (2005) apresentaram uma metodologia para cálculo do valor econômico adicionado das empresas químicas e petroquímicas brasileiras. Essa metodologia teve como base o cálculo do Lucro Econômico (LE), considerando o resultado operacional das empresas. Assaf Neto, Araújo e Fregonesi (2006) mostraram uma adequação da gestão baseada em valor para empresas do terceiro setor e apresentaram o cálculo do EVA® para uma organização sem fins lucrativos.

⁷ No levantamento bibliográfico foram consultados livros, artigos acadêmicos, teses e dissertações sobre o tema.

Krauter e Sousa (2007) compararam as medidas de desempenho financeiro mais citadas na literatura. A partir dos dados financeiros da Petróleo Brasileiro S/A – Petrobrás, foram calculadas as seguintes medidas de desempenho: Lucro Operacional, Lucro Líquido, Lucro por Ação, Fluxo de Caixa das Operações, NOPAT (*Net Operating Profit After Taxes*), EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*), RONA (*Return On Net Assets*), Lucro Econômico, EVA® (*Economic Value Added*), CVA (*Cash Value Added*), MVA® (*Market Value Added*), TSR (*Total Shareholder Return*), Fluxo de Caixa Livre para os acionistas e CFROI (*Cash Flow Return On Investment*). Os resultados mostraram que não existe medida ideal. A escolha da medida de avaliação de desempenho depende da finalidade pretendida pelos gestores.

Bonacin e Araujo (2009) confirmaram em seu estudo a possibilidade de adaptar o EVA® para as entidades públicas, inclusive do setor hospitalar.

Neste estudo, é usado como medida de desempenho o modelo da GTV – Geração Total de Valor, que assim como o EVA®, mensura o valor econômico agregado, mas separa a geração de valor em valor adicionado no capital de giro (curto prazo) e valor adicionado no longo prazo.

Este trabalho pretende contribuir para que mais pesquisadores se interessem pelo assunto, a partir do qual poderão surgir novas pesquisas, como por exemplo, no sentido do uso integrado do EVA® ou do GTV com outras ferramentas gerenciais na gestão de Instituições de Ensino Superior.

1.4 Estrutura da Dissertação

O trabalho está organizado da seguinte maneira:

O capítulo 1, de introdução, descreve o problema de pesquisa, os objetivos, a justificativa ou relevância do estudo e a estrutura do trabalho. No capítulo 2, é desenvolvida a revisão da literatura sobre o tema, tratando dos conceitos relacionados à criação de valor e ao EVA®. No capítulo 3, os aspectos metodológicos são apresentados com mais detalhes. O capítulo 4

apresenta os resultados e sua respectiva análise. No capítulo 5, são relatadas as considerações finais sobre a pesquisa realizada, bem como sugestões para trabalhos futuros. Por fim, são relacionadas as referências bibliográficas utilizadas na elaboração da pesquisa.

2 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

2.1 O Valor para o Acionista

Sob o ponto de vista da teoria de finanças, de acordo com autores como Assaf Neto (1999), Damodaran (2002a), Gitman (2004), Brealey e Myers (2008), Ross; Westerfield e Jaffe (2002) e Matias (2007a), o objetivo principal das empresas deve ser a maximização da riqueza dos acionistas (proprietários).

Segundo Matias (2007a), muitos estudos mostram que ter a maximização da riqueza dos proprietários como objetivo das empresas não concentra a renda nem espolia as classes trabalhadoras. Significa, sim, gerar valor também para os seus *stakeholders*.

Assaf Neto (1999, p. 02) afirma que:

O investimento do acionista revela atratividade econômica somente quando a remuneração oferecida for suficiente para remunerar o custo de oportunidade do capital próprio aplicado no negócio. Por custo de oportunidade entende-se o retorno da melhor alternativa de investimento, abandonada em troca da aceitação de uma outra oportunidade de investimento, de mesmo risco. [...] Toda decisão que seja capaz de promover um valor presente líquido (NPV) positivo, agrega valor à empresa. Este valor agregado é incorporado pelo mercado na avaliação das ações, gerando riqueza aos acionistas, principalmente se a empresa demonstrar competência de repassar a informação e credibilidade em seus resultados aos investidores.

De acordo com Rappaport (2001), antes da década de 90, as aplicações do conceito de valor para o acionista consistiam basicamente na avaliação de investimentos de capital e precificação de aquisições, com modelos de fluxo de caixa descontado. Atualmente, as empresas podem incluir medidas de valor para o acionista ao planejamento e avaliação geral do desempenho de seus negócios. Nesse contexto, o conceito de valor também é utilizado para o gerenciamento e como indicador de desempenho de uma empresa.

Conforme Assaf Neto (1999), o objetivo da empresa moderna ser a busca de valor para os acionistas pode ser explicado por diversas razões:

- a abertura de mercado demonstrou, para inúmeros administradores, que é o mercado que avalia os investimentos das empresas, cabendo aos gestores a responsabilidade de serem

eficientes em suas decisões, selecionando as melhores estratégias financeiras que adicionam riqueza aos acionistas;

- a globalização atua de forma bastante precisa sobre os mercados financeiros, sintetizando-os praticamente a um único mercado mundial. Os investidores são aptos, no ambiente globalizado, de mudar rapidamente os fluxos de seus capitais, buscando alternativas mais atraentes em qualquer parte do mundo;
- o mercado competitivo atual deixa espaço somente para empresas eficientes, que mostram capacidade de agregar valor em suas decisões;
- o desenvolvimento profissional dos modernos gestores e a preservação de seus empregos, passam necessariamente no atendimento das expectativas dos acionistas de maximizar o valor de mercado da empresa.

Matias (2009) explica o conceito de valor nas seguintes palavras:

Valor pode ser conceituado, em finanças, como a capacidade (qualidade) que os ativos tem de proporcionar à organização fluxos de caixa positivos, no futuro. Dessa forma, o conceito de valor está associado ao futuro, com todos os pontos críticos relacionados à projeção de valores para o futuro, tais como mudanças de hábitos de consumo, taxas de juros, alterações tributárias, dentre outras.

Segundo Assaf Neto (1999), o valor é uma medida completa, pois considera em seu cálculo a geração operacional de caixa atual e potencial, a taxa de atratividade dos proprietários de capital (credores e acionistas) e o risco associado ao investimento. Trata-se de uma visão de longo prazo, voltada à continuidade do negócio, indicando o poder de ganho e viabilidade de um projeto.

Copeland, Koller e Murrin (2000) afirmam que o valor de uma organização é determinado pelos fluxos de caixas futuros descontados e é criado quando o retorno do investimento excede seu custo de capital. Rappaport (2001), também aponta que o valor econômico de um investimento é estimado ao descontar fluxos de caixa previstos pelo custo de capital. Conforme o autor, esses fluxos de caixa servem como ponto de partida para os retornos dos acionistas com base em dividendos e valorização do preço da ação.

Damodaran (2002b), seguindo a mesma ótica dos autores anteriores, afirma que o valor de uma organização está baseado na capacidade que ela tem para gerar fluxos de caixa e na incerteza a eles associada e depende de quatro variáveis: os fluxos de caixa que decorrem dos ativos instalados (investimentos existentes), o crescimento previsto desses fluxos de caixa, a duração do período durante o qual a empresa pode manter o alto crescimento e o custo de capital.

O objetivo de criar valor, conforme Assaf Neto (1999), requer determinadas estratégias financeiras e novas medidas de sucesso empresarial, voltadas a agregar riqueza aos proprietários da empresa. A criação de valor ultrapassa o objetivo de cobrir os custos explícitos identificados nas vendas e incorpora a remuneração dos custos implícitos, ou seja, do custo de oportunidade do capital investido, ignorado pela contabilidade tradicional.

Conforme Young e O'Byrne (2003), a perspectiva de valor é original, pois é a única que reúne todas as informações sobre a empresa, incluindo:

- Vendas e crescimento do *market share*;
- Satisfação do cliente;
- Confiabilidade dos produtos;
- Relações com fornecedores;
- Produtividade do trabalho e relações do trabalho;
- Impostos;
- Ação judicial ou regulatória empreendida pelos governos devido a danos ambientais, evasão fiscal ou emissões fraudulentas de títulos;
- Pagamento do principal e dos juros dos provedores de recursos;
- Reputação junto a bancos e outros credores; e
- Retorno sobre o capital investido.

A percepção dos autores, citados anteriormente, não foca apenas a criação de valor para os acionistas, é voltada também para o relacionamento com *stakeholders*. De acordo com os autores:

O motivo pelo qual o valor (dimensão financeira) incorpora todos esses fatores é simples, os acionistas possuem direitos residuais sobre a empresa. Eles serão os últimos que serão pagos. As medidas

convencionais do desempenho operacional da empresa não influenciam apenas os aspectos do valor, mas também os direitos de todos os demais intervenientes da empresa, como clientes, funcionários, administradores, fornecedores, comunidade local e governo. Em resumo, as empresas que negligenciarem tais intervenientes não podem gerar valor para os acionistas. (YOUNG; O'BYRNE, 2003, p.30).

Copeland, Koller e Murrin (2000) colocam em evidência a sua importância ao afirmarem que o valor é a melhor métrica de desempenho, por exigir informação completa. Segundo os autores, para se entender completamente o processo de criação de valor é preciso que uma perspectiva de longo prazo seja adotada, que os fluxos de caixa tanto da demonstração de resultados como do balanço patrimonial sejam gerenciados e comparados em diferentes períodos ajustados por seus riscos.

2.2 Gestão Baseada no Valor

Num contexto cada vez mais competitivo, houve o surgimento da necessidade dos gestores em gerar valor aos acionistas, assim, atualmente, é imprescindível a criação permanente de valor para a continuidade das empresas. De acordo com Rappaport (2001, p. 17):

No início da década de 80, havia poucas empresas comprometidas sem ambigüidade à geração de valor para o acionista. Enquanto muitas empresas utilizavam apenas partes das aplicações da abordagem de valor para o acionista, como a análise de fluxo de caixa descontado para decisões de orçamento de capital e para a precificação de fusões e aquisições, o pensamento dos gestores era governado por uma orientação aos lucros de curto prazo. O movimento de aquisições agressivas na segunda metade da década de 80 proporcionou um incentivo poderoso para que os gestores se concentrassem na criação de valor.

Frezatti (1998, p. 05) confirma e justifica a demora na adoção da ferramenta:

O tema não se constitui em novidade conceitual, já que vem sendo tratado desde longa data, contudo é evidente que durante muito tempo a grande preocupação aos autores estava restrita a contribuições conceituais, sem se ater a aplicação das mesmas, o que dificultou a sua aceitação e propagação. Atualmente, a visão mais pragmática permite a aplicabilidade, discussão e mesmo o aperfeiçoamento da metodologia.

Segundo Rappaport (2001), a abordagem de geração de valor para o acionista é um processo disciplinado para a avaliação da atividade organizacional e não um exercício financeiro com números.

Segundo Copeland, Koller e Murrin (2000, p. 86) a gestão baseada em valor: “... é uma abordagem administrativa segundo a qual as aspirações da empresa, suas técnicas analíticas e seus processos gerenciais são alinhados para ajudá-la a maximizar seu valor”.

“A administração baseada em valor pode ser entendida como a combinação de uma cultura voltada para a criação de valor e dos processos e sistemas administrativos necessários para traduzir essa cultura em ação” (Ibid., p. 90).

Young e O’Byrne (2003) afirmam que na gestão baseada em valor, todos em uma organização devem priorizar ações que contribuam para o valor da empresa. Dessa forma, todos os processos e sistemas importantes de uma organização devem ser orientados à criação de valor.

O conceito de *value based management* (VBM) ou gestão baseada em valor é definido por Copeland, Koller e Murrin (2000, p.87) nas seguintes palavras:

A VBM é um processo integrador, cujo objetivo é melhorar o processo de tomada de decisões estratégicas e operacionais na organização como um todo, a partir da ênfase atribuída aos principais *value drivers*⁸ da empresa. A prioridade da VBM não deve ser a metodologia, mas sim a mudança na cultura da empresa. Um administrador que tenha o valor como princípio está tão interessado nas sutilezas do comportamento organizacional como em usar a avaliação como métrica do desempenho e ferramenta de decisão.

Copeland, Koller e Murrin (2002) definem direcionadores de valor como elementos que têm mais impacto sobre o valor de uma empresa. Os autores afirmam que a definição destes direcionadores pode auxiliar a organização de três maneiras: ajudar os administradores e seus colaboradores a entender como é criado o valor e como pode ser maximizado; orientar para melhorar a alocação de recursos visando maximizar valor da empresa; e unir os gestores e suas equipes das unidades de negócios em torno das mesmas prioridades.

⁸ Direcionadores de valor.

De forma semelhante, Assaf Neto (1999) define direcionador de valor como qualquer variável que expressa uma influência efetiva sobre o valor da empresa. Para o autor, para analisar esses indicadores deve-se estudar toda a cadeia de resultados que agrega valor para a organização, bem como as áreas responsáveis pela tomada de decisões, identificando seus pontos fortes e fracos. Os esforços de toda a organização devem estar orientados ao cumprimento das metas estabelecidas.

Copeland, Koller e Murrin (2000) propõem outra classificação para os direcionadores de valor, conforme Figura 01, que consiste na separação destes em três níveis:

- Genérico: em que as margens operacionais e o capital investido são combinados para calcular o *Return on Invested Capital* (ROIC)⁹;
- Da unidade de negócio: em que variáveis como o mix de clientes são particularmente importantes; e
- Operacionais: em que se faz necessário vincular os direcionadores de valor às ações e decisões específicas dos gestores.

De acordo com Rapaport (2001), diversos fatores podem influenciar o valor de qualquer negócio e, quando confrontados com a necessidade de gerenciar esses fatores, muitos gestores encontram dificuldade no estabelecimento de prioridades. A contribuição da gestão baseada em valor é auxiliá-los a estabelecerem essas prioridades. Para o autor, o valor de uma organização depende de sete direcionadores financeiros: crescimento em vendas, margem de lucro operacional, investimento incremental em ativos fixos, investimento incremental em capital de giro, alíquota de imposto de renda base caixa, custo de capital e duração do crescimento em valor. Por serem amplos demais e dificultarem a tomada de decisão, Rapaport afirma que os gestores devem estabelecer, para cada negócio, microdirecionadores de valor que influenciem os sete direcionadores de valor macro, ou financeiros. A figura 02 mostra um exemplo da ligação entre os micro e macrodirecionadores de valor.

⁹ Retorno sobre o Capital Investido

Figura 1 – Níveis de identificação de value drivers

Fonte: Copeland, Koller e Murrin (2000, p. 97).

Para Rappaport (2001), a análise dos direcionadores de valor é uma importante etapa na busca por iniciativas estratégicas com maior impacto na criação de valor. Esta análise é composta por três passos: o desenvolvimento de um “mapa” dos direcionadores de valor do negócio; a identificação dos direcionadores que têm maior impacto sobre o valor e a determinação dos direcionadores que podem ser influenciados pelos gestores. O objetivo é a identificação dos direcionadores que têm grande impacto sobre o valor e que também são controláveis.

De acordo com Assaf Neto (1999), o principal indicador de agregação de riqueza ao acionista é a criação de valor econômico, que é realizada por meio da escolha eficiente de estratégias financeiras e capacidades diferenciadoras. Para avaliar a capacidade de geração de valor da

organização são definidos direcionadores de valor, cobrindo as diversas variáveis das estratégias adotadas pela sua administração.

Figura 2 – Níveis de identificação de value drivers

Fonte: Rappaport (2001, p. 196).

Capacidades diferenciadoras são estratégias adotadas para permitir que as empresas atuem com um nível de diferenciação em relação à concorrência, assumindo uma vantagem competitiva e agregando valor aos acionistas. A capacidade diferenciadora objetiva a elevação do preço de mercado da empresa, apurando um retorno esperado que exceda o custo de oportunidade do capital investido. O desempenho verificado no passado não garante o sucesso no futuro (ASSAF NETO, 1999). Estão ilustradas no Quadro 01, as mais importantes capacidades diferenciadoras adotadas pelas organizações e algumas sugestões de direcionadores de valor.

Segundo Assaf Neto (1999, p. 04), “as estratégias financeiras, assim como as capacidades diferenciadoras, estão voltadas ao objetivo da empresa de criar valor aos seus acionistas.” As estratégias podem ser classificadas em três dimensões: operacionais, financiamento e investimento, conforme apresentadas no Quadro 02.

CAPACIDADES DIFERENCIADORAS	OBJETIVO ESTRATÉGICO	DIRECIONADORES DE VALOR
Relações de negócios	Conhecer a capacidade de relacionamento da empresa com o mercado financeiro, fornecedores, clientes e empregados, como fundamento diferenciador do sucesso empresarial.	Fidelidade dos clientes; Satisfação dos empregados; Atendimento dos fornecedores; Alternativas de financiamento.
Conhecimento do negócio	Ter a visão ampla da empresa, a sinergia do negócio. Visa o efetivo conhecimento de suas oportunidades e mais eficientes estratégias de agregar valor.	Necessidades dos clientes; Dimensão e potencial do mercado; Ganhos de escala; Ganhos de eficiências operacionais.
Qualidade	Desenvolver o produto que o consumidor deseja adquirir pelo preço que se mostra disposto a pagar.	Preço de venda mais baixo; Produtos com maior giro; Medidas de redução de custos; Satisfação dos clientes com novos produtos.
Inovação	Atuar com vantagem competitiva em mercado de forte concorrência, criando alternativas inovadoras no atendimento, distribuição, vendas, produção etc.	Rapidez no atendimento; Redução na falta de estoques; Tempo de produção; Valos da marca; Tempo de lançamento de novos produtos.

Quadro 1 – Capacidades diferenciadoras e direcionadores de valor

Fonte: Assaf Neto (1999, p. 04).

É importante ressaltar que nem todas as decisões que aumentam o lucro da empresa criam valor aos seus acionistas. Estratégias de investimento que resultam no incremento do volume de vendas e dos resultados operacionais da empresa e não produzem um retorno suficiente para remunerar o custo de oportunidade dos proprietários de capital, atuam de maneira a destruir o seu valor de mercado (ASSAF NETO, 1999).

Para Rappaport (2001), estratégias criadoras de valor devem produzir retornos em excesso aos exigidos pelos mercados de capitais e, portanto, produzir valores presentes líquidos positivos. O autor ainda afirma: “A dinâmica competitiva desenvolvida no processo de formulação de estratégias deve ser traduzida em direcionadores de valor financeiro antes que uma estratégia possa ser testada em relação ao seu potencial de criação de valor” (Ibid., p. 87). Os quadros 03 e 04 apresentam táticas que objetivam alcançar vantagem competitiva, classificadas conforme

seu impacto sobre os direcionadores de valor, para estratégias de liderança em custos e de diferenciação.

ESTRATÉGIAS FINANCEIRAS	OBJETIVO ESTRATÉGICO	DIRECIONADORES DE VALOR
Operacionais	Maximizar a eficiência das decisões operacionais, estabelecendo políticas de preços, compras, vendas e estoques etc. voltadas a criar valor.	Crescimento das vendas; Prazos operacionais de cobrança e pagamentos; Giro dos estoques; Margem de lucro.
Financiamento	Por meio das decisões de financiamento, procura-se minimizar o custo de capital da empresa, promovendo o incremento de seu valor de mercado.	Estrutura de capital; Custo do capital próprio; Custo do capital de terceiros; Risco financeiro.
Investimento	Implementar estratégias de investimento voltadas a agregar valor aos acionistas, por meio da obtenção de uma taxa de retorno maior que o custo de capital.	Investimento em capital de giro; Investimento em capital fixo; Oportunidades de investimentos; Análise giro x margem; Risco operacional.

Quadro 2 – Capacidades diferenciadoras e direcionadores de valor

Fonte: Assaf Neto (1999, p. 05).

A liderança em custos tem como objetivo controlar os custos e desenvolver maneiras eficientes de projeção, produção, distribuição ou comercialização do produto. Já a diferenciação objetiva oferecer algo diferente dos concorrentes e que seja valioso para os consumidores. As táticas para gerar valor mudam conforme a estratégia escolhida pela empresa. Por exemplo, no caso da liderança em custos, a chave para o aumento da margem de lucro operacional será o controle eficiente dos custos, enquanto para a estratégia de diferenciação o foco será em estabelecer um prêmio sobre o preço (RAPPAPORT, 2001).

Direcionadores de valor	Táticas que suportam a estratégia de liderança em custos
Taxa de crescimento em vendas	<ul style="list-style-type: none"> • Manter preços competitivos; • Buscar oportunidades de participação de mercado para obter economias de escala em produção, distribuição etc.
Margem de lucro operacional	<ul style="list-style-type: none"> • Alcançar economias de escala relevantes para cada uma das atividades que gera valor. • Introduzir mecanismos que melhorem a taxa de aprendizado, por exemplo, padronização, modificações no <i>design</i> de produtos, melhorias no cronograma. • Buscar elos de redução de custos com fornecedores baseados no design de produtos, qualidade, empacotamento, processo de encomenda do produto etc.; • Buscar elos de redução de custos nos canais de distribuição; • Eliminar custos indiretos que não adicionam valor ao produto.
Investimento em capital de giro	<ul style="list-style-type: none"> • Minimizar saldo de caixa; • Gerenciar contas a receber para reduzir o período médio de recebimento; • Minimizar estoques sem prejudicar o nível exigido de serviços ao consumidor;
Investimento em ativos permanentes	<ul style="list-style-type: none"> • Promover políticas que aumentem a utilização dos ativos permanentes; • Obter ativos que aumentem a produtividade; • Vender ativos permanentes não utilizados; • Obter ativos ao custo mínimo, por exemplo, arrendamento <i>versus</i> compra.
Custo de capital	<ul style="list-style-type: none"> • Alcançar a meta da estrutura de capital ótima; • Selecionar instrumentos de dívida e capital próprio de menor custo; • Reduzir fatores de risco do negócio de maneira consistente com a estratégia.

Quadro 3 – Estratégia de liderança em custos e táticas de suporte classificadas pelos direcionadores de valor.

Fonte: Rappaport (2001, p. 88)

Direcionadores de valor	Táticas que suportam a estratégia de liderança em custos
Taxa de crescimento em vendas	<ul style="list-style-type: none"> • Estabelecer um preço mais alto; • Buscar o crescimento em segmentos do mercado nos quais o comprador está disposto a pagar um preço mais alto pela diferenciação.
Margem de lucro operacional	<ul style="list-style-type: none"> • Escolher uma combinação de atividades que criam o caminho mais eficiente para a diferenciação, por exemplo, diminuir o custo e risco para o comprador e melhorar o desempenho. • Eliminar custos que não contribuem com as necessidades do comprador.
Investimento em capital de giro	<ul style="list-style-type: none"> • Minimizar o saldo de caixa; • Ligar a política de contas a receber à estratégia de diferenciação; • Manter um nível de estoques consistente com o nível de serviços de diferenciação; • Obter as melhores condições de compra com os fornecedores.
Investimento em ativos permanentes	<ul style="list-style-type: none"> • Investir em ativos especializados que geram a diferenciação; • Adquirir ativos para um nível de utilização ótimo; • Vender ativos permanentes não utilizados; • Obter ativos ao custo mínimo, por exemplo, arrendamento <i>versus</i> compra.
Custo de capital	<ul style="list-style-type: none"> • Buscar a estrutura ótima de capital; • Selecionar instrumentos de dívida e capital próprio de menor custo; • Aumentar a diferenciação e portanto tornar a demanda menos dependente da economia em geral.

Quadro 4 – Estratégia de diferenciação e táticas de suporte classificadas pelos direcionadores de valor

Fonte: Rappaport (2001, p. 89).

Além da adoção de uma cultura baseada em valor e da identificação dos direcionadores de valor da empresa, Copeland, Koller e Murrin (2000), apontam mais quatro processos que coletivamente guiam e governam a adoção da gestão baseada em valor em uma organização. Primeiro, a empresa deve desenvolver uma estratégia para maximizar o seu valor. Depois, é necessário traduzir essa estratégia para metas de desempenho de curto e longo prazos, definidas com base nos principais direcionadores de valor. Em terceiro lugar, planos de ação ou orçamentos devem ser desenvolvidos para definir as etapas que serão cumpridas para o alcance das metas. Por fim, para o monitoramento do desempenho em relação às metas propostas e para motivar os funcionários a atingi-las, avaliações de desempenho e sistemas de incentivo devem ser adotados pela organização.

De acordo com Fregonesi (2005), como as decisões são tomadas, nas grandes empresas, por gestores e não por acionistas, torna-se necessário garantir que aqueles agirão em favor destes. A solução encontrada foi vincular o sistema de remuneração da empresa aos objetivos dos acionistas. Dessa forma, a empresa deve desenvolver um sistema de incentivos aos gestores, premiando o valor adicionado aos acionistas.

Em relação ao desempenho e sistemas de incentivo aos gestores, Copeland, Koller e Murrin (2002, p.110) afirmam:

No gerenciamento do desempenho individual encontram-se duas imperativas da criação de valor. Uma delas faz com que os administradores pensem como proprietários, por meio da ligação de sua remuneração a formas de comportamento que criem valor para o acionista. A outra é a de que, em uma economia que se baseia cada vez mais no conhecimento, o talento administrativo é, em si, uma importante fonte de valor e, portanto, as empresas precisam atrair e reter o talento por meio da oferta de incentivos atraentes. Elas precisam de um processo que ligue o comportamento individual a atividades gerais criadoras de valor e de incentivos que motivem e recompensem o bom desempenho individual.

Para Ehrbar (1999), um sistema de incentivos realmente eficaz deve alinhar o interesse financeiro dos funcionários com os dos acionistas, melhorar a motivação e o moral e ainda criar um clima onde os gestores se esforcem para gerar mais riqueza. Em outras palavras, os gestores devem pensar e agir como donos das partes do negócio que influenciam de forma mais direta.

Compartilhando a mesma visão, Rappaport (2001) afirma que o importante ao definir as medidas de desempenho é relacioná-las, de maneira adequada, a formas de remuneração que alinhem os interesses dos gestores aos dos acionistas.

Por fim, Ehrbar (1999) aponta três objetivos-chave do sistema de remuneração na gestão baseada em valor: o alinhamento dos interesses dos gestores e dos acionistas; a alavancagem, medida pela variabilidade das recompensas potenciais, motivando os gestores a assumirem riscos e tomarem decisões desagradáveis, como dispensar funcionários; e limitar o risco de gestores valorizados buscarem uma oferta melhor de trabalho.

2.3 EVA[®] – Economic Value Added

O conceito de EVA[®] – *Economic Value Added* ou Valor Econômico Agregado (VEA), apesar de ser popularizado nas duas últimas décadas, não é novidade conceitual nos meios acadêmico e empresarial. Ele está presente nos livros clássicos de economia e é conhecido como lucro econômico ou lucro residual. O conceito de lucro econômico data, pelo menos de 1890, quando o economista Alfred Marshall afirmou:

Quando uma pessoa dirige uma empresa, o seu lucro anual é formado pelo excedente de suas receitas sobre as despesas durante o ano. [...] O que resta do lucro, feita a dedução do juro do capital à taxa corrente (considerando seguro, quando necessário), pode ser chamado de benefício de empresa ou da direção (MARSHALL, 1988, p. 73).

De acordo com Copeland, Koller e Murrin (2002), Marshall quis dizer que o valor criado por uma empresa durante qualquer período de tempo (o seu lucro econômico) deve levar em conta não só as despesas registradas nos seus registros contábeis, mas também o custo de oportunidade do capital empregado no negócio.

O conceito de lucro econômico ou lucro residual foi recuperado e patenteado por Joel Stern e Bernnett G. Stewart na década de 80, recebendo o título de EVA[®] (*Economic Value Added*). Todavia, a sua divulgação foi realizada através do livro *The Quest for Value* publicado em 1991. Segundo Stewart III (2005), o EVA[®], como medida de desempenho, é a receita residual, ou seja, o que sobra após os lucros operacionais cobrirem o custo pelo uso do capital.

Para Rappaport (2001, p. 144), “O lucro residual é definido como o lucro líquido operacional após impostos (NOPAT¹⁰) menos uma despesa pelo capital investido”. Em complemento, o autor afirma que o EVA[®] é uma versão do lucro residual, que ajusta o valor contábil ao chamado “valor contábil de livro” adicionando equivalentes de capital próprio com o objetivo de uma aproximação do caixa total investido na empresa (RAPPAPORT, Ibid.).

¹⁰ Sigla em inglês para o *Net Operating Profit After Tax*.

De acordo com Copeland, Koller e Murrin (2002), o lucro econômico é dado pela diferença entre o retorno sobre o capital investido e o custo do capital multiplicada pelo volume de capital investido. Formulando, tem-se:

$$\text{Lucro Econômico} = (\text{ROIC} - \text{WACC}) \times \text{CI} \quad (1)$$

onde: ROIC é a taxa de retorno sobre os investimentos; WACC¹¹ é a taxa do custo médio ponderado de capital e CI é o capital investido.

Segundo os mesmos autores citados anteriormente, outra maneira de se definir o lucro econômico é como lucro operacional após impostos menos um encargo pelo capital utilizado pela empresa, conforme a seguinte fórmula:

$$\text{Lucro Econômico} = \text{NOPLAT} - (\text{CI} \times \text{WACC}) \quad (2)$$

onde: NOPLAT é o lucro operacional após impostos; WACC é a taxa do custo médio ponderado de capital e CI é o capital investido.

Dessa forma, o lucro econômico (LE) trata-se de uma medida de desempenho que mensura a criação ou destruição do valor empresarial. A empresa estará criando valor quando o LE for positivo e estará destruindo valor quando o LE for negativo.

O EVA[®] é definido pela diferença, em termos monetários, entre o retorno sobre o capital de uma empresa e o custo desse capital. É, portanto, semelhante à mensuração contábil convencional do lucro, mas se diferencia por considerar o custo de todo o capital, enquanto o lucro líquido divulgado nas demonstrações financeiras da empresa considera apenas os juros, ignorando o custo do capital próprio. (YOUNG; O'BYRNE, 2003). A fórmula de cálculo pode ser expressa conforme fórmula a seguir, que é mencionada por autores como Damodaran (2007) e Assaf Neto (1999).

$$\text{EVA}^{\text{®}} = (\text{ROI} - \text{WACC}) \times \text{CI} \quad (3)$$

¹¹ Sigla em inglês para *Weighted Average Cost of Capital*, sendo o Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC).

onde: ROI é o retorno sobre o investimento; WACC é a taxa do custo médio ponderado de capital e CI é o capital investido.

De acordo com Assaf (1999), o ROI é formado pelo produto do giro do investimento e margem operacional. Já o investimento é o total dos recursos próprios e de terceiros levantados pela empresa e aplicados em seu negócio (capital de giro somado ao capital fixo).

Para Young e O'Byrne (2003), capital investido é definido como a soma de todos os financiamentos da empresa, excluindo os passivos não-onerosos de curto prazo, como contas a pagar a fornecedores e provisões para salários e imposto de renda. Dessa forma, o capital investido trata-se da soma do patrimônio líquido que pertence ao investidor com os empréstimos e financiamentos, de curto e longo prazos, pertencentes aos credores.

Uma forma de cálculo alternativa é apresentada por autores como Ehrbar (1999), Rappaport (2001), Young e O'Byrne (2003), Stewart III (2005), Damodaran (2007), Assaf Neto (1999) e Martelanc; Pasin e Cavalcante (2005). De acordo com essa forma, o EVA[®] é apurado a partir da diferença entre o lucro operacional após impostos (NOPAT) e o produto do WACC pelo capital investido, conforme mostrado a seguir.

$$\text{EVA}^{\text{®}} = \text{NOPAT} - (\text{WACC} \times \text{CI}) \quad (4)$$

onde: NOPAT é o lucro operacional líquido após impostos; WACC é a taxa do custo médio ponderado de capital e CI é o capital investido.

Segundo Stewart III (2005), o cálculo do NOPAT ou lucro operacional líquido após impostos começa com as vendas, como uma aproximação dos recebimentos operacionais em dinheiro e subtrai, primeiramente, as despesas econômicas operacionais recorrentes em dinheiro, incluindo a depreciação, resultando os lucros operacionais líquidos. Em seguida, se retira os impostos – aqueles a pagar, em dinheiro, sobre os lucros operacionais líquidos. Tais impostos operacionais em dinheiro podem ser aproximados partindo das provisões contábeis para impostos, subtraindo os impostos diferidos ainda não pagos e então somando os impostos adicionais que teriam sido pagos, se as despesas financeiras não houvessem protegido os lucros operacionais de serem totalmente tributados. O NOPAT é o resultado desse cálculo.

Matias (2007b) afirma que, de forma simplificada, o valor econômico é agregado quando as organizações investem capital (investimento em giro e investimentos estruturais) a taxas de retorno que excedem o seu custo de capital. Segundo o autor, esta regra pode ser aplicada a todos os tipos de organizações, de qualquer área e local de atuação.

Para Assaf Neto (1999) o cálculo do EVA[®] exige algumas adaptações nos demonstrativos de resultados, buscando, entre outras medidas, evidenciar sua parte operacional legítima, a segmentação do imposto de renda sobre os resultados da atividade e os benefícios fiscais provenientes do uso de capital de terceiros.

Nas palavras de Ehrbar (1999, p. 01), a definição do EVA[®] é expressa da seguinte forma:

Em seu nível mais básico, o EVA[®], uma sigla para valor econômico agregado, é uma medida de desempenho empresarial que difere da maioria das demais ao incluir uma cobrança sobre o lucro pelo custo de todo o capital que uma empresa utiliza. Mas o EVA[®] é muito mais do que uma simples medida de desempenho. É a estrutura para um sistema completo de gerência financeira e remuneração variável que pode orientar cada decisão tomada por uma empresa, da sala do conselho até o chão da fábrica; que pode transformar uma cultura corporativa; que pode melhorar as vidas profissionais de todos na organização, fazendo com que sejam mais bem-sucedidos; e que pode ajudá-los a produzir maior valor para os acionistas, clientes e para eles próprios. (...) a maneira mais óbvia pela qual o EVA[®] auxilia gerentes a tomarem melhores decisões é cobrando suas operações pelo custo de todo o capital.

Conforme Stewart III (2005, p. 131), “O valor econômico agregado (EVA[®]) é a medida que contabiliza de forma apropriada todas as complexas transações envolvidas na criação do valor.” Além disso, o autor afirma que o objetivo mais importante da empresa deve ser a criação de valor, que está diretamente relacionada com o EVA[®] como medida de desempenho. Assim, nas palavras do autor:

O objetivo principal das empresas deve ser o de aumentar o seu EVA[®]. Elas devem permitir que essa seja sua busca. Devem abandonar conceitos de lucro, lucro por ação, crescimento dos lucros, taxas de retorno, dividendos e, até mesmo, fluxo de caixa. Eles são, fundamentalmente, medidas deficientes de desempenho e valor. O que realmente importa é o EVA[®]. (STEWART III, 2005, p. 164).

Stewart III (2005) apresenta três estratégias que podem aumentar o EVA[®], ou seja, criar valor para as empresas: aumentar os lucros operacionais sobre a mesma base de capital; aumentar o capital investido de modo que o retorno adicional seja maior do que o custo do investimento adicional e reduzir ou liquidar investimentos em operações que produzam taxas de retorno inferiores ao custo de capital.

Entre as principais vantagens da utilização do EVA[®], Martelanc, Pasin e Cavalcante (2005) destacam as seguintes:

- Permite que o custo do capital empregado seja considerado de forma explícita nas análises de investimento e desempenho;
- Ajuda na definição dos objetivos da empresa, permitindo que os gestores trabalhem focados nas mesmas metas;
- Permite integrar planejamento estratégico e finanças, possibilitando que os gestores trabalhem com os mesmo conceitos, procedimentos, objetivos e focos de ação em relação aos objetivos da empresa;
- Define uma taxa de retorno mínima a ser exigida nos projetos novos e atuais;
- Evidencia questões como estrutura de capital, custo do capital de terceiros, custo de capital próprio, política de dividendos e custo de manutenção de ativos não operacionais;
- Determina um critério justo para negociar remuneração variável para os gestores;
- Incentiva o envolvimento dos gestores na administração dos negócios, pois permite que cada um disponha de parâmetros para medir o valor de sua contribuição na criação de valor para os acionistas;
- Permite aos executivos de planejamento estratégico ter uma visão correta das variáveis que impactam na criação ou destruição de valor da empresa. Dessa forma, todos ficam sintonizados em um mesmo raciocínio financeiro (otimização de recursos);
- Faz com que todos passem a pensar e a agir como acionistas;
- Estimula os gestores a considerar o longo prazo na tomada de decisões, diante da necessidade de estimar o fluxo de dividendos para a determinação do valor da empresa; e
- Permitir a análise das unidades de negócios, empresas e produtos de maneira isolada, possibilitando à empresa tomar decisões estratégicas de foco, diversificação, desinvestimento, ampliação etc. com base no valor gerado, o que constitui uma vantagem para ela.

Ehrbar (1999) faz algumas afirmações do significado do EVA[®] quando é utilizado plenamente pelas empresas na gestão:

- Medida de desempenho diretamente relacionada à criação de riqueza para os acionistas; a gestão visando um EVA[®] mais elevado seria o mesmo que visar um preço por ação mais elevado.
- Medida de melhoria contínua. Quanto maior o EVA[®], melhor será para os acionistas.
- Estrutura que traz um novo e amplo sistema de gestão financeira empresarial para orientar as decisões, desde orçamentos operacionais anuais até orçamentos de capital, planejamento estratégico e aquisições e desinvestimentos.
- Variável chave para um sistema de remuneração variável que realmente alinha os interesses de gestores com os dos acionistas.
- Uma estrutura que empresas podem utilizar para comunicação de suas metas e realizações a investidores, e que investidores poderão utilizar na identificação de empresas com perspectivas de desempenho superior.
- Um sistema interno de governança corporativa que motiva todos os gestores e funcionários a trabalharem de maneira cooperativa e entusiasmada para alcançarem o melhor desempenho possível.

2.4 GTV – Geração Total de Valor

No modelo de Geração Total de Valor, desenvolvido pelo Prof. Dr. Alberto Borges Matias, o cálculo do valor adicionado é separado no curto prazo (giro) e no longo prazo.

Conforme Matias (2007b), a geração total de valor (GTV) é definida como a diferença entre o retorno e o custo de capital.

$$GTV = R \times I - CMPC \times I \quad (5)$$

onde: GTV é a geração total de valor; R é o retorno do capital (em taxa); I é o investimento total; CMPC é o custo médio ponderado do capital.

Com a decomposição do valor adicionado, em curto e longo prazo, de acordo com Matias (2007b) a fórmula do GTV pode ser expressa como:

$$GTV = GVG + GVLP \quad (6)$$

onde: GTV é a geração total de valor; GVG é a geração de valor no giro e GVLP é a geração de valor no longo prazo.

2.4.1 Geração de Valor no Capital de Giro (Curto Prazo) - GVG

Segundo Matias (2007a), a Geração de Valor em Giro (GVG) em uma organização é formada pela Geração de Valor na Atividade (GVA) e pela Geração de Valor em Finanças (GVF). Ou seja, a geração de valor em uma empresa pode acontecer em sua atividade operativa (produção, comercialização e administração) e/ou em sua atividade financeira (giro, tesouraria e impostos). O autor considera no modelo o giro como uma atividade financeira, podendo assim ser gerida de forma a gerar valor. Formulando, tem-se:

$$GVG = GVA + GVF \quad (7)$$

onde: GVG é a geração de valor em giro; GVA é a geração de valor na atividade ; GVF é a geração de valor em finanças.

2.4.1.1 Geração de Valor na Atividade (GVA)

Matias (2007a) afirma que a Geração de Valor na Atividade (GVA) é formada pelo valor adicionado pelas atividades comerciais, de produção e administração.

O autor (Ibid.), ainda define que:

- Valor Gerado na Venda (VGV) = Receitas brutas – devoluções – abatimentos – despesas comerciais – ganho financeiro do contas a receber deduzido do respectivo custo de capital = Resultado Comercial.
- Valor Gerado na Produção (VGP) = Resultado Comercial – custo de produção ± resultado monetário de estoques deduzido do respectivo CMPCG x estoques (ou seja, do custo financeiro de carregamento de estoque) = Resultado de Produção.
- Valor Gerado na Administração (VGA) = Resultado de Produção – despesas administrativas = Resultado da Atividade.

O valor alcançado em “Resultado da Atividade” representa a Geração de Valor na Atividade (GVA).

2.4.1.2 Geração de Valor em Finanças (GVF)

Para Matias (2007a), a Geração de Valor em Finanças (GVF) é composta pelo valor adicionado pelas atividades de gestão da tesouraria, gestão do giro e gestão de impostos.

$$GVF = VGT + VGG + VGI \quad (8)$$

onde: VGT = Valor Gerado na Tesouraria; VGG é o Valor Gerado no Giro; VGI é o Valor Gerado com Impostos.

Segundo Matias (Ibid., p. 204), “a gestão da tesouraria é responsável pela gestão do caixa, envolvendo a captação e aplicação de recursos financeiros de curto prazo”. Conforme o autor, haverá Geração de Valor na Tesouraria quando o retorno do investimento em tesouraria (RIT) for superior ao custo médio ponderado do capital de tesouraria (CMPCT).

$$VGT = [(RIT - CMPCT) \times IT] \times (1 - IR) \quad (9)$$

onde: RIT é o retorno do investimento em tesouraria; CMPCT é o custo médio ponderado do capital de tesouraria; IT é o investimento em tesouraria; IR é a alíquota efetiva de IR.

“Gerar valor na tesouraria envolve aumentar o Retorno do Investimento em Tesouraria (RIT) e reduzir o Custo Médio Ponderado do Capital de Tesouraria (CMPCT)” (MATIAS, 2007a, p. 204).

Se o saldo de tesouraria (ativo circulante financeiro menos o passivo circulante financeiro) for positivo e menor que o passivo circulante operacional (PCO), o valor gerado na tesouraria (VGT) deve ser calculado da seguinte forma:

$$VGT = \left\{ RIT - \left[\left(CMPCT \times \frac{PCF}{IT} \right) + \left(CMPPCO \times \frac{ST}{IT} \right) \right] \times IT \right\} \times (1 - IR) \quad (10)$$

onde: RIT é o retorno do investimento em tesouraria; CMPCT é o custo médio ponderado do capital de tesouraria; PCF é o passivo circulante financeiro; IT é o investimento em tesouraria; CMPPCO é o custo médio ponderado do passivo circulante operacional; ST é o saldo de tesouraria; IR é a alíquota efetiva de IR.

Mas se o saldo de tesouraria (ativo circulante financeiro menos o passivo circulante financeiro) for positivo e maior que o passivo circulante operacional (PCO), o valor gerado na tesouraria (VGT) deve ser calculado da seguinte forma:

$$VGT = \left\{ RIT - \left[\left(CMPCT \times \frac{PCF}{IT} \right) + \left(CMPPCO \times \frac{ST}{IT} \right) + \left(CMPCLP \times \frac{ST - PCO}{IT} \right) \right] \times IT \right\} \times (1 - IR) \quad (11)$$

onde: RIT é o retorno do investimento em tesouraria; CMPCT é o custo médio ponderado do capital de tesouraria; PCF é o passivo circulante financeiro; IT é o investimento em tesouraria; CMPPCO é o custo médio ponderado do passivo circulante operacional; ST é o saldo de tesouraria; CMPCLP é o custo médio ponderado do capital de longo prazo; PCO é o passivo circulante operacional; IR é a alíquota efetiva de IR.

Conforme Matias (Ibid.), o Investimento em Tesouraria (IT) é formado por recursos de caixa, bancos, aplicações no mercado financeiro e aplicações na cadeia de produção. Os recursos de caixa e bancos não são remunerados, portanto não irão gerar retorno, exceto como forma de reciprocidade bancária, cuja vantagem deve ser calculada. Portanto, o retorno do investimento em tesouraria é o retorno médio das aplicações financeiras, no mercado financeiro e/ou nas operações financeiras da cadeia de produção.

$$RIT = \left(RC \times \frac{Caixa}{IT} \right) + \left(RB \times \frac{Bancos}{IT} \right) + \left(RAF \times \frac{ApF}{IT} \right) + \left(RACp \times \frac{ApCp}{IT} \right) \quad (12)$$

onde: IT = investimento em tesouraria; RC = retorno do caixa; Caixa = saldo conta caixa; RB = retorno de bancos; Bancos = saldo conta bancos; RAF = retorno aplicações no mercado financeiro; ApF = saldo da conta aplicações no mercado financeiro; RACp = retorno de aplicações financeiras na cadeia de produção; ApCp = saldo da conta aplicações financeiras na cadeia de produção.

Para se determinar o Custo Médio Ponderado do Capital de Tesouraria (CMPCT), Matias (2007a) sugere analisar o custo de cada um dos componentes do passivo circulante financeiro:

- Empréstimos Financeiros: considerar como custo a taxa efetiva do empréstimo.
- Duplicatas Descontadas: considerar a taxa efetiva da operação.
- Dividendos a Pagar: possui custo zero, por ser uma fonte natural de créditos, a serem pagos na data determinada pela Assembléia Geral Extraordinária dos Acionistas (AGE).

Matias (Ibid.) afirma que a Geração de Valor do Investimento em Giro ocorre quando o Retorno do Investimento em Giro (RIG) é superior ao o Custo Médio Ponderado do Capital Operacional em Giro (CMPCOG).

$$VGG = [(RIG - CMPCOG) \times IG] \times (1 - IR) \quad (13)$$

onde: VGG = Valor Gerado no Giro; RIG = Retorno do Investimento em Giro; CMPCOG = Custo Médio Ponderado do Capital Operacional em Giro; IG = Investimento em Giro; IR = Alíquota Efetiva de IR.

Para o autor (2007a), o Retorno sobre o Investimento em Giro (RIG) é calculado por meio do retorno médio ponderado de todos os itens do ativo circulante operacional, relacionados a seguir:

- Retorno dos créditos a receber: taxa implícita na venda a prazo, ou na sua falta, a taxa da respectiva operação de financiamento (CDC ou capital de giro);
- Retorno dos estoques: não há retorno sobre esses ativos;
- Retorno dos adiantamentos a fornecedores: Taxa de desconto obtida, ou zero.

Dessa forma, a fórmula de cálculo do RIG é:

$$RIG = \left(TRC \times \frac{Cli}{ACO} \right) + \left(TRE \times \frac{Est}{ACO} \right) + \left(TDA \times \frac{Afora}{ACO} \right) + \left(TDO \times \frac{Oaco}{ACO} \right) \quad (14)$$

onde: ACO = ativo circulante operacional; TRC = taxa de retorno da carteira de clientes; Cli = saldo da carteira de clientes; TRE = taxa de retorno de estoques; Est = saldo da conta estoques; TDA = taxa de retorno de adiantamento a fornecedores; Afora = saldo de adiantamento a fornecedores; TDO = taxa de retorno de outros ativos circulantes operacionais; Oaco = outros ativos circulantes operacionais.

Segundo Matias (2007a), o Custo Médio Ponderado do Capital Operacional em Giro (CMPCOG) corresponde ao custo de manter o Investimento em Giro (IG), podendo ser formado por:

- Custo Médio Ponderado do Capital de Tesouraria (CMPCT).
- Custo Médio Ponderado do Passivo Circulante Operacional (CMPPCO).
- Custo Médio Ponderado do Capital de Longo Prazo (CMPCLP).

De acordo com o autor (Ibid.), se o saldo de tesouraria (ativo circulante financeiro menos o passivo circulante financeiro for negativo e o capital de giro líquido (CGL¹²) positivo, teremos:

$$CMPCOG = \left(CMPCT \times \frac{ST}{IG} \right) + \left(CMPPCO \times \frac{PCO}{IG} \right) + \left(CMPCLP \times \frac{CGL}{IG} \right) \quad (15)$$

onde: ST = saldo de tesouraria; IG = investimento em giro; PCO = passivo circulante operacional.

Se o saldo de tesouraria for nulo ou positivo, o CMPCT será igual a ZERO. E se o capital de giro líquido (CGL) for nulo ou negativo, o CMPCLP também será igual a ZERO.

Matias (2007a) afirma ser necessária a análise do custo de cada um dos componentes do passivo circulante operacional e do CGL (caso seja positivo):

- Fornecedores: compara-se o preço a vista cobrado pelo fornecedor com o preço a prazo. Caso esta informação não esteja disponível, considera-se o custo dos fornecedores como o custo do financiamento bancário de capital de giro, já que o fornecedor provavelmente repassará esse custo.
- Salários e Encargos Trabalhistas: possui custo zero, pois trata-se de uma fonte natural de financiamento.
- Imposto de Renda (IR) e Contribuição Social (CS) a pagar: se estes tributos não estiverem em atraso, o custo é zero.
- CGL: taxa média ponderada entre os custos do Exigível a Longo Prazo e do Patrimônio Líquido.

¹² Ativo circulante – Passivo circulante.

Conforme Matias (2007a), O Valor Gerado com Impostos (VGI) é a soma dos impostos sobre receitas, do IR e de contribuições.

2.4.2 Geração de Valor no Longo Prazo - GVLP

Segundo Matias (2007b), uma empresa gera valor a longo prazo quando o retorno dos seus investimentos em ativos realizáveis a longo prazo e ativos permanentes é superior ao custo de captação dos recursos investidos. Para o autor, a Geração de Valor no Longo Prazo (GVLP) em uma organização é formada pelo Valor Gerado pelo Realizável a Longo Prazo (VRLP) e pelo Valor Gerado pelo Ativo Permanente (VAP). Formulando, tem-se:

$$GVLP = VRLP + VAP \quad (16)$$

onde: GVLP é a geração de valor no longo prazo; VRLP é o valor gerado pelo realizável a longo prazo; VAP é o valor gerado pelo ativo permanente.

2.4.2.1 Valor gerado pelo realizável a longo prazo (VRLP)

Matias (2007b) afirma que a Geração de Valor no Realizável a Longo Prazo (VRLP) ocorre quando o retorno do investimento em realizável a longo prazo (RRLP) é superior ao custo médio ponderado de capital no longo prazo (CMPCLP).

$$VRLP = [(RRLP - CMPCLP) \times IRLP] \times (1 - IR) \quad (17)$$

onde: VRLP é o valor gerado pelo realizável a longo prazo; RRLP é o investimento em realizável a longo prazo; CMPCLP é o custo médio ponderado de capital no longo prazo; IR é a alíquota efetiva de IR.

Para o autor (2007b), o Retorno sobre o Investimento em Realizáveis a Longo Prazo (RRLP) é calculado como o retorno médio ponderado de todos os itens do realizável a longo prazo, relacionados a seguir:

- Retorno dos créditos de longo prazo a receber de clientes: taxa implícita na venda a prazo, ou na sua falta, a taxa da respectiva operação de financiamento (CDC ou capital de giro);

- Retorno das aplicações financeiras de longo prazo: taxa de juros das aplicações, excluindo-se tributação e taxas de administração dos corretores;
- Retorno de aplicações em depósitos judiciais a longo prazo: 3% ao ano mais correção monetária.
- Retorno dos adiantamentos a fornecedores a longo prazo: Taxa de desconto obtida, ou zero.
- Retorno dos créditos tributários de longo prazo: não há retorno financeiro;
- Retorno dos estoques de longo prazo: não há retorno financeiro;
- Retorno dos outros ativos realizáveis a longo prazo: taxas de retorno específicas desses ativos.

Dessa forma, a fórmula de cálculo do RRLP é:

$$RRLP = \left(RC \times \frac{Cli}{RLP} \right) + \left(TRAF \times \frac{Apfin}{RLP} \right) + \left(TRDJ \times \frac{Dejud}{RLP} \right) + \left(TDA \times \frac{Afor}{RLP} \right) + \left(TRCT \times \frac{Crtrib}{RLP} \right) + \left(TRE \times \frac{Est}{RLP} \right) + \left(TORLP \times \frac{Orlp}{RLP} \right) \quad (18)$$

onde: RRLP = retorno sobre o investimento em realizáveis a longo prazo; RC = taxa de retorno da carteira de clientes de longo prazo; Cli = saldo da carteira de clientes de longo prazo; RLP = realizável a longo prazo; TRAF = taxa de retorno de aplicações financeiras a longo prazo; Apfin = saldo de aplicações financeiras a longo prazo; TRDJ = taxa de retorno dos depósitos judiciais a longo prazo; Dejud = saldo da conta depósitos judiciais a longo prazo; TDA = taxa de retorno de adiantamento a fornecedores a longo prazo; Afor = saldo de adiantamento a fornecedores a longo prazo; TRCT = taxa de retorno de créditos tributários a longo prazo; Crtrib = saldo da conta de créditos tributários a longo prazo; TRE = taxa de retorno de estoques a longo prazo; Est = saldo da conta estoques a longo prazo; TORLP = taxa de retorno de outros realizáveis a longo prazo; Orlp = outros ativos realizáveis a longo prazo.

Segundo Matias (2007b), o Custo Médio Ponderado do Capital de Longo Prazo¹³ (CMPCLP) corresponde a forma de se determinar o custo do investimento a longo prazo.

¹³ O mesmo que WACC - *Weighted Average Cost of Capital*.

De acordo com o autor (Ibid.), quando o capital de giro líquido (CGL) é positivo, deve-se calcular o custo médio entre os itens do exigível a longo prazo e o patrimônio líquido. Já quando o capital de giro líquido (CGL) é negativo, há a necessidade de se avaliarem três componentes: o custo médio ponderado do passivo circulante (CMPPC) – pois parte dele estará financiando o investimento de longo prazo –, o custo médio ponderado do exigível a longo prazo e o custo do patrimônio líquido.

2.4.2.2 Valor gerado pelo ativo permanente (VAP)

Segundo Matias (2007b), para o cálculo do valor gerado no ativo permanente (VAP) efetua-se o cálculo ponderado dos valores gerados no investimento, no imobilizado e no diferido pelas respectivas participações no ativo permanente, conforme a seguir.

$$VAP = \left(VGInv \times \frac{Inv}{AP} \right) + \left(VGImob \times \frac{Imob}{AP} \right) + \left(VGDif \times \frac{Dif}{AP} \right) + \left(VGIntg \times \frac{Intg}{AP} \right) \quad (19)^{14}$$

onde: VAP = valor gerado pelo ativo permanente; VGInv = valor gerado pelos investimentos permanentes; Inv = investimentos; AP = ativo permanente; VGImob = valor gerado pelos ativos imobilizados; Imob = imobilizado; VGDif = valor gerado pelos ativos diferidos; Dif = ativo diferido; VGIntg = valor gerado pelos ativos intangíveis; Intg = ativo intangível.

Para Matias (2007b, p. 200), “os investimentos constituem-se, principalmente em aplicações de recursos, de caráter permanente, em empresas ligadas, coligadas ou controladas”. De acordo com o autor, o Retorno dos Investimentos (RI) é obtido pelo resultado gerado pela aplicação destes recursos. No caso de investimentos em empresas ligadas, coligadas e controladas, seu resultado estará expresso na conta Resultado de Equivalência Patrimonial, na demonstração de resultado. Ao dividir o Resultado de Equivalência Patrimonial pelo valor da conta investimentos, do ativo permanente, tem-se o retorno dos investimentos (RInv). Para gerar valor, esse retorno deve ser superior ao custo médio ponderado de capital de longo prazo (CMPCLP). Assim:

¹⁴ Com a Lei nº 11.638/07 houve a inserção da conta “ativo intangível” no ativo permanente. Em virtude disso, foi incluído na fórmula o valor gerado pelos ativos intangíveis (VGIntg). Sendo que:

$$VGIntg = [(RIntg - CMPCLP) \times Intangível] \times (1 - IR)$$

$$VGInv = (RInv - CMPCLP) \times Investimento \quad (20)$$

onde: VGInv = valor gerado pelos investimentos permanentes; RInv = retorno dos investimentos; CMPCLP = custo médio ponderado de capital de longo prazo.

Os imobilizados, conforme Matias (2007b) são aplicações de recursos em bens tangíveis – terrenos, construções, instalações, móveis etc. – e bens intangíveis – marcas, patentes e direitos autorais. O retorno financeiro destes imobilizados ocorre pela própria operação da atividade da empresa. Segundo o autor, para se calcular o retorno do conjunto de imobilizados, é preciso:

- Calcular a taxa interna de retorno modificada (TIRm) de cada projeto que originou tais imobilizados;
- Calcular a participação percentual do valor dos imobilizados de cada projeto sobre o total do imobilizado;
- Calcular a taxa do retorno do ativo permanente (RAPI), pela média ponderada da TIRm com o percentual de participação.

Assim, de acordo com Matias (Ibid.), o valor gerado em ativos imobilizados (VGImob) pode ser calculado como:

$$VGImob = [(RAPI - CMPCLP) \times Imobilizado] \times (1 - IR) \quad (21)$$

onde: VGImob = valor gerado em ativos imobilizados; RAPI = retorno do ativo permanente imobilizado; CMPCLP = custo médio ponderado de capital de longo prazo; IR é a alíquota efetiva de IR.

Para Matias (2007b, p. 201), “os diferidos constituem-se em aplicações de recursos em despesas que irão gerar resultados no futuro”. Conforme o autor, o retorno financeiro dos valores investidos no diferido é decorrente de a taxa de retorno destes projetos ser maior que o CMPCLP. Dessa forma, é necessário calcular-se a TIRm desses projetos, efetiva ou por aproximação histórica, calculando-se a taxa ponderada pelos valores investidos em cada projeto, gerando-se o Retorno do Ativo Diferido (RDIF).

Segundo Matias (2007b), o valor gerado nos ativos diferidos (VGDif) será:

$$VGDif = [(RDIF - CMPCLP) \times Diferido] \times (1 - IR) \quad (22)$$

onde: VGDif = valor gerado nos ativos diferidos; RDIF = retorno do ativo diferido; CMPCLP = custo médio ponderado de capital de longo prazo; IR é a alíquota efetiva de IR.

2.5 Custo de Capital

De acordo com autores como Sanvicente e Minardi (1999a), Young e O'Byrne (2003) Stewart III (2005), Martelanc; Pasin e Cavalcante (2005), e Matias (2007), o custo de capital é o retorno mínimo aceitável sobre o investimento. Segundo os autores Copeland, Koller e Murrin (2002), Young e O'Byrne (2003) e Stewart III (2005), trata-se de um custo de oportunidade, igual ao retorno total que os investidores da empresa esperam ganhar investindo em outro investimento ou projeto de risco semelhante.

Para Stewart III (2005), o custo de capital pode ser utilizado com as seguintes finalidades:

- taxa de desconto para trazer fluxos de caixa projetados (ou EVAs[®]) a valor presente;
- taxa de retorno mínima para aceitar novos projetos;
- taxa representativa do custo de capital no cálculo do EVA[®];
- referência para avaliação de retorno sobre o capital utilizado.

Conforme Assaf Neto, Lima e Araújo (2008), o custo de capital é adotado como um método para medir propostas de investimentos. Trata-se de um padrão válido de avaliação do desempenho financeiro das empresas direcionando ao objetivo de maximização da riqueza de seus proprietários. Sua função básica é servir como um mecanismo racional para a determinação da atratividade econômica de qualquer proposta que utilize recursos financeiros e que objetive a maximização de seu valor presente líquido.

O custo de capital é estabelecido pelas condições com que a empresa obtém seus recursos financeiros no mercado de capitais, sendo determinado por uma média dos custos de oportunidade do capital próprio (acionistas) e capital de terceiros (credores), ponderados pelas respectivas proporções utilizadas de capital, e líquidos do imposto de renda (ASSAF NETO,

LIMA E ARAÚJO, 2008). É conhecido na literatura financeira como *Weighted Average Cost of Capital* (WACC) ou Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC). Formulando, tem-se:

$$WACC = k_e \times \frac{E}{D + E} + k_d \times \frac{D}{D + E} \times (1 - t) \quad (23)$$

onde: k_e é o custo do capital próprio; k_d é o custo efetivo das dívidas; t é o somatório das alíquotas do imposto de renda (IR) e da contribuição social sobre o lucro líquido (CSLL); E é o valor de mercado do capital próprio (*equity*); D é o valor de mercado das dívidas (*debt*);

Segundo Assaf Neto (2003), ao não promover um retorno operacional pelo menos igual a seu custo total de capital (WACC), a empresa deixará de remunerar de forma adequada suas fontes de financiamento, prejudicando seu valor de mercado e reduzindo a riqueza de seus acionistas. Retornos operacionais acima da taxa de atratividade, por outro lado, revelam um aumento do valor econômico da empresa por meio da geração de resultados superiores ao mínimo exigido pelos proprietários de capital.

2.5.1 Custo de Capital Próprio

Para Sanvicente e Minardi (1999), o custo do capital próprio é o retorno que os acionistas (investidores) exigem para investir na empresa. Trata-se da medida que apresenta o maior grau de dificuldade de determinação no cálculo do WACC, por ser um custo implícito. Não existe um modo explícito de questionar diretamente ao acionista qual a taxa mínima de remuneração desejada para aplicação de seus recursos na empresa (ASSAF NETO, LIMA E ARAÚJO, 2008).

Em um mercado financeiro completo, há oportunidades de investimento que oferecem ricos semelhantes. Dessa forma, o acionista tem expectativa de um retorno pelo menos igual ao oferecido por oportunidades de investimento de risco semelhante, existentes no mercado financeiro. É por isso que se fala em custo de oportunidade do capital. Para investir em uma empresa, o acionista abre mão de aplicar seu dinheiro no mercado financeiro, e por isso busca conseguir esse retorno nas ações da empresa (SANVICENTE E MINARDI, 1999).

Copeland; Koller e Murrin (2002), Ross; Westerfield e Jaffe (2002) e Damodaran (2007), recomendam a utilização do CAPM¹⁵ na mensuração do custo do capital próprio, pois é ajustado ao risco e leva em conta a inflação esperada, mesmo admitidas falhas de medição e de aplicação.

O modelo CAPM – Modelo de Precificação de Ativos de Capital – foi desenvolvido de forma independente pelos professores William Sharpe, da Universidade de Stanford, e John Lintner, da Universidade de Harvard, a partir de contribuições anteriores de James Tobin e Harry Markowitz à teoria de finanças (YOUNG E O'BYRNE, 2003). Formulando, tem-se:

$$k_e = R_f + \beta (R_m - R_f) \quad (24)$$

onde: k_e é a taxa de retorno requerida para o investimento, entendida como o custo de capital próprio (nesse caso também pode ser chamada de CAPM); R_f é a taxa de retorno de um ativo livre de risco; R_m é a taxa de retorno da carteira de mercado; β é o coeficiente beta do título – risco sistemático; $(R_m - R_f)$ = prêmio pelo risco de mercado.

De acordo com Assaf Neto, Lima e Araújo (2008), a hipótese fundamental do CAPM presume que o prêmio pelo risco do investidor seja determinado pelo risco sistemático. Pressupõe-se que todos os investidores mantêm portfólios bem diversificados, nos quais o risco diversificável é totalmente eliminado. Portanto, somente há compensação de retorno pelo risco sistemático presente na carteira. De acordo com esses autores, esse risco sistemático contido em um título com risco é medido, no modelo do CAPM, por seu coeficiente beta (β).

Para calcular o CAPM é necessário estimar três variáveis – a taxa livre de risco, o prêmio de risco de mercado e o coeficiente de risco sistemático (beta) – que são abordadas detalhadamente a seguir.

¹⁵ No modelo de Geração Total de Valor (GTV) é chamado de Custo Médio Ponderado de Capital do Patrimônio Líquido (CMPCPL).

2.5.1.1 Taxa Livre de Risco (R_f)

Para Damodaran (2007, p. 24), “um ativo livre de risco é aquele em que o investidor conhece o retorno esperado com certeza”. De acordo com o mesmo autor, para um investimento ser livre de risco, devem ser atendidas duas condições:

- Não pode existir nenhum risco de inadimplência, o que geralmente significa que o título deve ser de emissão governamental; e
- Não pode existir nenhuma incerteza sobre as taxas de reinvestimento, o que implica na inexistência de fluxo de caixa intermediário.

Segundo Copeland, Koller e Murrin (2002), na teoria de finanças, a melhor estimativa da taxa livre de risco seria o retorno sobre uma carteira de beta igual a zero, construída a partir de posições compradas e vendidas de maneira a produzir uma carteira beta-zero de variância mínima. Devido ao custo e à complexidade da construção de tais, não há maneira prática de se estimar a taxa livre de risco. De acordo com os autores, três alternativas razoáveis empregam títulos do governo: a taxa dos *Treasury bills*, a taxa de *Treasury bonds* de 10 anos e a taxa de *Treasury bonds* de 30 anos.

Assaf Neto, Lima e Araújo (2008) sugerem, como taxa livre de risco, utilizar como referência as taxas de juros pagas pelos melhores títulos de dívida do mundo. Nesse *benchmark*, destacam-se os papéis emitidos pelo Tesouro do Governo dos Estados Unidos, considerados como de risco zero. Essas taxas são adotadas no cálculo do custo do capital, mesmo que a empresa em avaliação não esteja localizada nos EUA, ou ainda, não pertença a capitais norte-americanos.

2.5.1.2 Prêmio pelo Risco de Mercado ($R_m - R_f$)

Para Martelanc, Pasin e Cavalcante (2005, p. 138), “a diferença entre a taxa de retorno esperada do portfólio de mercado e a taxa de retorno do ativo sem risco é considerada o prêmio pelo risco do portfólio de mercado”. Conforme Damodaran (2007), o prêmio pelo risco de mercado mede o retorno adicional que seria exigido pelos investidores para transferir dinheiro de um investimento sem risco para outro de risco médio. É função de duas variáveis: aversão a risco dos investidores e grau de risco no investimento de médio risco.

No Brasil, Martelanc, Pasin e Cavalcante (2005), recomendam a utilização dos valores das bolsas norte-americanas, em vez dos da Bovespa, no cálculo do prêmio pelo risco de mercado, devido à baixa representatividade de ações ordinárias na bolsa de valores brasileira e um *disclosure* inferior das empresas abertas. Um outro motivo para utilização da referência norte-americana, citado pelo autores, é o fato de que, em muitos anos, as elevadas taxas de juros e de retorno dos ativos considerados como livres de risco chegaram a superar o retorno de mercado, devido às crises enfrentadas pelo país, resultando muitas vezes em um prêmio pelo risco de mercado negativo.

Segundo Damodaran (2007), as estimativas de prêmio pelo risco variam de acordo com os usuários por causa das diferenças nos períodos utilizados, da escolha das obrigações de curto ou longo prazo do governo, como taxa livre de risco, e do uso de médias aritméticas em oposição às geométricas. Copeland, Koller e Murrin (2002) defendem a utilização da média aritmética, por estar de acordo com as proposições da média-variância (base do modelo CAPM).

Para estimar o prêmio pelo risco no mercado brasileiro, Assaf Neto, Lima e Araújo (2008) indicam o uso do prêmio pelo risco de mercado verificado na economia dos Estados Unidos, acrescido de uma medida do risco-país. Segundo os autores, o risco-país é calculado pela diferença entre as taxas de remuneração do bônus do governo norte-americano (*T-Bond*) e o bônus do governo brasileiro (*C-Bond*).

De acordo com Matias (2009), para países emergentes é usual o cálculo do custo do capital próprio das empresas com base no modelo CAPM com dados norte-americanos, ajustados ao chamado risco-país. Assim, para países como o Brasil, tem-se que:

$$k_e = R_f + \beta (R_m - R_f) + R_p \quad (25)$$

onde: k_e é o custo de capital próprio (nesse caso também pode ser chamada de CAPM); R_f é a taxa de retorno de um ativo livre de risco; R_m é a taxa de retorno da carteira de mercado; β é o coeficiente beta do título; $(R_m - R_f)$ é o prêmio pelo risco de mercado; R_p é o risco-país.

2.5.1.3 Coeficiente de Risco Sistemático (beta)

De acordo com Ross, Westerfield e Jaffe (2002), o beta (ou coeficiente de risco sistemático) mede a sensibilidade de um título a movimentos da carteira de mercado. Formulando, tem-se:

$$\beta_j = \frac{Cov_{R_m, R_j}}{\sigma_{R_m}^2} \quad (26)$$

onde: β_j é o beta do ativo j; Cov_{R_m, R_j} é a covariância entre os retornos do ativo e a carteira de mercado; $\sigma_{R_m}^2$ é a variância dos retornos da carteira de mercado.

A carteira de mercado é considerada a mais diversificada, contendo apenas risco sistemático, sendo o seu beta igual a 1,0. Um ativo com beta maior que 1,0 indica um risco maior do que o de mercado, devendo esperar-se também uma taxa de retorno mais elevada para remunerar esse risco adicional. Ativo com beta menor que 1,0 indica um risco menor que o de mercado e também menor expectativa de retorno. Os betas são geralmente disponibilizados por empresas especializadas, destacando-se Bloomberg, Standard and Poor's, Value Line, Merrill Lynch, Economática, entre outras (ASSAF, LIMA E ARAÚJO, 2008).

Segundo Damodaran (2007), a utilização de betas históricos de mercado é a abordagem convencional para estimar betas utilizados pela maioria dos serviços e analistas. O procedimento-padrão para estimar o beta do CAPM é calcular a regressão dos retornos de ações (R_j) em relação aos retornos de mercado (R_m). A inclinação da regressão corresponde ao beta da ação e mede o seu grau de risco.

$$R_j = a + b R_m \quad (27)$$

onde: a = intercepto da reta de regressão; b = inclinação da reta de regressão = Covariância (R_j, R_m)/ σ_m^2 .

Ross, Westerfield e Jaffe (2002) afirmam que uma estimativa melhor do beta é obtida quando o cálculo envolve todo o setor em que a empresa atua. Os autores completam que o beta

setorial é mais preciso porque o erro na estimativa de uma carteira de títulos é menor que na estimativa do beta de uma única ação.

Segundo Copeland, Koller e Murrin (2002), o beta médio setorial costuma ser mais estático e confiável do que o de empresas individuais porque os erros de mensuração se compensam mutuamente. De acordo com os autores, ao construir uma média setorial, deve-se remover a alavancagem dos betas para estimar a média. O beta não-alavancado médio deve, então, ser novamente alavancado por meio da estrutura de capital da empresa. Para Damodaran (2007), os processos de desalavancar e alavancar os betas podem ser conseguidos a partir da manipulação da seguinte fórmula:

$$\beta_L = \beta_u \left[1 + (1 - t) \frac{D}{E} \right] \quad (28)$$

onde: β_L é o beta alavancado para ações da empresa; β_u é o beta não alavancado da empresa (beta da empresa sem nenhuma dívida); t é a taxa marginal para a empresa; D/E é a razão dívida/patrimônio líquido (em termos de valor de mercado).

2.5.2 Custo de Capital de Terceiros

Para Martelanc, Pasin e Cavalcante (2005, p. 150), “o custo do capital de terceiros pode ser calculado a partir de valores de mercado correspondentes à taxa que a empresa poderia obter ou obtém em empréstimos de longo prazo”. Young e O’Byrne (2003) definem o custo de capital de terceiros como a taxa que a empresa paga aos seus emprestadores de recursos.

Se a empresa possuir várias fontes de financiamento junto a credores, cada uma à taxa diferente, o custo desse financiamento será a média ponderada de todas as taxas (YOUNG E O’BYRNE, Ibid.).

Segundo Stewart III (2005), o custo do capital de terceiros é o mais fácil de ser calculado. Trata-se da taxa que a empresa pagaria atualmente para obter novos empréstimos ou financiamentos de longo prazo. Sua melhor indicação é o retorno, até o vencimento, da dívida negociável existente na organização. Na inexistência de uma cotação para seus débitos, a taxa será calculada com base em uma amostra de empresas com a mesma classificação de risco.

2.6 Ajustes nas Demonstrações Contábeis

Segundo Assaf Neto e Araújo (2003), a contabilidade tradicional, independente dos critérios de avaliação dos ativos e passivos, não contempla, de maneira global, informações que permitam a verificação se o objetivo de maximizar a riqueza está sendo alcançado. Para medir a criação desta riqueza, é necessário fazer uma estruturação das informações contábeis baseada em valor.

Vários são os ajustes contábeis, de acordo com Assaf Neto e Araújo (2003), necessários para sair de um sistema contábil que objetiva lucro e rentabilidade e se chegar às premissas de valor. Tais ajustes diferem quanto ao segmento de mercado em que organização está enquadrada, fatores tecnológicos, localização geográfica, enfim, particularidades de cada entidade.

Ehrbar (1999), afirma que a empresa de consultoria Stern Stewart identificou mais de 160 ajustes em potencial a serem feitos nos GAAP e nos tratamentos contábeis internos, todos com capacidade de melhorar as cifras medidas de lucros operacionais e de capital. Segundo o autor, qualquer mudança nos ajustes contábeis renderá uma cifra de EVA diferente.

Partindo do resultado contábil para se chegar ao resultado econômico, Frezatti (2001) classifica os ajustes necessários da seguinte forma:

- Ajuste do tipo 1: é necessária a identificação do resultado econômico e investimentos em recursos que proporcionem tal resultado. Esses ajustes podem ser classificados em ajustes sem contrapartida, quando afetam apenas a apuração do resultado econômico operacional sem afetar a base de investimentos para a apuração do retorno; e ajustes com contrapartida, quando afetam tanto a apuração do resultado econômico operacional quanto a base de investimentos para a apuração do retorno;
- Ajuste do tipo 2: é necessário expurgar valores que não impliquem, necessariamente, em impacto econômico/caixa;
- Ajuste do tipo 3: é necessário realizar ajustes para expurgar ganhos e perdas não correntes.

Conforme Assaf Neto e Araújo (2003), quanto aos ajustes contábeis necessários, alguns são determinantes e clássicos. Incluem, entre outros quesitos: o *timing* do reconhecimento de despesas e receitas, investimentos passivos em títulos negociáveis, ativos securitizados e outros tipos de financiamento fora do balanço, encargos de reestruturação, inflação, conversão de moedas estrangeiras, valoração de estoques, reservas contábeis, reconhecimento de devedores duvidosos, ativos intangíveis, impostos, pensões, despesas pós-aposentadoria, despesas de marketing, questões de intangíveis e outras relativas a aquisições e investimentos estratégicos.

Para Ehrbar (1999), alguns ajustes clássicos são: pesquisa e desenvolvimento; investimentos estratégicos; contabilização de aquisições; lançamento de despesas; depreciação; encargos de reestruturação; impostos e ajustes ao balanço.

Copeland; Koller; Murrin (2002) mencionam que os mercados emergentes em geral possuem princípios contábeis diferentes em relação aos mercados desenvolvidos. Algumas diferenças contábeis devem ser levadas em consideração quando comparado o sistema contábil tradicional com um sistema estruturado em valor, entre elas: critérios de correção monetária nas demonstrações financeiras; reavaliação de ativos; método de equivalência patrimonial para efeito de consolidação das demonstrações; contabilização e reconhecimento das operações de arrendamento mercantil – *leasing*; critérios para reconhecimento de ativos financeiros – valor de mercado ou custo histórico; possibilidade de descontar passivos ou contas a receber de longo prazo para o valor presente; métodos de depreciação; divulgação de contingências e impostos.

Assaf Neto e Araújo (2003) propõem os ajustes a seguir: critérios de correção monetária nas demonstrações contábeis; reavaliação de ativos; equivalência patrimonial; arrendamento mercantil; apropriação de gastos com pesquisas e desenvolvimento; reconhecimento de passivos de longo prazo a valor presente; métodos de depreciação; divulgação de contingência; impostos e diferimento; ativos intangíveis – *goodwill* e custo de oportunidade do capital.

Segundo Matias (2009), antes de analisar os demonstrativos contábeis, é necessário realizar os seguintes ajustes:

- *Padronização dos Demonstrativos Contábeis*: Pelo fato de as empresas adotarem diferentes padrões de contas para publicação de seus demonstrativos contábeis e utilizarem metodologias ligeiramente diferentes para apurar determinados tipos de eventos financeiros ocorridos ou verificáveis em determinado exercício, o analista deve padronizar os demonstrativos contábeis antes de realizar o trabalho de análise. A padronização envolve um conjunto de ajustes, correções e modificações nas demonstrações contábeis que têm como objetivo o estabelecimento de uma base comparativa confiável entre as demonstrações de uma mesma empresa ao longo de um intervalo de tempo no qual sucessivos demonstrativos foram publicados e permitir a comparação mais efetiva e precisa entre o desempenho de duas ou mais empresas (MATIAS, 2009).
- *Eliminação de Reservas de Reavaliação*: O problema gerado pela constituição, por parte da empresa, de reserva de reavaliação, refere-se à geração artificial de resultados. Ao ser formada uma reserva de reavaliação, o valor do patrimônio líquido aumenta, sem que nenhuma atividade ou evento – além da própria decisão de revisar o valor dos ativos – tenha sido realizada. Pelo fato de a reavaliação não ser obrigatória, pode ser utilizada para minimizar o impacto de resultados negativos da empresa em um ou outro exercício específico. Além disso, os benefícios econômicos dos ativos reavaliados somente serão percebidos se os mesmos forem alienados ou realizados. Por esta razão, recomenda-se que os efeitos da constituição de reserva de reavaliação sejam eliminados do balanço patrimonial (MATIAS, 2009).
- *Eliminação do Ativo Diferido*: O ativo diferido pode ser definido como um bem ou direito de propriedade da empresa que gerará benefícios econômicos mensuráveis futuros. O problema da existência de ativos diferidos diz respeito ao caráter relativamente incerto dos benefícios futuros que podem ser gerados, principalmente quando o detalhamento das notas explicativas não possibilita a boa compreensão da natureza dos ativos diferidos. Por esta razão, recomenda-se a eliminação do ativo diferido do balanço patrimonial, embora sem a compensação correspondente na demonstração de resultado (MATIAS, 2009).
- *Reserva para Manutenção do Capital de Giro*: Como todo componente do ativo, os recursos empregados no capital de giro podem ter duas origens: recursos de terceiros ou recursos próprios (dos sócios). O capital de giro próprio (CGP) pode ser calculado da seguinte forma:

$$\text{CGP} = \text{PL} - \text{ANC} \quad (29)$$

onde: PL é patrimônio líquido e ANC é ativo não-circulante.

O capital de giro próprio corresponde ao capital dos sócios que está empregado em financiamento de ativos de curto prazo (ativo circulante). Quando o capital de giro próprio é negativo, significa que a totalidade das necessidades de financiamento dos ativos de curto prazo é suprida por outras fontes que não os recursos dos sócios aplicados na empresa. Como o capital de giro tem natureza monetária, se todas as condições operacionais e de desempenho da empresa forem mantidas, o capital de giro próprio aumentará na exata proporção da inflação, pois aumentarão na proporção tanto as necessidades quanto as fontes de financiamento do mesmo. A correção monetária dos demonstrativos atualiza o valor real destas fontes e aplicações de recursos, mas não considera o fato de que a simples existência de inflação significa aumento na necessidade nominal de recursos para manutenção do capital de giro próprio. Por esta razão, recomenda-se a criação de uma reserva para manutenção de capital de giro (MATIAS, 2009).

Segundo Matias (2009), a reserva para manutenção do capital de giro (RMCG) entre os momentos t e $t+1$ pode ser formulada como:

$$RMCG = g_{t \rightarrow t+1} \times \frac{(PL_{t+1} - ANC_{t+1}) + (PL_t - ANC_t)}{2} \quad (30)$$

onde: $g_{t \rightarrow t+1}$ ¹⁶ = taxa de inflação entre t e $t+1$; PL = patrimônio líquido; ANC = ativo não-circulante.

- *Correção monetária dos demonstrativos financeiros*: Trata-se do processo de atualizar os valores expressos nas suas contas contábeis de forma a refletir o seu valor real em uma data mais apropriada à análise financeira. Em relação à data original correta a partir da qual as contas dos demonstrativos devem ser corrigidas, no caso dos demonstrativos de estoques (balanço patrimonial), esta data é a própria data de referência do demonstrativo pois refere-se à posição de uma conta contábil em uma data determinada. Situação um pouco mais complexa ocorre para os demonstrativos de fluxo (demonstração de resultados do exercício). Uma demonstração de resultados anual (1/jan a 31/dez), por exemplo, compreende nas suas contas o efeito econômico de eventos que ocorreram ao

¹⁶ Se tiver sido montada uma tabela de índices de inflação, o cálculo da taxa de inflação deve ser realizado da seguinte forma:

$$g_{t \rightarrow t+1} = \frac{V_{t+1}}{V_t} - 1, \text{ sendo } V = \text{índice.}$$

longo de 12 meses. Nessa situação, seria necessário corrigir monetariamente cada lançamento contábil, a partir da data em que o mesmo ocorreu. No entanto, o analista financeiro não tem meios de saber a quantidade dos itens componentes de cada conta da demonstração de resultados ocorreu em cada dia do ano. Por esta razão, propõe-se que os demonstrativos de fluxo devem ser corrigidos desde o dia correspondente à metade do intervalo que abrange. Se uma demonstração de resultados cobre um período de 12 meses (um ano civil completo), a correção monetária para a mesma será feita a partir da metade do ano, ou seja, considerando-se como data original para fins de correção monetária 30/6/2007. Para demonstrativos semestrais, as datas correspondentes à metade de cada semestre do ano são 31/3 (1º semestre) e 30/9 (2º semestre). Com o uso desse critério presume-se que tanto a receita distribui-se de forma uniforme ao longo do período, como as taxas de inflação também são uniformes ao longo do ano (MATIAS, 2009).

2.7 Outras Medidas de Gerenciamento de Valor

Além do *Economic Value Added* (EVA[®]), existem outros indicadores de desempenho que se baseiam em fundamentos similares. Segundo Lopo et al. (2001), alguns exemplos podem ser: *Cash Flow Return on Investment* (CFROI); *Shareholder Value Added* (SVA); *Adjusted Economic Value Added* (AEVA) e *Refined Economic Value Added* (REVA).

Ainda, segundo os mesmos autores, o CFROI é um produto oferecido pela Boston Consulting Group e possui formato similar à taxa interna de retorno (TIR). Para seu cálculo, convertem-se dados de probabilidade em fluxos de caixa brutos. Dois são os processos realizados: mensura-se e ajusta-se o fluxo de caixa pela inflação e o compara com o investimento corrigido realizado pelos proprietários do capital; e utiliza-se o índice apurado no item anterior com uma taxa interna de retorno.

Conforme Lopo et al. (2001), o SVA baseia-se no desconto de fluxos de caixa futuros a valor presente, calculando assim o valor da organização. Trata-se de uma criação de Alfred Rappaport e do LEK/Alcar Consulting Group. A análise do desempenho está baseada em comparar o desempenho real do fluxo de caixa com o projetado. Em relação ao SVA, Rappaport (2001, p. 50 e 70) afirma que:

“A abordagem do valor para o acionista estima o valor econômico de um investimento ao descontar os fluxos de caixa previstos pelo custo de capital. Esses fluxos de caixa, por sua vez, servem como ponto de partida para os retornos dos acionistas com base em dividendos e valorização do preço da ação. (...) Enquanto o valor para o acionista caracteriza o valor econômico absoluto resultante do cenário previsto, o SVA aborda a mudança no valor ao longo do período de previsão (...) a criação de valor para o acionista resulta do investimento da empresa a taxas acima do custo de capital exigido pelo mercado de capitais”.

Para Lopo et al. (2001), o AEVA e o REVA parecem ser versões adaptadas do EVA[®] que objetivam superar determinadas dificuldades específicas. Assaf Neto e Araújo (2003) afirmam que a ênfase do AEVA é usar o valor corrente de ativos substituindo o valor contábil. Já o REVA utiliza o valor de mercado da firma do período anterior substituindo o valor contábil. Os dois indicadores adotam o fluxo de caixa, que não é muito aceito no mercado por causa de sua complexidade (ASSAF NETO E ARAÚJO, 2003).

3 METODOLOGIA

Gil (1995, p. 27-43) define metodologia científica e pesquisa de forma abrangente. De acordo com o autor:

Pode-se definir método científico como o conjunto de procedimentos intelectuais e técnicos adotados para se atingir o conhecimento. [...] Pode-se definir pesquisa como o processo formal e sistemático de desenvolvimento do método científico. O objetivo fundamental da pesquisa é descobrir respostas para problemas mediante o emprego de procedimentos científicos. A partir dessa conceituação, pode-se, portanto, definir pesquisa social como o processo que utilizando a metodologia científica permite a obtenção de novos conhecimentos no campo da realidade social.

A seguir são apresentadas as principais características metodológicas que nortearão a presente pesquisa.

3.1 Tipo de Pesquisa

É usual classificar a pesquisa com base em seus objetivos gerais ou quanto aos fins. Gil (1995) classifica as pesquisas em três grandes grupos: exploratórias, descritivas e explicativas.

Este estudo tem caráter exploratório. Segundo Gil (1995), as pesquisas exploratórias têm como objetivo desenvolver, esclarecer e modificar conceitos e idéias, proporcionando maior familiaridade com o problema, com a finalidade de torná-lo mais preciso ou construir hipóteses pesquisáveis para estudos posteriores.

Para Cooper e Schindler (2003), a exploração é útil quando os pesquisadores não possuem idéia clara dos problemas que podem enfrentar durante a pesquisa. Com a exploração, os pesquisadores podem: desenvolver conceitos de forma clara, estabelecer prioridades, desenvolver definições operacionais e melhorar o planejamento final do estudo.

De acordo com Martins (2002), o estudo exploratório é adotado para buscar maiores informações sobre determinado assunto. Possui flexibilidade em seu planejamento e é indicado quando se tem pouco conhecimento sobre o assunto.

Quanto aos fins, essa pesquisa ainda pode ser classificada como uma pesquisa aplicada. Segundo Vergara (2009), a pesquisa aplicada é motivada pela necessidade de resolver

problemas concretos, mais imediatos ou não. Esse tipo de pesquisa objetiva gerar conhecimentos para a aplicação prática dirigidos à solução de problemas específicos. Conforme Gil (1995), a pesquisa aplicada depende das descobertas da pesquisa pura e se enriquece com o seu desenvolvimento, mas tem como característica principal o interesse na aplicação, utilização e conseqüências práticas dos conhecimentos.

Em relação ao delineamento da pesquisa, ou seja, os procedimentos técnicos que serão utilizados na pesquisa, destaca-se a pesquisa bibliográfica e a pesquisa documental. Para Vergara (2009), a pesquisa bibliográfica é desenvolvida a partir de material publicado em livros, revistas, jornais, redes eletrônicas, isto é, material acessível ao público em geral. Fornece instrumentos de análise para qualquer outro tipo de pesquisa, mas também pode esgotar-se em si mesma. Segundo Gil (1995), enquanto a pesquisa bibliográfica se utiliza das contribuições de vários autores sobre determinado assunto, a pesquisa documental vale-se de materiais que não receberam tratamento analítico ou que podem ser reorganizados de acordo com os objetivos da pesquisa. Nesse estudo, a pesquisa bibliográfica representou apenas a primeira parte do trabalho, na busca de referencial teórico, e a pesquisa documental foi utilizada para levantar dados e informações das empresas analisadas.

3.2 Universo da Pesquisa

A pesquisa foi aplicada no universo das instituições privadas de ensino de capital aberto, com ações negociadas na BM&FBOVESPA.

As instituições pesquisadas foram:

- Anhanguera Educacional Participações S.A.;
- Estácio Participações S.A.;
- Kroton Educacional S.A.; e
- SEB – Sistema Educacional Brasileiro S.A.

A seguir, são apresentadas as principais características de cada uma dessas empresas, com base em informações de mercado¹⁷.

¹⁷ As informações foram retiradas dos sites das empresas.

3.2.1 Anhanguera Educacional Participações S.A

A Anhanguera Educacional é a maior organização privada com fins lucrativos do setor de ensino profissional do Brasil e a maior empresa de capital aberto do setor de educação nesse mesmo país em valor de mercado (ANHANGUERA, 2010).

A Instituição opera com três redes de ensino – 54 campus, mais de 450 pólos e mais de 650 centros de ensino profissionalizante, distribuídos por todos os estados brasileiros e também no Distrito Federal. A Companhia oferece uma ampla gama de cursos, incluindo: ensino profissionalizante, graduação, pós-graduação e educação continuada, os quais se destacam no mercado por oferecer aos alunos ensino de qualidade diferenciada a um custo mais acessível que de seus principais concorrentes. (ANHANGUERA, 2010)

A empresa é focada no jovem trabalhador brasileiro de média e média-baixa renda, que trabalha durante o dia e estuda no período noturno, em sua grande maioria ofertando uma variedade grande de cursos, formas de entrega e mensalidades acessíveis. A empresa quer ajudar esses jovens a melhorar a sua empregabilidade no mercado de trabalho, aumentando as suas perspectivas de desenvolvimento profissional. (ANHANGUERA, 2010)

Para conseguir ganhar escala e oferecer um ensino adequado a esse público, a empresa desenvolveu um projeto pedagógico unificado e um modelo operacional multiunidades. Dessa forma ela consegue praticar preços mais baixos do que a concorrência. Suas unidades, em geral, são de pequeno/médio e se situam em regiões de grande concentração populacional e vias de acesso de transporte público. Com essa oferta de conveniência, a empresa consegue atingir uma parcela grande de jovens trabalhadores que precisam se desenvolver na carreira. (ANHANGUERA, 2010)

3.2.2 Estácio Participações S.A.

A companhia é a maior organização privada do setor de ensino superior no Brasil em número de alunos matriculados (mais de 210 mil), de acordo com dados oficiais do INEP referentes ao ano de 2008 (ESTACIO, 2010).

A estrutura é composta por uma universidade, dois centros universitários, 25 faculdades e 52 pólos de ensino à distância credenciados pelo MEC, com uma capilaridade nacional representada por 72 Unidades (Campi), nos principais centros urbanos de 16 estados brasileiros, estrategicamente localizadas nas proximidades das residências e/ou dos locais de trabalho de nosso público alvo de trabalhadores de classes média e média-baixa (ESTACIO, 2010).

A empresa oferece 78 cursos de graduação nas áreas de Ciências Exatas, Ciências Biológicas e Ciências Humanas, em graduação tradicional e tecnológica. Adicionalmente, oferece cursos de pós-graduação lato sensu, cursos de mestrado e de doutorado além de diversos cursos de extensão, a preços competitivos, visando a formação profissional e melhor empregabilidade dos alunos (ESTACIO, 2010).

3.2.3 Kroton Educacional S.A.

A Kroton Educacional é um dos maiores grupos educacionais do Brasil, com atuação no Ensino Básico há mais de 40 anos e no Ensino Superior desde 2001 (KROTON, 2010)

A Companhia atua de forma integrada e diversificada, provendo serviços de educação, tecnologia de ensino e material didático para uma rede de mais de 720 escolas associadas em todos os Estados do Brasil, com mais de 265 mil alunos. No Ensino Superior, a Kroton conta 24 faculdades próprias, com a marca Pitágoras, e 16, com a marca IUNI. As 40 unidades estão presentes em 28 cidades de dez Estados Brasileiros e possuem mais de 86 mil alunos (KROTON, 2010)

Baseada na experiência adquirida com a gestão da rede de escolas geograficamente dispersas, a empresa desenvolveu o modelo de monitoramento de processos e treinamento de professores e gestores para implementar o sistema no ensino superior (KROTON, 2010)

3.2.4 SEB – Sistema Educacional Brasileiro S.A.

A SEB acredita ser uma das maiores e mais reconhecidas companhias privadas do setor de educação no Brasil¹, com 46 anos de atuação no mercado (SEB, 2010)

A Companhia acredita que a qualidade de sua metodologia de ensino e do conteúdo que oferece, aliada ao reconhecimento de suas marcas COC e Dom Bosco, conferem-na uma plataforma de negócios diferenciada. (SEB, 2010)

A Companhia atua de forma verticalmente integrada e sistematizada nos principais segmentos do mercado educacional:

- Em Educação Básica presencial, por meio de unidades próprias;
- Sistema de Ensino Básico, por meio de fornecimento de metodologia, conteúdo e material didático, treinamento de professores e outros serviços educacionais para parcerias na Educação Básica privada e pública;
- Ensino Superior: graduação e pós-graduação presencial, por meio de unidades próprias;
- Ensino a Distância (EAD) - Ensino Superior de graduação a distância (SEB, 2010).

No sistema de ensino básico privado, a empresa atua com as marcas COC e Dom Bosco, dependendo do objetivo, tamanho, público-alvo e mensalidade da escola parceira. No segmento de escolas públicas, atua com a marca NAME – Núcleo de Apoio à Municipalização do Ensino –, fazendo convênios com prefeituras para levar a metodologia pedagógica às escolas das redes municipais. Para a gestão de escolas próprias nas principais capitais, a empresa utiliza a marca COC, que tem reconhecimento de qualidade em educação básica (SEB, 2010).

Para o ensino superior, seja presencial ou a distância, a empresa também utiliza a marca COC como forma de se beneficiar dos atributos qualitativos da marca no ensino básico e transferi-los para o ensino superior (SEB, 2010).

No segmento de concursos públicos e jurídicos a empresa atua com a marca Praetorium, que é o nome da companhia adquirida nesse segmento (SEB, 2010).

3.3 Coleta de Dados

A coleta de dados foi realizada com base nos demonstrativos financeiros e informações públicas dessas organizações. Tais documentos foram buscados nos sites das instituições de ensino, no site da BM&FBOVESPA e no site da Comissão de Valores Mobiliários – CVM.

As quatro instituições pesquisadas realizaram o IPO (oferta pública inicial de ação) em 2007, especificamente nas seguintes datas:

- Anhanguera Educacional Participações S.A – 12 de março de 2007;
- Estácio Participações S.A. – 30 de julho de 2007;
- Kroton Educacional S.A. – 27 de julho de 2007; e
- SEB – Sistema Educacional Brasileiro S.A – 18 de outubro de 2007.

Levando em consideração a data de abertura de capital das empresas, foram coletados os demonstrativos financeiros do período entre julho de 2007 a dezembro de 2010, em períodos semestrais, totalizando 07 (sete) semestres para cada instituição de ensino pesquisada.

3.4 Ajustes Realizados

Após coleta dos demonstrativos financeiros, foram realizados os seguintes ajustes contábeis com o objetivo de sair de um sistema contábil que objetiva lucro e rentabilidade e se chegar às premissas de valor:

- *Padronização dos Demonstrativos*: elaborada de acordo com Matias (2009), nesta etapa houve um rearranjo da disposição dos dados contábeis de forma a permitir a aplicação mais eficiente do modelo de geração de valor.
- *Eliminação de Reservas de Reavaliação*: após a padronização dos demonstrativos, os efeitos da constituição de reserva de reavaliação foram eliminados do balanço patrimonial seguindo as seguintes etapas, sugeridas por Matias (2009):
 - 1) Eliminação do valor da reserva de reavaliação.
 - 2) Subtração do valor da reserva de reavaliação do valor do ativo imobilizado.
 - 3) Recálculo de todas as contas sintéticas afetadas por este ajuste.
- *Eliminação do Ativo Diferido*: o ativo diferido também foi eliminado do balanço patrimonial seguindo as orientações de Matias (2009):
 - 1) Eliminação do valor da conta ativo diferido do ativo permanente.

- 2) Subtração do valor do ativo diferido da conta lucros e prejuízos acumulados. Quando a conta lucros e prejuízos acumulados apresentou valor menor que o valor do ativo diferido, eliminou-se a conta por completo e o saldo foi lançado como valor negativo na mesma (prejuízo acumulado).
 - 3) Recálculo de todas as contas sintéticas afetadas por este ajuste.
- *Reserva para Manutenção do Capital de Giro:* o cálculo da reserva para manutenção do capital de giro foi realizado de acordo com as orientações de Matias (2009) a seguir, levando em consideração um período de tempo compreendido entre t e $t+1$.
 - 1) Cálculo do capital de giro próprio (patrimônio líquido menos ativo não-circulante) expressos nos balanços encerrados em t e $t+1$. Para o 2º semestre de 2007, por exemplo, foi calculado o CGP do 1º semestre de 2007 e do 2º semestre de 2007.
 - 2) Cálculo do capital de giro próprio médio entre t e $t+1$, através de média aritmética simples.
 - 3) Determinação da reserva para manutenção do capital de giro, dada como a aplicação do índice de inflação entre t e $t+1$ sobre o capital de giro próprio médio deste intervalo.
 - 4) Lançamento do valor calculado, se positivo (capital de giro próprio positivo), como despesa não-operacional; se negativo (ausência de recursos próprios empregados em capital de giro: capital de giro próprio negativo), como receita não-operacional¹⁸.
 - *Correção monetária dos demonstrativos financeiros:* para facilitar a correção monetária dos demonstrativos financeiros foi criado um índice de inflação acumulado, conforme sugerido por Matias (2009). A data mais antiga a partir da qual foi construído o índice de inflação é 31/12/2006, e a correção monetária foi realizada para o período de 30/07/2007 a 31/12/2010. O primeiro mês cuja inflação impactou o índice foi jan./2007, e o último, dez./2010. O índice de inflação escolhido foi o IGP-M¹⁹, aferido pela Fundação Getúlio Vargas (FGV) e foram coletados os valores das taxas de inflação apuradas mensalmente. O primeiro mês da série foi dez./2006, e o último, dez./2010. O passo seguinte foi a

¹⁸ Em 1º de janeiro de 2008 entrou em vigor a Lei nº 11.638/07 que altera, revoga e introduz novos dispositivos à Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404/76). O principal objetivo da nova lei é a atualização das regras contábeis brasileiras e a harmonização dessas regras com os pronunciamentos internacionais. Levando em consideração os dispositivos dessa nova lei, a reserva para a manutenção do capital de giro foi lançada como receita/despesa operacional.

¹⁹ O IGP-M é calculado mensalmente pela FGV e divulgado no final de cada mês de referência. Considera variações de preços do período do dia vinte e um do mês anterior ao dia vinte do mês de referência.

fixação de um número base inicial, arbitrado em 1.000. Em seguida foram definidos os valores dos índices para os meses seguintes através da fórmula:

$$V_t = V_{t-1} \times (1 + g_t) \quad (31)$$

onde: V_{t-1} é o índice do mês anterior; g_t é a inflação do mês atual

A tabela completa do índice de inflação calculado para todo o período é apresentada na página a seguir.

Após cálculo dos índices de inflação para o período necessário, procedeu-se à aplicação da correção monetária propriamente dita. A data de convergência para a correção monetária foi 31/12/2010. Dessa forma, todos os valores dos demonstrativos foram convergidos para essa data.

Em relação à data original correta a partir da qual as contas dos demonstrativos foram corrigidas, de acordo com Matias (2009), no caso do balanço patrimonial, foi utilizada a própria data de referência do demonstrativo (30/06 e 31/12). Já para a DRE foram utilizadas as datas correspondentes à metade de cada semestre do ano, ou seja, 31/03 para o 1º semestre e 30/9 para o 2º semestre.

Os demonstrativos financeiros das instituições de ensino estudadas são apresentados nos apêndices deste trabalho na forma padronizada, ajustada e inflacionada.

3.5 Análise dos Dados

A mensuração e identificação da criação de valor nas instituições privadas de ensino superior de capital aberto tiveram como base a metodologia de Valor Econômico Adicionado.

Para medir o valor gerado foi usado o modelo de GTV – Geração Total de Valor, desenvolvido pelo Prof. Dr. Alberto Borges Matias (2007), que separa a geração de valor em valor adicionado no capital de giro (curto prazo) e valor adicionado no longo prazo. O modelo GTV é detalhado no item 2.4, da revisão bibliográfica.

Tabela 3 – Índice de Inflação IGP-M e Fator de Correção Monetária

Mês	Ano	IGP-M % (Variação)	Índice	Fator de Correção
Dezembro	2006	0,32	1000	1,2945
Janeiro	2007	0,50	1005	1,2881
Fevereiro	2007	0,27	1008	1,2846
Março	2007	0,34	1011	1,2803
Abril	2007	0,04	1012	1,2797
Maio	2007	0,04	1012	1,2792
Junho	2007	0,26	1015	1,2759
Julho	2007	0,28	1017	1,2723
Agosto	2007	0,98	1027	1,2600
Setembro	2007	1,29	1041	1,2440
Outubro	2007	1,05	1052	1,2310
Novembro	2007	0,69	1059	1,2226
Dezembro	2007	1,76	1077	1,2014
Janeiro	2008	1,09	1089	1,1885
Fevereiro	2008	0,53	1095	1,1822
Março	2008	0,74	1103	1,1735
Abril	2008	0,69	1111	1,1655
Maio	2008	1,61	1129	1,1470
Junho	2008	1,98	1151	1,1248
Julho	2008	1,76	1171	1,1053
Agosto	2008	-0,32	1167	1,1089
Setembro	2008	0,11	1169	1,1076
Outubro	2008	0,98	1180	1,0969
Novembro	2008	0,38	1185	1,0927
Dezembro	2008	-0,13	1183	1,0942
Janeiro	2009	-0,44	1178	1,0990
Fevereiro	2009	0,26	1181	1,0961
Março	2009	-0,74	1172	1,1043
Abril	2009	-0,15	1170	1,1060
Maio	2009	-0,07	1170	1,1068
Junho	2009	-0,10	1168	1,1079
Julho	2009	-0,43	1163	1,1126
Agosto	2009	-0,36	1159	1,1167
Setembro	2009	0,42	1164	1,1120
Outubro	2009	0,05	1165	1,1114
Novembro	2009	0,10	1166	1,1103
Dezembro	2009	-0,26	1163	1,1132
Janeiro	2010	0,63	1170	1,1063
Fevereiro	2010	1,18	1184	1,0933
Março	2010	0,94	1195	1,0832
Abril	2010	0,77	1204	1,0749
Maio	2010	1,19	1219	1,0623
Junho	2010	0,85	1229	1,0533
Julho	2010	0,15	1231	1,0517
Agosto	2010	0,77	1240	1,0437
Setembro	2010	1,15	1255	1,0318
Outubro	2010	1,01	1267	1,0215
Novembro	2010	1,45	1286	1,0069
Dezembro	2010	0,69	1295	1,0000

3.6 Premissas adotadas para aplicação do modelo de GTV – Geração Total de Valor

Para cálculo da Geração de Valor na Atividade (GVA), que compõe a Geração de Valor no Capital de Giro (curto prazo) foram adotadas as seguintes premissas:

- Na variável “devoluções” foram consideradas as mensalidades canceladas presentes na DRE;
- Como “abatimentos” foram considerados bolsas e descontos da DRE;
- No item “ganho financeiro do contas a receber deduzido do respectivo custo de capital” foi considerado o seguinte cálculo:

$$Receb.CP \times (RRecebCP - CMPPCO) + Receb.LP \times (RRecebLP - CMPCLP)$$

onde: Receb.CP = recebíveis do ativo circulante; RRecebCP = retorno de recebíveis do ativo circulante; CMPPCO – custo médio ponderado do passivo circulante operacional; Receb.LP = mensalidades a receber do ativo realizável a longo prazo; RRecebLP = retorno de mensalidades a receber do ativo realizável a longo prazo; CMPCLP – custo médio ponderado do capital de longo prazo.

- No “resultado monetário de estoques deduzido do respectivo CMPCG x estoques”, levando em consideração que neste trabalho o estoque não possui retorno financeiro, foi considerado o seguinte cálculo:

$$Estoques \times CMPCG$$

onde: CMPCG é o custo médio ponderado de capital de giro e também pode ser chamado de custo médio ponderado do passivo circulante (CMPCC).

- Na variável “despesas administrativas” foi considerado apenas o saldo da subconta “gerais e administrativas” da DRE e não levou-se em consideração as subcontas “depreciação e amortização” e “amortização de ágio”, que também compunham a conta despesas/receitas da atividade – gerais e administrativas.

Para cálculo do Valor Gerado na Tesouraria (VGT), que compõe a Geração de Valor em Finanças (GVF), a qual somada a Geração de Valor na Atividade (GVA) resulta no Valor Gerado no Capital de Giro (curto prazo), foram adotadas as seguintes premissas:

- De acordo com Matias (2007a), os recursos de caixa e bancos (disponibilidades) só geram retorno como forma de reciprocidade bancária. Por esta pesquisa tratar-se de uma análise externa e o acesso a essa informação não ser público, a conta “Caixa e bancos” foi

considerada como não geradora de retorno. Dessa forma, o retorno do investimento em tesouraria (RIT) é resultado do retorno médio das aplicações financeiras, o qual foi calculado utilizando a média ponderada das taxas especificadas nas notas explicativas das empresas.

- Na determinação do Custo Médio Ponderado do Capital de Tesouraria (CMPCT), conforme sugerido por Matias (2007a), foi analisado o custo de cada um dos componentes do passivo circulante financeiro:
 - a) Empréstimos e Financiamentos: foi considerada a média ponderada das taxas especificadas nas notas explicativas das empresas.
 - b) Debêntures: também foi considerada a média ponderada das taxas especificadas nas notas explicativas das empresas.
 - c) Dividendos a Pagar: foi considerado custo zero, por ser uma fonte natural de créditos, a serem pagos na data determinada pela Assembléia Geral Extraordinária dos Acionistas (AGE), conforme Matias (2007a).

Para cálculo do Valor Gerado no Giro (VGG), que compõe a Geração de Valor em Finanças (GVF) junto com o Valor Gerado na Tesouraria (VGT), o Retorno sobre o Investimento em Giro (RIG) foi calculado por meio do retorno médio ponderado de todos os itens do ativo circulante operacional, relacionados a seguir:

- Retorno dos recebíveis: de acordo com Matias (2007a) deveria ser usada como retorno a taxa implícita na venda a prazo, mas essa informação não é divulgada externamente pelas instituições. Dessa forma, conforme sugestão do autor foi utilizada a taxa da respectiva operação de financiamento (capital de giro). Foram coletadas no site do Banco Central do Brasil as taxas mensais de capital de giro do período de 2007 a 2010. As taxas mensais foram transformadas em taxas semestrais para serem usadas nos períodos considerados neste estudo.
- Retorno dos estoques: segundo Matias (2007a) não há retorno sobre esses ativos;
- Retorno de outros: foi considerado o retorno médio de todos os itens que compõem essa conta, conforme detalhado nos demonstrativos de cada instituição financeira, relacionados abaixo:
 - a) Na Anhanguera Educacional Participações S.A. a conta “outros” do ativo circulante é composta por:

- *Impostos a Recuperar*: foi adotada como premissa que os valores contidos nessa conta tratam-se de depósitos judiciais. De acordo com a Lei nº 9.289/96, na correção monetária de depósitos judiciais passou-se a adotar a mesma atualização das cadernetas de poupança (TR – taxa referencial), mas sem a incidência dos juros de 0,5% a.m. aplicáveis a esse tipo de investimento. Para atualização de valores relativos a débitos tributários, deve-se corrigir pela SELIC. Dessa forma, por tratar-se de imposto o retorno foi calculado de acordo com a SELIC. Foram coletadas no site da Receita Federal as taxas mensais da SELIC do período de 2007 a 2010. Essas taxas mensais foram transformadas em taxas semestrais para serem usadas nos períodos considerados neste estudo.
 - *Despesas Antecipadas*: o retorno foi considerado igual a zero.
 - *Outras contas a receber*: conforme especificado nas notas explicativas das demonstrações financeiras da Instituição, tratam-se de adiantamento a fornecedores, contas a receber de antigos proprietários, adiantamentos a funcionários, aplicações vinculadas e contar a receber venda do colégio Taboão da Serra. Por não apresentar os valores relacionados a cada uma dessas subcontas, foi considerado o retorno igual a zero.
 - *Partes relacionadas*: foi usada como retorno a taxa do capital de giro, utilizando como premissa a possibilidade da instituição repassar valores de acordo com a taxa que consegue em empréstimos e financiamentos.
 - *Bens destinados para Venda*: como custo de oportunidade, foi considerado o retorno do aluguel de acordo com o mercado imobiliário. Segundo Filatelli²⁰, não há consenso, mas o percentual mais aceito entre os especialistas é o que oscila entre 0,5% e 0,7% do valor do imóvel, ao mês. Dessa forma, foi considerado um retorno de 0,7% a.m. (4,27% a.s.).
 - *Impostos diferidos*: o retorno foi considerado igual a zero.
- b) Na Estácio Participações S.A. não há a conta “outros” no ativo circulante.
- c) Na Kroton Educacional S.A. a conta “outros” do ativo circulante é composta por:
- *Tributos a Recuperar*: foi adotada como premissa que os valores contidos nessa conta tratam-se de depósitos judiciais. Dessa forma, por tratar-se de imposto o retorno foi calculado de acordo com a SELIC.

²⁰ Com base no artigo *Investir em imóveis é uma boa oportunidade*, disponível em <http://www.hcconstrutora.com.br/inicial/investimento>

- *Despesas Antecipadas*: o retorno foi considerado igual a zero.
 - *Impostos diferidos*: o retorno foi considerado igual a zero.
 - *Adiantamento a fornecedores*: de acordo com Matias (2007a) deveria ser usada a taxa de desconto obtida, mas essa informação não é divulgada externamente pelas instituições. Foi considerado retorno igual a zero.
 - *Demais contas a receber*: conforme especificado nas notas explicativas das demonstrações financeiras da Instituição, tratam-se adiantamento a funcionários e foi considerado o retorno igual a zero.
- d) No SEB – Sistema Educacional Brasileiro S.A. a conta “outros” do ativo circulante é composta por:
- *Outras contas a receber*: não foi especificado nas notas explicativas das demonstrações financeiras da Instituição. Foi usada como retorno a taxa do capital de giro.
 - *Impostos a Recuperar*: por tratar-se de imposto depositado judicialmente, o retorno foi calculado de acordo com a SELIC.
 - *Despesas Antecipadas*: o retorno foi considerado igual a zero.
 - *Partes relacionadas*: foi usada como retorno a taxa do capital de giro, utilizando como premissa a possibilidade da instituição repassar valores de acordo com a taxa que consegue em empréstimos e financiamentos.

Para determinação do Custo Médio Ponderado do Passivo Circulante Operacional (CMPPCO) foi calculado o retorno médio ponderado de todos os itens do passivo circulante operacional, relacionados a seguir:

- Fornecedores: deveria ser realizada uma comparação do preço a vista cobrado pelo fornecedor com o preço a prazo. De acordo com Matias (2007a), como esta informação não estava disponível publicamente, considerou-se o custo dos fornecedores como o custo do financiamento bancário de capital de giro, já que o fornecedor provavelmente repassará esse custo.
- Impostos, Taxas e Contribuições: adotou-se como premissa que esses tributos não estavam em atraso e considerou-se custo zero, conforme sugerido por Matias (2007a).
- Provisões: por tratar-se de salários e encargos trabalhistas foi considerado custo zero. Representa uma fonte natural de financiamento, de acordo com Matias (2007a).

- Dívidas com Pessoas Ligadas: devido à falta de informação da taxa praticada, foi usada como retorno a taxa do capital de giro, utilizando como premissa a possibilidade de terem repassado os valores de acordo com a taxa praticada pelas instituições financeiras.
- Outros: foi considerado o custo médio de todos os itens que compõem essa conta, conforme detalhado nos demonstrativos de cada instituição financeira, relacionados abaixo:

a) Na Anhanguera Educacional Participações S.A. a conta “outros” do passivo circulante operacional é composta por:

- *Anuidades antecipadas*: de acordo com o especificado nas notas explicativas das demonstrações financeiras da Instituição, trata-se de mensalidades de períodos subsequentes recebidas antecipadas. O custo seria a taxa de desconto concedida pelo pagamento da anuidade a vista. Pela indisponibilidade dessa informação, foi considerado o custo do capital de giro.
- *Compromissos a pagar*: conforme especificado nas notas explicativas das demonstrações financeiras da Instituição, referem-se às dívidas assumidas com ex-proprietários das empresas adquiridas pela Companhia, que serão pagos em prazos pré-determinados em contratos. Não foram divulgadas as taxas embutidas nessas operações. Dessa forma, foi considerada como custo a taxa SELIC, por ser um índice pelo qual as taxas de juros cobradas pelo mercado se limitam no Brasil.
- *Outras contas a pagar*: referem-se à provisão para fornecedores, conforme apontado nas notas explicativas das demonstrações financeiras da Instituição. Considerou-se a mesma premissa utilizada para o custo dos fornecedores, ou seja, a taxa de capital de giro.
- *Partes relacionadas*: devido a falta de informação, foi usada como retorno a taxa do capital de giro, utilizando como premissa a possibilidade das partes relacionadas terem repassado os valores de acordo com a taxa praticada pelas instituições financeiras.

b) Na Estácio Participações S.A. a conta “outros” do passivo circulante operacional é composta por:

- *Salários e encargos sociais*: foi considerado custo zero, por ser uma fonte natural de financiamento.

- *Mensalidades recebidas antecipadamente*: o custo seria a taxa de desconto concedida pelo pagamento da anuidade a vista. Pela indisponibilidade dessa informação, foi considerado o custo do capital de giro.
 - *Outras obrigações*: foi considerado custo zero por falta de informações nas notas explicativas da empresa.
- c) Na Kroton Educacional S.A. a conta “outros” do passivo circulante operacional é composta por:
- *Salários e encargos sociais*: foi considerado custo zero, por ser uma fonte natural de financiamento.
 - *Adiantamento a clientes*: pela indisponibilidade da informação, foi considerado o custo do capital de giro.
 - *Contas a pagar*: conforme especificado nas notas explicativas das demonstrações financeiras da Instituição, referem-se às contas a pagar de aquisições. Considerou-se o custo do capital de giro.
 - *Programa de Recuperação Fiscal*: de acordo com a Lei nº 11.941/96 a taxa cobrada por parcelamento de tributos é a SELIC. Portanto, o custo foi calculado de acordo com essa taxa.
 - *Demais contas a pagar*: referem-se a repasse de financiamentos estudantis, conforme apontado nas notas explicativas das demonstrações financeiras da Instituição. Considerou-se o custo igual a zero.
- d) No SEB – Sistema Educacional Brasileiro S.A. a conta “outros” do passivo circulante operacional é composta por:
- *Salários, férias e contribuições sociais*: foi considerado custo zero, por ser uma fonte natural de financiamento.
 - *Mensalidades recebidas antecipadamente*: o custo seria a taxa de desconto concedida pelo pagamento da anuidade a vista. Pela indisponibilidade dessa informação, foi considerado o custo do capital de giro.
 - *Outras contas a pagar*: foi considerado custo zero por falta de informações nas notas explicativas da empresa.

Para cálculo do Valor Gerado com Impostos (VGG), que também compõe a Geração de Valor em Finanças (GVF), foi considerada a soma dos impostos e taxas, provisão para IR e CS e impostos diferidos contidos na DRE.

No Valor Gerado pelo Realizável a Longo Prazo (VRLP), o qual compõe a Geração de Valor a Longo Prazo (GVLP), o Retorno sobre o Investimento em Realizáveis a Longo Prazo (RRLP) foi calculado como o retorno médio ponderado de todos os itens do realizável a longo prazo, relacionados a seguir:

- Retorno dos créditos diversos: como a informação da taxa implícita na venda a prazo não é divulgada externamente pelas instituições, foi utilizada a taxa de capital de giro, conforme sugestão de Matias (2007a).
- Retorno dos créditos com pessoas ligadas: o retorno foi definido como a taxa do capital de giro, utilizando como premissa a possibilidade da instituição repassar valores de acordo com a taxa obtida em empréstimos e financiamentos.
- Retorno de outros: foi considerado o retorno médio de todos os itens que compõem essa conta, conforme detalhado nos demonstrativos de cada instituição financeira, relacionados abaixo:

a) Na Anhanguera Educacional Participações S.A. a conta “outros” do ativo realizável a longo prazo é composta por:

- *Despesas Antecipadas*: o retorno foi considerado igual a zero.
- *Outras contas a receber*: por possuir a mesma composição detalhada do ativo circulante, considerou-se a mesma premissa de retorno igual a zero.
- *Impostos diferidos*: o retorno foi considerado igual a zero.
- *Impostos a Recuperar*: considerou-se a mesma premissa apresentada no ativo circulante que classifica os valores contidos nessa conta como depósitos judiciais. Por tratar-se de imposto, o retorno foi calculado de acordo com a SELIC.

b) Na Estácio Participações S.A. a conta “outros” do ativo realizável a longo prazo é composta por:

- *Tributos diferidos*: o retorno foi considerado igual a zero.
- *Despesas Antecipadas*: o retorno foi considerado igual a zero.
- *Outros*: não foi especificada nas notas explicativas da empresa a composição dessa conta. Dessa forma o retorno foi considerado igual a zero.

c) Na Kroton Educacional S.A. a conta “outros” do ativo realizável a longo prazo é composta por:

- *Despesas Antecipadas*: o retorno foi considerado igual a zero.
 - *Tributos diferidos*: o retorno foi considerado igual a zero.
 - *Depósitos judiciais*: o retorno foi considerado igual a TR – taxa referencial. Foram coletadas no site Portal Brasil as taxas mensais da TR do período de 2007 a 2010. Essas taxas mensais foram transformadas em taxas semestrais para serem usadas nos períodos considerados neste estudo.
 - *Adiantamento a fornecedores*: foi considerado retorno igual a zero.
 - *Tributos a Recuperar*: considerou-se a mesma premissa apresentada no ativo circulante que classifica os valores contidos nessa conta como depósitos judiciais. Por tratar-se de imposto, o retorno foi calculado de acordo com a SELIC.
 - *Aplicações Financeiras*: o retorno foi calculado utilizando a média ponderada das taxas especificadas nas notas explicativas.
 - *Outros*: não foi especificada nas notas explicativas da empresa a composição dessa conta. Dessa forma o retorno foi considerado igual a zero.
- d) No SEB – Sistema Educacional Brasileiro S.A. a conta “outros” do ativo realizável a longo prazo é composta por:
- *Contas a receber clientes e alunos*: como a informação da taxa implícita na venda a prazo não é divulgada externamente pelas instituições, foi utilizada a taxa de capital de giro.
 - *Outras contas a receber*: não foi especificado nas notas explicativas das demonstrações financeiras da Instituição. Foi usada como retorno a taxa do capital de giro.
 - *Contas a receber minoritários*: o retorno foi definido como a taxa do capital de giro, utilizando como premissa a possibilidade da instituição repassar valores de acordo com a taxa obtida em empréstimos e financiamentos.
 - *Tributos diferidos*: o retorno foi considerado igual a zero.

De acordo com Matias (2007a), o Custo Médio Ponderado do Capital de Longo Prazo (CMPCLP) é formado pela média ponderada entre o Custo Médio Ponderado do Exigível a Longo Prazo (CMPELP) e o Custo Médio Ponderado do Patrimônio Líquido (CMPPL).

Para determinação do Custo Médio Ponderado do Capital de Longo Prazo (CMPCLP) foi calculado o retorno médio ponderado de todos os itens do passivo exigível a longo prazo, relacionados a seguir:

- Empréstimos e Financiamentos: foi considerada a média ponderada das taxas especificadas nas notas explicativas das empresas.
- Debêntures: também foi considerada a média ponderada das taxas especificadas nas notas explicativas das empresas.
- Provisões: por tratar-se de provisões para contingências foi considerado custo zero.
- Outros: foi considerado o custo médio de todos os itens que compõem essa conta, conforme detalhado nos demonstrativos de cada instituição financeira, relacionados abaixo:

a) Na Anhanguera Educacional Participações S.A. a conta “outros” do passivo exigível a longo prazo é composta por:

- *Tributos parcelados*: de acordo com a Lei nº 11.941/96 a taxa cobrada por parcelamento de tributos é a SELIC. Portanto, o custo foi calculado de acordo com essa taxa.
- *Outras contas a pagar*: seguindo a mesma premissa utilizada no passivo circulante, o custo foi definido pela taxa de capital de giro.
- *Compromissos a pagar*: assim como no passivo circulante, foi considerada como custo a taxa SELIC.
- *Impostos diferidos*: o custo foi considerado igual a zero.

b) Na Estácio Participações S.A. a conta “outros” do passivo exigível a longo prazo é composta por:

- *Parcelamento de tributos*: de acordo com a Lei nº 11.941/96 a taxa cobrada por parcelamento de tributos é a SELIC. Portanto, o custo foi calculado de acordo com essa taxa.
- *Adiantamento de Convênio*: de acordo com as notas explicativas da empresa, refere-se a convênio de reciprocidade bancária. Foi considerado custo zero.

- c) Na Kroton Educacional S.A. a conta “outros” passivo exigível a longo prazo é composta por:
- *Contas a pagar*: conforme especificado nas notas explicativas das demonstrações financeiras da Instituição, referem-se às contas a pagar de aquisições. Considerou-se o custo do capital de giro.
 - *Programa de Recuperação Fiscal*: de acordo com a Lei nº 11.941/96 a taxa cobrada por parcelamento de tributos é a SELIC. Portanto, o custo foi calculado de acordo com essa taxa.
 - *Demais contas a pagar*: referem-se a repasse de financiamentos estudantis, conforme apontado nas notas explicativas das demonstrações financeiras da Instituição. Considerou-se o custo igual a zero.
- d) No SEB – Sistema Educacional Brasileiro S.A. a conta “outros” passivo exigível a longo prazo é composta por:
- *Impostos parcelados*: de acordo com a Lei nº 11.941/96 a taxa cobrada por parcelamento de tributos é a SELIC. Portanto, o custo foi calculado de acordo com essa taxa.
 - *Impostos diferidos*: o custo foi considerado igual a zero.
 - *Adiantamento para futuro aumento de capital*: o custo foi considerado igual a zero.
 - *Outras contas a pagar*: foi considerado custo zero por falta de informações nas notas explicativas da empresa.

O Custo Médio Ponderado do Patrimônio Líquido (CMPPL) foi calculado com base no modelo CAPM utilizando dados norte-americanos, ajustados ao chamado risco-país, conforme Assaf Neto, Lima e Araújo (2008) e Matias (2009). A fórmula utilizada para determinação do CMPPL foi:

$$k_e = R_f + \beta (R_m - R_f) + R_p$$

onde: k_e é o custo de capital próprio (nesse caso também pode ser chamada de CAPM); R_f é a taxa de retorno de um ativo livre de risco; R_m é a taxa de retorno da carteira de mercado; β é o coeficiente beta do título; $(R_m - R_f)$ é o prêmio pelo risco de mercado; R_p é o risco-país.

É importante destacar as seguintes referências dos valores considerados no cálculo:

- Taxa de retorno de um ativo livre de risco (R_f): o ativo livre de risco considerado neste estudo foi o T- Bond de 30 anos (EUA). Foram coletadas, por meio do banco de dados do Economática, as taxas anuais de retorno divulgadas diariamente para o período de 2007 a 2010. Calculou-se a taxa média anual para cada semestre estudado e transformou-se essa taxa em semestral.
- Coeficiente beta (β): considerou-se o beta médio setorial divulgado pelo site do Damodaran. Os betas de um ano X são divulgados no site em janeiro do ano X + 1. Dessa forma, no ano de 2007, por exemplo, foi coletado o beta divulgado em janeiro de 2008. Foram coletados os betas desalavancados do setor e alavancou-se por meio da estrutura de capital da empresa, de acordo com Damodaran (2007).
- Prêmio pelo risco de mercado ($R_m - R_f$): foi utilizada como prêmio pelo risco de mercado a média aritmética do prêmio de risco do mercado norte americano (ações – T.Bonds) de 6,03%, referente ao período de 1928 a 2010, conforme dados do site do Damodaran, ilustrados na Tabela 4, a seguir.

Tabela 4 - Prêmio pelo Risco do Mercado Norte-Americano

Arithmetic Average	Stocks	T.Bills	T.Bonds	Risk Premium		Standard Error	
				Stocks - T.Bills	Stocks - T.Bonds	Stocks - T.Bills	Stocks - T.Bonds
1928-2010	11,31%	3,70%	5,28%	7,62%	6,03%	2,25%	2,38%
1961-2010	11,10%	5,27%	6,96%	5,83%	4,13%	2,42%	2,69%
2001-2010	3,54%	2,18%	5,80%	1,37%	-2,26%	6,73%	9,00%
Geometric Average	Stocks	T.Bills	T.Bonds	Risk Premium			
				Stocks - T.Bills	Stocks - T.Bonds		
1928-2010	9,32%	3,66%	5,01%	5,67%	4,31%		
1961-2010	9,67%	5,23%	6,58%	4,44%	3,09%		
2001-2010	1,38%	2,16%	5,49%	-0,79%	-4,11%		

Fonte: DAMODARAN, Aswath, 2011. <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

- Risco-país (R_p): o índice de risco-país considerado neste estudo foi o EMBI+²¹ (*Emerging Market Bonds Index Plus* ou Índice de Títulos da Dívida de Mercados Emergentes), desenvolvido pelo banco de investimentos americano *J.P. Morgan*. Foram coletadas, por meio do site Portal Brasil, o risco-país anual divulgado diariamente para o período de 2007 a 2010. Calculou-se a medida de pontos para cada semestre estudado. O risco-país é expresso em pontos básicos e sua conversão se dá considerando que 100 unidades equivale a uma sobretaxa de 1%.

²¹ O índice mede a capacidade do país de saldar o montante dos títulos da sua dívida. Este indicador se concentra nos países emergentes. Na América Latina, os índices mais significativos são aqueles relativos às três maiores economias da região: Brasil, México e Argentina.

Utilizando as referências citadas para o cálculo do CMPPL (ou CAPM), chegou-se a um resultado expresso na forma de taxa anual nominal em dólares. De acordo com Copeland, Koller e Murrin (2000), para se chegar a uma taxa nominal local é necessário somar a diferença entre a inflação local e a americana. A previsão dessa diferença de inflação foi calculada de acordo com a média histórica, considerando o período de 1995 (após implantação do Plano Real) até 2010. O IGP-M foi considerado como índice de inflação do Brasil e o CPI (*Consumer Price Index*), que é o Índice de Preços ao Consumidor do mercado americano, foi considerado como índice de inflação americana.

Para cálculo do Valor Gerado pelo Ativo Permanente (VAP), o qual compõe a Geração de Valor a Longo Prazo (GVLP), é necessário calcular o retorno de todos os itens do ativo permanente, relacionados a seguir:

- Retorno de Investimentos: somente a Instituição Estácio possui valor no investimento que se refere a obras de arte. Pelo valor ter pouca representatividade no ativo, foi considerado retorno igual a zero.
- Retorno de Imobilizado: utilizando a mesma premissa dos “Bens destinados a Venda” do ativo circulante, foi considerado o retorno do aluguel de 0,7% a.m. (4,27% a.s.) de acordo com o mercado imobiliário.
- Retorno do Intangível: a maior parte do intangível é composta pelos “ágios nas aquisições de participações” e esse ágio representa que a instituição pagou nas aquisições um valor superior ao valor contábil. Levando em consideração essa premissa, a taxa de retorno deveria ser baseada na taxa de rentabilidade das empresas adquiridas. Pela indisponibilidade dessa informação foi considerada como retorno a taxa de rentabilidade (Rentabilidade do patrimônio Líquido²²) da própria instituição estudada. Foi calculado o ROE para cada semestre analisado neste estudo. Considerou-se também somente que as contas de “ágios nas aquisições de participações” e “marcas e patentes” teriam retorno. Para as demais contas do ativo intangível foi considerado retorno zero.
- Retorno do Diferido: considerando que nos ajustes contábeis os valores da conta ativo diferido foram eliminados do balanço patrimonial, não foi necessário estabelecer retorno para esse ativo.

²² A fórmula de Rentabilidade do Patrimônio Líquido é expressa por:

$$ROE = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}}$$

É importante ressaltar que todas as taxas coletadas como retorno e custo estavam expressas em sua forma nominal e foram transformadas em taxas reais²³, levando em consideração a inflação do período, representada pelo índice IGP-M.

²³

$i_r = \frac{(1 + i_n)}{(1 + I)} - 1$, sendo: i_r = taxa real; i_n = taxa nominal; I = inflação.

4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Neste capítulo são apresentados e analisados separadamente os resultados das quatro instituições de ensino pesquisadas após aplicação do modelo de GTV – Geração Total de Valor.

4.1 Resultados da Anhanguera Educacional Participações S.A.

A aplicação do modelo iniciou-se com o cálculo da geração de valor no capital de giro (GVG²⁴), que mede o valor gerado no curto prazo.

Para se chegar na geração de valor no capital de giro foi necessário calcular a geração de valor na atividade (GVA) e a geração de valor em finanças (GVF²⁵).

Na Tabela 5, a seguir, são apresentados os resultados da geração de valor na atividade da Anhanguera.

Tabela 5 - Geração de Valor na Atividade (GVA) - ANHANGUERA

	01/07/2007 a 31/12/2007	01/01/2008 a 30/06/2008	01/07/2008 a 31/12/2008	01/01/2009 a 30/06/2009	01/07/2009 a 31/12/2009	01/01/2010 a 30/06/2010	01/07/2010 a 31/12/2010
(Reais Mil)							
Valor Gerado na Venda (VGv)							
Receitas Brutas	246.959	477.939	551.370	763.031	710.379	859.296	760.905
(-) Devoluções	-3.957	-22.155	-11.549	-16.801	-7.691	-9.085	-28.945
(-) Abatimentos	-35.570	-101.527	-124.437	-200.672	-202.215	-257.857	-217.467
(-) Despesas Comerciais	-20.686	-33.956	-49.641	-63.425	-66.026	-75.524	-67.256
(-) Ganho financeiro do contas a receber deduzido do respectivo custo de capital	-3.848	-6.552	-11.897	-28.661	-19.193	-12.542	-14.589
(=) Resultado Comercial	182.899	313.748	353.846	453.471	415.256	504.290	432.649
Valor Gerado na Produção (VGP)							
Resultado Comercial	182.899	313.748	353.846	453.471	415.256	504.290	432.649
(-) Custo de Produção	-115.176	-191.315	-273.994	-312.105	-293.898	-325.463	-301.243
(±) Resultado Monetário de estoques deduzido do respectivo CMPCG x estoques	-30	16	-395	-720	-624	-121	-95
(=) Resultado de Produção	67.693	122.449	79.457	140.646	120.733	178.706	131.311
Valor Gerado na Administração (VGA)							
Resultado de Produção	67.693	122.449	79.457	140.646	120.733	178.706	131.311
(-) Despesas Administrativas	-21.432	-73.095	-9.506	-71.389	-77.094	-79.706	-62.592
(=) Resultado da Atividade	46.261	49.354	69.951	69.258	43.639	99.000	68.719
(%) Resultado da Atividade em relação às Receitas Brutas	19%	10%	13%	9%	6%	12%	9%

Como pode ser observado houve geração de valor na atividade da Anhanguera em todos os períodos analisados. Levando em consideração a proporção desse valor gerado em relação às receitas brutas da empresa, pode-se afirmar que o período de maior geração de valor na atividade foi no 2º semestre de 2007, devido à proporção da conta “abatimentos” formada pelos descontos e bolsas concedidos pela instituição. Já o período de menor geração de valor

²⁴ GVG = GVA + GVF

²⁵ GVF = VGI + VGG + VGT

na atividade foi o 2º semestre de 2009. Apesar disso, pode-se dizer que a geração de valor na atividade, no período de 2008 a 2010, manteve-se constante, pois a variação no valor gerado não foi significativa.

A geração de valor em finanças é resultado da soma do valor gerado na tesouraria, no giro e nos impostos. A Tabela 6 apresenta os resultados que compõem essa geração de valor.

Tabela 6 – Geração de Valor em Finanças (GVF) – ANHANGUERA

Reais Mil

	01/07/2007 a 31/12/2007	01/01/2008 a 30/06/2008	01/07/2008 a 31/12/2008	01/01/2009 a 30/06/2009	01/07/2009 a 31/12/2009	01/01/2010 a 30/06/2010	01/07/2010 a 31/12/2010
RIT	-0,24%	-0,61%	0,98%	0,90%	4,61%	-1,25%	-0,26%
CMPCT	0,00%	-0,87%	3,33%	6,42%	3,56%	-0,22%	0,08%
PCF	24.364	191.103	94.699	96.727	189.397	167.306	66.706
ST	16.296	329.328	-62.858	-89.962	105.888	115.111	892.781
CMPPCO	1,12%	0,14%	5,39%	3,85%	6,17%	1,84%	2,14%
CMPCLP	3,08%	2,04%	6,04%	9,78%	7,96%	1,95%	2,23%
IT	40.661	520.431	31.841	6.765	295.285	282.416	959.487
IR	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%
VGT	-186	-3.222	-494	-246	225	-3.480	-14.748
RIG	4,65%	3,96%	9,60%	13,07%	11,69%	4,47%	5,82%
ST	16.296	329.328	-62.858	-89.962	105.888	115.111	892.781
CGL	-70.166	290.749	-30.478	21.171	245.657	278.027	1.053.677
CMPCOG	1,12%	2,04%	4,75%	5,11%	7,56%	1,93%	2,14%
CMPCT	0,00%	-0,87%	3,33%	6,42%	3,56%	-0,22%	0,08%
CMPPCO	1,12%	0,14%	5,39%	3,85%	6,17%	1,84%	2,14%
CMPCLP	3,08%	2,04%	6,04%	9,78%	7,96%	1,95%	2,23%
PCO	176.341	177.217	172.153	171.630	177.935	181.208	162.211
IG	89.879	138.638	204.533	282.764	317.703	344.125	323.107
IR	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%
VGG	2.092	1.754	6.539	14.844	8.669	5.754	7.858
Impostos e taxas	-6.270	-10.101	-15.635	-22.084	-21.736	-23.620	-20.489
Provisão p/ IR e CS	-2.509	-2.177	-6.835	-3.578	-15.310	-9.917	-27.166
Imposto Diferido	0	0	0	0	-3.647	0	0
VGI	-8.779	-12.278	-22.471	-25.662	-40.693	-33.537	-47.654
GVF	-6.872	-13.745	-16.426	-11.064	-31.799	-31.263	-54.545

Analisando o valor gerado na tesouraria (GTV) da Anhanguera, percebe-se que em todos os períodos analisados, com exceção do 2º semestre de 2009, houve destruição de valor.

Quando o Saldo de Tesouraria (ST²⁶) é negativo, significa que o volume captado em empréstimos e financiamentos, debêntures e outros passivos circulantes financeiros é maior que o volume de recursos aplicados em caixa, bancos e aplicações financeiras, ou seja, a organização está aplicando recursos financeiros em suas operações. Em outras palavras, pode-se dizer que o passivo circulante financeiro financia todo o investimento em tesouraria e ainda

²⁶ ST = Ativo Circulante Financeiro – Passivo Circulante Financeiro

sobram recursos para financiar outros ativos (situação que ocorre no 2º semestre de 2008 e no 1º semestre de 2009 na Anhanguera).

Por outro lado, quando o Saldo de Tesouraria (ST) é positivo, significa que o ativo financeiro circulante é maior do que o volume captado no passivo circulante financeiro. Em outras palavras, mostra que o investimento em tesouraria (IR) está sendo financiado pelo passivo circulante financeiro e pelo passivo circulante operacional (situação que ocorre no 2º semestre de 2007, no 2º semestre de 2009 e no 1º semestre de 2010). Se o ST for positivo e maior que o passivo circulante operacional (PCO), significa ainda que o investimento em tesouraria também é financiado pelo passivo de longo prazo e pelo patrimônio líquido (situação que ocorre no 1º semestre de 2008 e no 2º semestre de 2010).

Há geração de valor na tesouraria quando o retorno das aplicações financeiras for superior ao custo dos empréstimos, financiamentos e debêntures. No caso da Anhanguera, como pode ser observado na Tabela 6, com exceção do 2º semestre de 2009, o custo do passivo circulante financeiro foi maior que o retorno do ativo circulante financeiro, causando destruição de valor na Tesouraria. Para gerar valor ou reduzir essa destruição de valor, é necessário buscar aplicações com maior rentabilidade e captar recursos com menor custo.

Os cálculos detalhados de retorno das aplicações e custo dos empréstimos/financiamentos e debêntures estão disponíveis nos apêndices deste trabalho.

Em relação ao valor gerado no giro (VGG) da Anhanguera, pode-se perceber que em todos os períodos analisados houve geração de valor no giro, pelo fato do retorno do investimento em giro (RIG) ser maior que o seu custo.

Analisando os balanços patrimoniais da Anhanguera percebe-se que a conta “recebíveis” (clientes) possui a maior participação no investimento em giro. Já no passivo circulante operacional (PCO) as contas de maior participação são “provisões” (salários e encargos trabalhistas) e “impostos, taxas e contribuições”, que possuem custo zero para a empresa.

É importante destacar que, no cálculo do valor gerado no giro, quando o ST for negativo e o capital de giro líquido (CGL) for positivo, considera-se que o investimento no giro (IG) é

financiado pelo passivo circulante financeiro (PCF), pelo passivo circulante operacional (PCO) e ainda pelo passivo de longo prazo (ELP) e pelo patrimônio líquido (PL).

Se o ST for nulo ou positivo, significa que o investimento no giro não é financiado pelo passivo circulante financeiro (PCF). Em complemento, se o CGL for nulo ou negativo, significa que o investimento no giro não é financiado pelo passivo de longo prazo (ELP) e pelo patrimônio líquido (PL).

O Valor Gerado com Impostos (VGI), como detalhado na Tabela 6, sempre será negativo por tratar-se exclusivamente de pagamentos de impostos e taxas. Vale ressaltar que, levando em consideração a proporção desse valor destruído em relação às receitas brutas da empresa, pode-se afirmar que o valor pago de impostos, ou melhor, a destruição de valor com impostos se mantém constante ao longo do período analisado.

Em relação à Tabela 6, ainda é possível observar que não há Geração de Valor em Finanças (GVF) devido à destruição de valor na tesouraria e com impostos.

Realizando a soma do valor gerado na atividade e do valor destruído em finanças, chegou-se aos seguintes resultados, ilustrados na Tabela 7.

Tabela 7 – Geração de Valor no Capital de Giro (GVG) – ANHANGUERA

	(Reais Mil)						
	01/07/2007 a 31/12/2007	01/01/2008 a 30/06/2008	01/07/2008 a 31/12/2008	01/01/2009 a 30/06/2009	01/07/2009 a 31/12/2009	01/01/2010 a 30/06/2010	01/07/2010 a 31/12/2010
Geração de Valor na Atividade (GVA)	46.261	49.354	69.951	69.258	43.639	99.000	68.719
Geração de Valor em Finanças (GVF)	-6.872	-13.745	-16.426	-11.064	-31.799	-31.263	-54.545
Geração de Valor no Capital de Giro (GVG)	39.389	35.609	53.525	58.193	11.839	67.737	14.174

Analisando os resultados apontados na Tabela 7, verifica-se que em todos os períodos estudados houve Geração de Valor no Capital de Giro (GVG), pois o valor destruído em finanças foi compensado pela geração de valor superior na atividade.

A segunda parte da aplicação do modelo foi o cálculo da geração de valor no longo prazo²⁷ (GVLP).

²⁷ GVLP = VRLP + VAP

Para se chegar à geração de valor no longo prazo foi necessário calcular o valor gerado pelo realizável a longo prazo (VRLP) e o valor gerado pelo ativo permanente (VAP).

Na Tabela 8, a seguir, são apresentados os resultados do VRLP e do VAP da Anhanguera.

Tabela 8 - Valor Gerado pelo Realizável a Longo Prazo (VRLP) e o Valor Gerado pelo Ativo Permanente (VAP) – ANHANGUERA

(Reais Mil)

	01/07/2007 a 31/12/2007	01/01/2008 a 30/06/2008	01/07/2008 a 31/12/2008	01/01/2009 a 30/06/2009	01/07/2009 a 31/12/2009	01/01/2010 a 30/06/2010	01/07/2010 a 31/12/2010
RRLP	1,31%	1,36%	4,90%	5,72%	1,27%	0,49%	0,10%
CMVPCLP	3,08%	2,04%	6,04%	9,78%	7,96%	1,95%	2,23%
CMPELP	-0,38%	-0,95%	3,42%	6,45%	4,06%	-0,67%	-0,17%
CMPPPL	4,38%	2,54%	6,79%	10,87%	9,91%	3,20%	3,08%
CMPPC (ou CMPPCG)	0,99%	-0,38%	4,66%	4,78%	4,83%	0,85%	1,54%
CMPPCT	0,00%	-0,87%	3,33%	6,42%	3,56%	-0,22%	0,08%
CMPPCO	1,12%	0,14%	5,39%	3,85%	6,17%	1,84%	2,14%
IRLP	17.697	26.064	46.848	46.779	100.585	79.302	153.655
IR	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%
VRLP	-155	-117	-277	-1.253	-4.444	-765	-2.157
VGINV	0	0	0	0	0	0	0
RImob	-1,82%	-2,39%	1,43%	5,58%	4,77%	-1,34%	-1,01%
CMVPCLP	3,08%	2,04%	6,04%	9,78%	7,96%	1,95%	2,23%
Imobilizado	223.476	298.684	362.115	419.436	554.629	404.729	607.591
IR	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%
VGImob	-7.219	-8.733	-11.015	-11.637	-11.673	-8.808	-12.975
RInt	-4,79%	-8,77%	-3,59%	6,12%	0,92%	-0,28%	-4,35%
CMVPCLP	3,08%	2,04%	6,04%	9,78%	7,96%	1,95%	2,23%
Intangível	566.398	599.748	884.095	921.962	891.673	869.497	832.821
IR	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%
VGIntg	-29.422	-42.790	-56.188	-22.288	-41.438	-12.817	-36.161
VG Dif	0	0	0	0	0	0	0
VAP	-23.140	-31.468	-43.062	-18.958	-30.024	-11.543	-26.380

Em relação a Tabela 8, pode-se perceber que em todos os períodos analisados houve destruição de valor pelo realizável a longo prazo e também pelo ativo permanente. Essa destruição de valor deu-se pelo fato dos retornos do investimento em realizável a longo prazo (RRLP) e do investimento em imobilizado e em intangível serem menores que o custo médio ponderado de capital de longo prazo (média ponderada entre o custo do exigível a longo prazo e do custo do patrimônio líquido). Dessa forma, conforme pode ser observado na Tabela 9, houve destruição de valor no longo prazo em todos os períodos analisados.

Tabela 9 – Geração de Valor no Longo Prazo (GVLP) – ANHANGUERA

	(Reais Mil)						
	01/07/2007 a 31/12/2007	01/01/2008 a 30/06/2008	01/07/2008 a 31/12/2008	01/01/2009 a 30/06/2009	01/07/2009 a 31/12/2009	01/01/2010 a 30/06/2010	01/07/2010 a 31/12/2010
Valor Gerado pelo Realizável a Longo Prazo (VRLP)	-155	-117	-277	-1.253	-4.444	-765	-2.157
Valor Gerado pelo Ativo Permanente (VAP)	-23.140	-31.468	-43.062	-18.958	-30.024	-11.543	-26.380
Geração de Valor no Longo Prazo (GVLP)	-23.295	-31.585	-43.339	-20.210	-34.468	-12.308	-28.537

No custo médio ponderado de capital de longo prazo (CMPCLP), o Custo Médio Ponderado do Patrimônio Líquido (CMPPL), que foi calculado com base no CAPM, possui peso maior pela proporção do patrimônio líquido no passivo e trata-se de um custo mais elevado do que o custo do exigível a longo prazo (CMPELP).

O cálculo do CMPPL ou CAPM da Anhanguera é apresentado em detalhes nos apêndices.

Ao realizar a soma do valor gerado no capital de giro (curto prazo) e do valor destruído no longo prazo, chega-se a Geração Total de Valor (GTV) da Anhanguera, como pode ser observado na Tabela 10, a seguir.

Tabela 10 – Geração Total de Valor (GTV) – ANHANGUERA

	(Reais Mil)						
	01/07/2007 a 31/12/2007	01/01/2008 a 30/06/2008	01/07/2008 a 31/12/2008	01/01/2009 a 30/06/2009	01/07/2009 a 31/12/2009	01/01/2010 a 30/06/2010	01/07/2010 a 31/12/2010
Geração de Valor no Capital de Giro (GVG)	39.389	35.609	53.525	58.193	11.839	67.737	14.174
Geração de Valor no Longo Prazo (GVLP)	-23.295	-31.585	-43.339	-20.210	-34.468	-12.308	-28.537
GTV	16.094	4.024	10.186	37.983	-22.629	55.428	-14.362

Analisando a Tabela 10, pode-se concluir que a Anhanguera gerou valor em todos os períodos analisados, com exceção do 2º semestre de 2009 e do 2º semestre de 2010. Essa geração de valor na empresa ocorreu pelo fato da destruição de valor no longo prazo ser compensada pela geração de valor no curto prazo (capital de giro).

4.2 Resultados da Estácio Participações S.A.

Iniciou-se a aplicação do modelo de geração de valor na Estácio calculando a geração de valor no capital de giro (GVG), ou seja, no curto prazo.

São apresentados os resultados da geração de valor na atividade da Estácio na Tabela 11, a seguir.

Tabela 11 – Geração de Valor na Atividade (GVA) – ESTÁCIO*(Reais Mil)*

	01/07/2007 a 31/12/2007	01/01/2008 a 30/06/2008	01/07/2008 a 31/12/2008	01/01/2009 a 30/06/2009	01/07/2009 a 31/12/2009	01/01/2010 a 30/06/2010	01/07/2010 a 31/12/2010
Valor Gerado na Venda (VGV)							
Receitas Brutas	787.844	820.581	811.933	818.505	798.988	795.722	742.608
(-) Devoluções	-1.849	-2.312	-1.407	-1.831	-1.275	-1.512	-3.839
(-) Abatimentos	-234.576	-235.361	-228.140	-226.111	-222.652	-213.826	-200.084
(-) Despesas Comerciais	-50.736	-18.526	-75.337	-39.000	-42.853	-47.991	-40.029
(-) Ganho financeiro do contas a receber deduzido do respectivo custo de capital	-3.869	-7.574	-10.504	-12.732	-10.719	-10.259	-12.121
(=) Resultado Comercial	496.815	556.809	496.545	538.831	521.489	522.134	486.535
Valor Gerado na Produção (VGP)							
Resultado Comercial	496.815	556.809	496.545	538.831	521.489	522.134	486.535
(-) Custo de Produção	-333.399	-353.757	-364.797	-369.019	-402.809	-383.980	-353.356
(±) Resultado Monetário de estoques deduzido do respectivo CMPCG x estoques	0	0	0	0	0	0	0
(=) Resultado de Produção	163.416	203.052	131.748	169.812	118.680	138.155	133.179
Valor Gerado na Administração (VGA)							
Resultado de Produção	163.416	203.052	131.748	169.812	118.680	138.155	133.179
(-) Despesas Administrativas	-114.766	-154.588	-121.550	-129.205	-84.306	-99.767	-97.887
(=) Resultado da Atividade	48.650	48.463	10.198	40.607	34.375	38.388	35.291
(%) Resultado da Atividade em relação às Receitas Brutas	6%	6%	1%	5%	4%	5%	5%

Conforme ilustrado na Tabela 11, houve geração de valor na atividade da Estácio em todos os períodos analisados. Levando em consideração a proporção desse valor gerado em relação às receitas brutas da empresa, pode-se afirmar que a geração de valor na atividade, no período analisado, manteve-se constante, pois a variação no valor gerado não foi significativa, com exceção do 2º semestre de 2008 que apresentou o menor valor gerado do período. Esse menor valor pode ser explicado por um aumento nas despesas comerciais ocorrido nesse semestre.

A geração de valor em finanças (GVF) e sua composição são ilustradas na Tabela 12.

Analisando o valor gerado na tesouraria (GTV) da Estácio, verifica-se que em todos os períodos analisados houve destruição de valor, pois o custo do investimento em tesouraria foi maior que o seu retorno.

Em todos os períodos analisados, o investimento em tesouraria é financiado pelo passivo circulante financeiro, pelo passivo circulante operacional, pelo exigível a longo prazo e pelo patrimônio líquido.

O 1º semestre de 2009 foi o intervalo de tempo que menos destruiu valor no período analisado, pois a diferença entre o retorno e o custo foi reduzida.

Os cálculos detalhados de retorno das aplicações e custo dos empréstimos e financiamentos estão disponíveis nos apêndices deste trabalho.

Tabela 12 – Geração de Valor em Finanças (GVF) – ESTÁCIO

	(Reais Mil)						
	01/07/2007 a 31/12/2007	01/01/2008 a 30/06/2008	01/07/2008 a 31/12/2008	01/01/2009 a 30/06/2009	01/07/2009 a 31/12/2009	01/01/2010 a 30/06/2010	01/07/2010 a 31/12/2010
RIT	-0,56%	-0,74%	3,08%	5,57%	3,81%	-0,86%	0,06%
CMPCT	0,00%	3,26%	0,91%	4,41%	0,74%	4,77%	0,01%
PCF	16.620	315	26.917	5.957	39.245	3.481	20.917
ST	258.773	287.882	194.329	241.956	184.549	178.031	144.497
CMPPCO	2,75%	2,17%	5,35%	5,78%	5,50%	2,02%	2,46%
CMPCLP	3,86%	2,00%	5,99%	9,70%	8,24%	2,40%	2,54%
IT	275.393	288.197	221.247	247.913	223.794	181.513	165.414
IR	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%
VGT	-6.478	-5.417	-2.732	-1.890	-2.018	-3.576	-2.290
RIG	6,55%	6,70%	13,33%	17,37%	14,68%	7,49%	7,93%
ST	258.773	287.882	194.329	241.956	184.549	178.031	144.497
CGL	248.424	263.957	191.477	228.006	208.552	226.598	250.930
CMPCOG	3,86%	2,00%	5,99%	9,70%	8,24%	2,40%	2,54%
CMPCT	0,00%	3,26%	0,91%	4,41%	0,74%	4,77%	0,01%
CMPPCO	2,75%	2,17%	5,35%	5,78%	5,50%	2,02%	2,46%
CMPCLP	3,86%	2,00%	5,99%	9,70%	8,24%	2,40%	2,54%
PCO	154.431	185.136	145.873	180.040	142.368	152.798	118.581
IG	144.082	161.211	143.021	166.090	166.371	201.364	225.014
IR	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%
VGG	2.553	4.999	6.933	8.403	7.074	6.771	8.000
Impostos e taxas	-23.257	-24.789	-23.716	-23.996	-23.778	-23.423	-20.754
Provisão p/ IR e CS	-741	-3.664	-6.170	-1.242	-4.763	-1.050	-5.329
VGI	-23.998	-28.453	-29.885	-25.238	-28.540	-24.473	-26.083
GVF	-27.923	-28.871	-25.685	-18.725	-23.484	-21.278	-20.374

Em relação ao valor gerado no giro (VGG) da Estácio, observa-se que em todos os períodos analisados houve geração de valor no giro, pois o retorno do investimento em giro (RIG) foi maior que o seu custo.

Os balanços patrimoniais da Estácio mostram que a conta “clientes” é a mais significativa do ativo circulante operacional. Em todos os períodos analisados, foi considerado que o investimento no giro é financiado pelo passivo de longo prazo (ELP) e pelo patrimônio líquido (PL).

Em relação ao valor gerado com impostos (VGI), pode-se afirmar que o valor pago de impostos, ou melhor, a destruição de valor com impostos se mantém constante ao longo do período analisado.

Com a destruição de valor na tesouraria e com impostos, não há geração de valor em finanças (GVF) conforme mostrou a Tabela 12.

Tabela 13 – Geração de Valor no Capital de Giro (GVG) – ESTÁCIO

	(Reais Mil)						
	01/07/2007 a 31/12/2007	01/01/2008 a 30/06/2008	01/07/2008 a 31/12/2008	01/01/2009 a 30/06/2009	01/07/2009 a 31/12/2009	01/01/2010 a 30/06/2010	01/07/2010 a 31/12/2010
Geração de Valor na Atividade (GVA)	48.650	48.463	10.198	40.607	34.375	38.388	35.291
Geração de Valor em Finanças (GVF)	-27.923	-28.871	-25.685	-18.725	-23.484	-21.278	-20.374
Geração de Valor no Capital de Giro (GVG)	20.727	19.593	-15.487	21.882	10.891	17.109	14.917

Por outro lado, verifica-se na Tabela 13 que em todos os períodos estudados houve geração de valor no capital de giro (GVG), pois a geração de valor na atividade superou a destruição de valor em finanças.

Para verificar a geração de valor no longo prazo da Estácio, calculou-se o valor gerado pelo realizável a longo prazo (VRLP) e o valor gerado pelo ativo permanente (VAP), apresentados na Tabela 14.

Tabela 14 - Valor Gerado pelo Realizável a Longo Prazo (VRLP) e o Valor Gerado pelo Ativo Permanente (VAP) - ESTÁCIO

	(Reais Mil)						
	01/07/2007 a 31/12/2007	01/01/2008 a 30/06/2008	01/07/2008 a 31/12/2008	01/01/2009 a 30/06/2009	01/07/2009 a 31/12/2009	01/01/2010 a 30/06/2010	01/07/2010 a 31/12/2010
RRLP	0,00%	0,00%	0,00%	6,63%	1,43%	0,57%	0,55%
CMPCLP	3,86%	2,00%	5,99%	9,70%	8,24%	2,40%	2,54%
CMPCLP	-0,01%	-0,08%	0,48%	0,38%	0,13%	-0,03%	0,04%
CMPPL	4,11%	2,23%	6,71%	10,70%	9,52%	2,75%	2,89%
IRLP	1.477	4.104	4.082	7.174	30.582	40.121	45.769
IR	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%
VRLP	-38	-54	-161	-146	-1.374	-484	-603
VGInv	0	0	0	0	0	0	0
RImob	-1,82%	-2,39%	1,43%	5,58%	4,77%	-1,34%	-1,01%
CMPCLP	3,86%	2,00%	5,99%	9,70%	8,24%	2,40%	2,54%
Imobilizado	192.703	185.992	208.698	205.380	213.761	197.376	210.958
IR	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%
VGImob	-7.225	-5.385	-6.271	-5.597	-4.885	-4.870	-4.942
RInt	-1,17%	-0,29%	-3,33%	8,61%	4,84%	-0,99%	-2,19%
CMPCLP	3,86%	2,00%	5,99%	9,70%	8,24%	2,40%	2,54%
Intangível	74.577	96.885	116.925	123.905	130.976	126.897	136.685
IR	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%
VGIntg	-2.480	-1.468	-7.188	-897	-2.934	-2.839	-4.273
VG Dif	0	0	0	0	0	0	0
VAP	-5.894	-4.040	-6.595	-3.825	-4.141	-4.072	-4.577

Em todos os períodos analisados houve destruição de valor pelo realizável a longo prazo e também pelo ativo permanente. Essa destruição de valor deu-se porque o custo médio

ponderado de capital de longo prazo (média ponderada entre o custo do exigível a longo prazo e do custo do patrimônio líquido) foi superior aos retornos do investimento em realizável a longo prazo (RRLP) e do investimento em ativo permanente. A destruição total de valor no longo prazo é ilustrada a seguir, na Tabela 15.

Tabela 15 – Geração de Valor no Longo Prazo (GVLP) – ESTÁCIO

	(Reais Mil)						
	01/07/2007 a 31/12/2007	01/01/2008 a 30/06/2008	01/07/2008 a 31/12/2008	01/01/2009 a 30/06/2009	01/07/2009 a 31/12/2009	01/01/2010 a 30/06/2010	01/07/2010 a 31/12/2010
Valor Gerado pelo Realizável a Longo Prazo (VRLP)	-38	-54	-161	-146	-1.374	-484	-603
Valor Gerado pelo Ativo Permanente (VAP)	-5.894	-4.040	-6.595	-3.825	-4.141	-4.072	-4.577
Geração de Valor no Longo Prazo (GVLP)	-5.932	-4.094	-6.756	-3.971	-5.515	-4.556	-5.181

Vale ressaltar que o cálculo do CMPPL ou CAPM da Estácio é apresentado em detalhes nos apêndices.

A geração total de valor (GTV) da Estácio é apresentada na Tabela 16, a seguir.

Tabela 16 – Geração Total de Valor (GTV) – ESTÁCIO

	(Reais Mil)						
	01/07/2007 a 31/12/2007	01/01/2008 a 30/06/2008	01/07/2008 a 31/12/2008	01/01/2009 a 30/06/2009	01/07/2009 a 31/12/2009	01/01/2010 a 30/06/2010	01/07/2010 a 31/12/2010
Geração de Valor no Capital de Giro (GVG)	20.727	19.593	-15.487	21.882	10.891	17.109	14.917
Geração de Valor no Longo Prazo (GVLP)	-5.932	-4.094	-6.756	-3.971	-5.515	-4.556	-5.181
Geração Total de Valor (GTV)	14.795	15.499	-22.243	17.911	5.376	12.553	9.737

A Estácio gerou valor em todos os períodos analisados, com exceção do 2º semestre de 2008. Nesses semestres a destruição de valor no longo prazo não pode ser compensada pela geração de valor no curto prazo (capital de giro).

4.3 Resultados da Kroton Educacional S.A.

Analisando inicialmente o valor gerado no capital de giro (curto prazo), são apresentados os resultados da geração de valor na atividade da Kroton na Tabela 17.

Como pode ser observado houve geração de valor na atividade da Kroton em apenas três períodos analisados (do 1º semestre de 2008 ao no 1º semestre de 2009). A destruição de valor a partir no 2º semestre de 2009 pode estar relacionada com o aumento dos abatimentos e o aumento do custo de produção. É importante destacar que, na aplicação do modelo, não foi possível identificar a parte dos abatimentos que se referem a impostos, pois a empresa não

divulgou a composição do valor. Isso pode ter prejudicado a apuração do valor gerado na atividade.

Tabela 17 – Geração de Valor na Atividade (GVA) – KROTON

	(Reais Mil)						
	01/07/2007 a 31/12/2007	01/01/2008 a 30/06/2008	01/07/2008 a 31/12/2008	01/01/2009 a 30/06/2009	01/07/2009 a 31/12/2009	01/01/2010 a 30/06/2010	01/07/2010 a 31/12/2010
Valor Gerado na Venda (VGV)							
Receitas Brutas	91.266	180.225	169.834	241.148	196.449	378.271	373.429
(-) Devoluções	0	0	0	0	0	0	0
(-) Abatimentos	-4.243	-14.519	-16.586	-22.461	-37.268	-56.534	-61.153
(-) Despesas Comerciais	-11.187	-16.985	-13.936	-24.230	-61.939	-42.449	-33.593
(-) Ganho financeiro do contas a receber deduzido do respectivo custo de capital	-1.392	-2.870	-5.767	-16.263	-6.679	-6.205	-8.861
(=) Resultado Comercial	74.444	145.852	133.545	178.195	90.563	273.083	269.823
Valor Gerado na Produção (VGP)							
Resultado Comercial	74.444	145.852	133.545	178.195	90.563	273.083	269.823
(-) Custo de Produção	-58.996	-93.282	-111.247	-125.094	-130.740	-217.023	-241.491
(±) Resultado Monetário de estoques deduzido do respectivo CMPCG x estoques	-288	-159	-561	-253	-725	-290	-153
(=) Resultado de Produção	15.161	52.410	21.737	52.848	-40.903	55.770	28.179
Valor Gerado na Administração (VGA)							
Resultado de Produção	15.161	52.410	21.737	52.848	-40.903	55.770	28.179
(-) Despesas Administrativas	-52.553	-21.625	-19.161	-25.332	-29.813	-68.090	-60.217
(=) Resultado da Atividade	-37.393	30.785	2.576	27.516	-70.715	-12.320	-32.038
(%) Resultado da Atividade em relação às Receitas Brutas	-41%	17%	2%	11%	-36%	-3%	-9%

A geração de valor em finanças é resultado da soma do valor gerado na tesouraria, no giro e nos impostos. A Tabela 18 apresenta os resultados que compõem essa geração de valor.

Tabela 18 – Geração de Valor em Finanças (GVF) – KROTON

	(Reais Mil)						
	01/07/2007 a 31/12/2007	01/01/2008 a 30/06/2008	01/07/2008 a 31/12/2008	01/01/2009 a 30/06/2009	01/07/2009 a 31/12/2009	01/01/2010 a 30/06/2010	01/07/2010 a 31/12/2010
RIT	-0,59%	-1,21%	3,54%	6,18%	4,70%	-0,63%	0,00%
CMPCT	-0,09%	-0,07%	0,20%	0,67%	1,74%	-0,08%	1,82%
PCF	1.717	3.585	20.135	19.125	5.750	8.551	34.046
ST	389.092	259.477	115.780	67.196	451.098	50.434	-7.878
CMPPCO	2,74%	2,00%	4,79%	2,30%	5,28%	2,63%	0,81%
CMPCLP	3,96%	2,22%	6,61%	10,45%	9,30%	2,45%	2,75%
IT	390.809	263.062	135.914	86.321	456.848	58.985	26.168
IR	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%
VGT	-11.307	-5.769	-1.178	1.999	-12.301	-2.956	-314
RIG	3,55%	4,16%	9,21%	12,66%	10,25%	5,47%	5,64%
ST	389.092	259.477	115.780	67.196	451.098	50.434	-7.878
CGL	407.470	272.903	155.875	160.441	506.367	65.871	67.154
CMPCOG	3,96%	2,22%	6,61%	10,45%	9,30%	2,56%	1,44%
CMPCT	-0,09%	-0,07%	0,20%	0,67%	1,74%	-0,08%	1,82%
CMPPCO	2,74%	2,00%	4,79%	2,30%	5,28%	2,63%	0,81%
CMPCLP	3,96%	2,22%	6,61%	10,45%	9,30%	2,45%	2,75%
PCO	48.343	82.178	59.900	59.472	49.208	156.494	99.722
IG	66.721	95.605	99.995	152.717	104.477	171.931	174.754
IR	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%
VGG	-179	1.225	1.712	2.225	654	3.301	4.848
Impostos e taxas	0	0	0	0	0	0	0
Provisão p/ IR e CS	172	-9.223	1.131	-6.978	2.772	-4.043	2.245
IR Diferido	-1.103	-2.975	-779	-1.585	-1.557	-1.177	0
VGI	-932	-12.198	352	-8.563	1.215	-5.221	2.245
GVF	-12.418	-16.742	887	-4.339	-10.431	-4.876	6.779

Analisando o valor gerado na tesouraria (GTV) da Kroton, conforme Tabela 18, percebe-se que em todos os períodos analisados, com exceção do 1º semestre de 2009, houve destruição de valor.

Os cálculos detalhados de retorno das aplicações e custo dos empréstimos/financiamentos e debêntures estão disponíveis nos apêndices.

Em relação ao valor gerado no giro (VGG) da Kroton, pode-se perceber que em todos os períodos analisados, com exceção do 2º semestre de 2007, houve geração de valor no giro, pelo fato do retorno do investimento em giro (RIG) ser maior que o seu custo.

Realizando a soma do valor gerado na atividade e do valor destruído em finanças, chegou-se aos seguintes resultados, ilustrados na Tabela 19.

Tabela 19 – Geração de Valor no Capital de Giro (GVG) – KROTON

	(Reais Mil)						
	01/07/2007 a 31/12/2007	01/01/2008 a 30/06/2008	01/07/2008 a 31/12/2008	01/01/2009 a 30/06/2009	01/07/2009 a 31/12/2009	01/01/2010 a 30/06/2010	01/07/2010 a 31/12/2010
Geração de Valor na Atividade (GVA)	-37.393	30.785	2.576	27.516	-70.715	-12.320	-32.038
Geração de Valor em Finanças (GVF)	-12.418	-16.742	887	-4.339	-10.431	-4.876	6.779
Geração de Valor no Capital de Giro (GVG)	-49.810	14.044	3.463	23.178	-81.146	-17.196	-25.259

Verifica-se que somente nos períodos entre o 1º semestre de 2008 e o 1º semestre de 2009 houve Geração de Valor no Capital de Giro (GVG), pois o valor destruído em finanças foi compensado pela geração de valor superior na atividade.

A segunda parte da aplicação do modelo foi o cálculo da geração de valor no longo prazo (GVLP). Na Tabela 20, a seguir, são apresentados os resultados do VRLP e do VAP da Kroton.

Tabela 20 - Valor Gerado pelo Realizável a Longo Prazo (VRLP) e o Valor Gerado pelo Ativo Permanente (VAP) – KROTON

(Reais Mil)							
	01/07/2007 a 31/12/2007	01/01/2008 a 30/06/2008	01/07/2008 a 31/12/2008	01/01/2009 a 30/06/2009	01/07/2009 a 31/12/2009	01/01/2010 a 30/06/2010	01/07/2010 a 31/12/2010
RRLP	-0,30%	-0,20%	-0,03%	0,01%	0,17%	-0,66%	-0,57%
CMPCLP	3,96%	2,22%	6,61%	10,45%	9,30%	2,45%	2,75%
CMPELP	1,09%	1,04%	5,12%	5,23%	5,14%	0,15%	1,54%
CMPPPL	4,12%	2,28%	6,71%	10,76%	9,44%	2,78%	2,97%
IRLP	17.238	12.167	20.217	9.174	26.206	64.953	71.537
IR	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%
VRLP	-484	-194	-886	-632	-1.580	-1.331	-1.569
VGIInv	0	0	0	0	0	0	0
RImob	-1,82%	-2,39%	1,43%	5,58%	4,77%	-1,34%	-1,01%
CMPCLP	3,96%	2,22%	6,61%	10,45%	9,30%	2,45%	2,75%
Imobilizado	45.597	107.213	146.328	164.651	186.635	229.375	223.366
IR	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%
VGIImob	-1.737	-3.257	-5.002	-5.303	-5.579	-5.737	-5.544
RInt	-9,22%	-3,39%	-2,42%	5,03%	-2,01%	-6,02%	-7,11%
CMPCLP	3,96%	2,22%	6,61%	10,45%	9,30%	2,45%	2,75%
Intangível	84.253	149.575	180.881	193.102	193.228	581.504	597.154
IR	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%
VGIIntg	-7.327	-5.536	-10.786	-6.914	-14.435	-32.507	-38.878
VGDif	0	0	0	0	0	0	0
VAP	-5.364	-4.584	-8.200	-6.172	-10.084	-24.883	-29.746

Em relação a Tabela 20, pode-se perceber que em todos os períodos analisado houve destruição de valor pelo realizável a longo prazo e também pelo ativo permanente. Essa destruição de valor deu-se pelo fato dos retornos do investimento em realizável a longo prazo (RRLP) e do investimento em imobilizado e em intangível serem menores que o custo médio ponderado de capital de longo prazo (média ponderada entre o custo do exigível a longo prazo e do custo do patrimônio líquido). Dessa forma, conforme pode ser observado na Tabela 21, houve destruição de valor no longo prazo na Kroton em todos os períodos analisados.

Tabela 21 – Geração de Valor no Longo Prazo (GVLP) - KROTON

(Reais Mil)							
	01/07/2007 a 31/12/2007	01/01/2008 a 30/06/2008	01/07/2008 a 31/12/2008	01/01/2009 a 30/06/2009	01/07/2009 a 31/12/2009	01/01/2010 a 30/06/2010	01/07/2010 a 31/12/2010
Valor Gerado pelo Realizável a Longo Prazo (VRLP)	-484	-194	-886	-632	-1.580	-1.331	-1.569
Valor Gerado pelo Ativo Permanente (VAP)	-5.364	-4.584	-8.200	-6.172	-10.084	-24.883	-29.746
Geração de Valor no Longo Prazo (GVLP)	-5.849	-4.778	-9.086	-6.805	-11.664	-26.213	-31.315

O cálculo do CMPPPL ou CAPM da Kroton é apresentado em detalhes nos apêndices.

Ao realizar a soma do valor gerado no capital de giro (curto prazo) e do valor destruído no longo prazo, chega-se a Geração Total de Valor (GTV) da Kroton, como pode ser observado na Tabela 22.

Tabela 22 – Geração Total de Valor (GTV) - KROTON

	(Reais Mil)						
	01/07/2007 a 31/12/2007	01/01/2008 a 30/06/2008	01/07/2008 a 31/12/2008	01/01/2009 a 30/06/2009	01/07/2009 a 31/12/2009	01/01/2010 a 30/06/2010	01/07/2010 a 31/12/2010
Geração de Valor no Capital de Giro (GVG)	-49.810	14.044	3.463	23.178	-81.146	-17.196	-25.259
Geração de Valor no Longo Prazo (GVLP)	-5.849	-4.778	-9.086	-6.805	-11.664	-26.213	-31.315
Geração Total de Valor (GTV)	-55.659	9.265	-5.623	16.373	-92.810	-43.409	-56.573

Verifica-se que a Kroton destruiu valor em todos os períodos analisados, com exceção do 1º semestre de 2008 e do 1º semestre de 2009. Essa geração de valor na empresa ocorreu pelo fato da destruição de valor no longo prazo ser compensada pela geração de valor no curto prazo (capital de giro).

4.4 Resultados do SEB – Sistema Educacional Brasileiro S.A.

Os resultados da geração de valor na atividade do SEB são apresentados na Tabela 23, a seguir.

Tabela 23 – Geração de Valor na Atividade (GVA) – SEB

	(Reais Mil)						
	01/07/2007 a 31/12/2007	01/01/2008 a 30/06/2008	01/07/2008 a 31/12/2008	01/01/2009 a 30/06/2009	01/07/2009 a 31/12/2009	01/01/2010 a 30/06/2010	01/07/2010 a 31/12/2010
Valor Gerado na Venda (VGV)							
Receitas Brutas	96.770	148.068	175.440	210.838	250.963	279.104	91.568
(-) Devoluções	-1.907	-6.264	-5.033	-9.664	-8.920	-12.055	-417
(-) Abatimentos	0	0	0	0	0	0	0
(-) Despesas Comerciais	-13.901	-15.438	-19.369	-21.885	-27.619	-45.076	-16.728
(-) Ganho financeiro do contas a receber deduzido do respectivo custo de capital	-385	-1.495	-2.898	-5.645	-5.287	-2.914	-1.115
(=) Resultado Comercial	80.576	124.871	148.139	173.644	209.138	219.060	73.308
Valor Gerado na Produção (VGP)							
Resultado Comercial	80.576	124.871	148.139	173.644	209.138	219.060	73.308
(-) Custo de Produção	-53.170	-75.970	-96.606	-116.318	-149.147	-154.412	-115.800
(±) Resultado Monetário de estoques deduzido do respectivo CMPCG x estoques	-205	-186	-802	-677	-1.169	-496	0
(=) Resultado de Produção	27.201	48.714	50.731	56.649	58.822	64.151	-42.492
Valor Gerado na Administração (VGA)							
Resultado de Produção	27.201	48.714	50.731	56.649	58.822	64.151	-42.492
(-) Despesas Administrativas	-32.518	-33.334	-30.442	-31.148	-28.299	-34.575	-15.061
(=) Resultado da Atividade	-5.317	15.380	20.289	25.501	30.523	29.577	-57.553
(%) Resultado da Atividade em relação às Receitas Brutas	-5%	10%	12%	12%	12%	11%	-63%

Conforme ilustrado na Tabela 23, houve geração de valor na atividade do SEB nos períodos entre o 1º semestre de 2008 e o 1º semestre de 2010. Houve destruição de valor considerável no 2º semestre de 2010 que deve ter relação direta com a queda abrupta nas receitas brutas da empresa.

A geração de valor em finanças e sua composição são ilustradas na Tabela 24.

Tabela 24 - Geração de Valor em Finanças (GVF) – SEB

	(Reais Mil)						
	01/07/2007 a 31/12/2007	01/01/2008 a 30/06/2008	01/07/2008 a 31/12/2008	01/01/2009 a 30/06/2009	01/07/2009 a 31/12/2009	01/01/2010 a 30/06/2010	01/07/2010 a 31/12/2010
RIT	-0,74%	-1,30%	3,45%	6,25%	4,32%	-1,19%	-0,06%
CMPCT	0,60%	0,25%	0,39%	0,29%	0,76%	0,34%	0,47%
PCF	9.771	5.210	3.690	3.307	22.272	7.980	12.902
ST	291.947	184.091	148.150	153.367	70.774	68.083	48.147
CMPPCO	2,62%	1,41%	4,50%	4,02%	5,25%	1,97%	3,39%
CMPCLP	3,93%	2,17%	6,41%	10,41%	9,16%	2,60%	2,67%
IT	301.718	189.301	151.840	156.674	93.046	76.063	61.049
IR	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%
VGT	-8.794	-3.948	-2.174	-905	442	-1.434	-1.203
RIG	3,11%	2,86%	8,04%	11,18%	10,18%	4,12%	5,95%
ST	291.947	184.091	148.150	153.367	70.774	68.083	48.147
CGL	284.417	175.601	157.246	152.595	86.026	76.466	24.782
CMPCOG	3,93%	2,17%	6,41%	10,41%	8,66%	2,52%	3,15%
CMPCT	0,60%	0,25%	0,39%	0,29%	0,76%	0,34%	0,47%
CMPPCO	2,62%	1,41%	4,50%	4,02%	5,25%	1,97%	3,39%
CMPCLP	3,93%	2,17%	6,41%	10,41%	9,16%	2,60%	2,67%
PCO	34.370	63.340	51.335	75.393	84.500	84.152	61.415
IG	22.775	53.304	59.378	73.567	99.224	91.732	35.218
IR	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%
VGG	-124	242	640	373	992	969	649
Impostos e taxas	-4.253	-6.077	-6.865	-8.491	-9.643	-13.601	-4.992
Provisão p/ IR e CS	-1.377	-9.109	-6.209	-7.277	-11.693	-6.035	4.201
VGI	-5.630	-15.186	-13.075	-15.769	-21.336	-19.637	-791
GVF	-14.548	-18.891	-14.609	-16.301	-19.901	-20.102	-1.346

Analisando o valor gerado na tesouraria (GTV) do SEB, verifica-se que em todos os períodos analisados, com exceção do 2º semestre de 2009, houve destruição de valor, pois o custo do investimento em tesouraria superou o seu retorno.

Os cálculos detalhados de retorno das aplicações e custo dos empréstimos e financiamentos estão disponíveis nos apêndices deste trabalho.

Em relação ao valor gerado no giro (VGG) do SEB, a partir do 1º semestre de 2008, houve geração de valor, pois o retorno do investimento em giro (RIG) foi maior que o seu custo.

Em relação ao valor gerado com impostos (VGI), pode-se afirmar que o valor pago de impostos, ou melhor, a destruição de valor com impostos se mantém constante ao longo do período analisado.

Com a destruição de valor na tesouraria e com impostos, não há geração de valor em finanças (GVF).

Tabela 25 – Geração de Valor no Capital de Giro (GVG) – SEB

	(Reais Mil)						
	01/07/2007 a 31/12/2007	01/01/2008 a 30/06/2008	01/07/2008 a 31/12/2008	01/01/2009 a 30/06/2009	01/07/2009 a 31/12/2009	01/01/2010 a 30/06/2010	01/07/2010 a 31/12/2010
Geração de Valor na Atividade (GVA)	-5.317	15.380	20.289	25.501	30.523	29.577	-57.553
Geração de Valor em Finanças (GVF)	-14.548	-18.891	-14.609	-16.301	-19.901	-20.102	-1.346
Geração de Valor no Capital de Giro (GVG)	-19.866	-3.512	5.680	9.200	10.621	9.475	-58.899

Verifica-se na Tabela 25 que somente no período entre 2º semestre de 2008 e 1º semestre de 2010, houve geração de valor no capital de giro (GVG), pois a geração de valor na atividade superou a destruição de valor em finanças nesse período. O 2º semestre de 2010 mostra uma destruição de valor significativa de giro, resultante da destruição de valor na atividade.

Para verificar a geração de valor no longo prazo do SEB, calculou-se o valor gerado pelo realizável a longo prazo (VRLP) e o valor gerado pelo ativo permanente (VAP), apresentados na Tabela 26.

Tabela 26 - Valor Gerado pelo Realizável a Longo Prazo (VRLP) e o Valor Gerado pelo Ativo Permanente (VAP) - SEB

	(Reais Mil)						
	01/07/2007 a 31/12/2007	01/01/2008 a 30/06/2008	01/07/2008 a 31/12/2008	01/01/2009 a 30/06/2009	01/07/2009 a 31/12/2009	01/01/2010 a 30/06/2010	01/07/2010 a 31/12/2010
RRLP	6,55%	6,70%	12,85%	13,85%	12,96%	5,65%	3,95%
CMPCLP	3,93%	2,17%	6,41%	10,41%	9,16%	2,60%	2,67%
CMPELP	1,27%	0,80%	2,48%	3,37%	1,61%	-0,18%	0,22%
CMPLL	4,10%	2,25%	6,63%	10,69%	9,50%	2,77%	2,92%
IRLP	43.173	16.790	17.768	16.551	15.597	19.187	10.826
IR	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%
VRLP	746	502	756	376	392	386	91
VGInv	0	0	0	0	0	0	0
RI mob	-1,82%	-2,39%	1,43%	5,58%	4,77%	-1,34%	-1,01%
CMPCLP	3,93%	2,17%	6,41%	10,41%	9,16%	2,60%	2,67%
Imobilizado	34.560	50.822	49.858	61.569	72.040	83.687	63.170
IR	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%
VGImob	-1.311	-1.527	-1.637	-1.964	-2.083	-2.180	-1.532
RI int	-	-4,34%	-0,21%	8,69%	8,19%	-1,83%	1,25%
CMPCLP	-	2,17%	6,41%	10,41%	9,16%	2,60%	2,67%
Intangível	-	109.876	105.181	130.993	192.540	193.492	95.625
IR	-	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%
VGIntg	0	-4.720	-4.597	-1.486	-1.228	-5.662	-893
VG Dif	0	0	0	0	0	0	0
VAP	-1.311	-3.710	-3.645	-1.639	-1.461	-4.611	-1.147

Em todos os períodos analisados houve geração de valor pelo realizável a longo prazo, mas houve destruição de valor pelo ativo permanente. Essa destruição de valor deu-se porque o custo médio ponderado de capital de longo prazo (média ponderada entre o custo do exigível a longo prazo e do custo do patrimônio líquido) foi superior ao retorno do investimento em ativo permanente. A destruição total de valor no longo prazo é ilustrada a seguir, na Tabela 27.

Tabela 27 – Geração de Valor no Longo Prazo (GVLP) – SEB

	(Reais Mil)						
	01/07/2007 a 31/12/2007	01/01/2008 a 30/06/2008	01/07/2008 a 31/12/2008	01/01/2009 a 30/06/2009	01/07/2009 a 31/12/2009	01/01/2010 a 30/06/2010	01/07/2010 a 31/12/2010
Valor Gerado pelo Realizável a Longo Prazo (VRLP)	746	502	756	376	392	386	91
Valor Gerado pelo Ativo Permanente (VAP)	-1.311	-3.710	-3.645	-1.639	-1.461	-4.611	-1.147
Geração de Valor no Longo Prazo (GVLP)	-565	-3.208	-2.890	-1.263	-1.068	-4.225	-1.056

Vale ressaltar que o cálculo do CMPPL ou CAPM do SEB é apresentado em detalhes nos apêndices.

A geração total de valor (GTV) do SEB é apresentada na Tabela 28, a seguir.

Tabela 28 – Geração Total de Valor (GTV) – SEB

	(Reais Mil)						
	01/07/2007 a 31/12/2007	01/01/2008 a 30/06/2008	01/07/2008 a 31/12/2008	01/01/2009 a 30/06/2009	01/07/2009 a 31/12/2009	01/01/2010 a 30/06/2010	01/07/2010 a 31/12/2010
Geração de Valor no Capital de Giro (GVG)	-19.866	-3.512	5.680	9.200	10.621	9.475	-58.899
Geração de Valor no Longo Prazo (GVLP)	-565	-3.208	-2.890	-1.263	-1.068	-4.225	-1.056
Geração Total de Valor (GTV)	-20.430	-6.720	2.790	7.937	9.553	5.250	-59.955

O SEB gerou valor somente entre o 2o semestre de 2008 e 1o semestre de 2010. Nesses semestres a destruição de valor no longo prazo não pode ser compensada pela geração de valor no curto prazo (capital de giro).

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho se propôs a identificar e analisar a criação de valor econômico no segmento de instituições privadas de ensino superior de capital aberto no Brasil.

Para se atingir o objetivo proposto, foi realizada inicialmente uma revisão bibliográfica a respeito da literatura gerencial e acadêmica sobre valor, gestão baseada em valor e valor econômico adicionado.

Para medir a criação/destruição de valor foi usado o modelo de GTV – Geração Total de Valor, desenvolvido pelo Prof. Dr. Alberto Borges Matias (2007), que separa a geração de valor no capital de giro (curto prazo) e no longo prazo. Esse modelo foi aplicado nas quatro instituições de ensino de capital aberto, com ações negociadas na BM&FBOVESPA.

Pode-se dizer que uma empresa gera valor no capital de giro (curto prazo) quando o retorno de seus investimentos em giro é maior que o custo de captação dos recursos investidos. No longo prazo, a empresa gera valor quando o retorno dos seus investimentos em ativos realizáveis a longo prazo e ativos permanentes também é maior que o custo de captação dos recursos investidos.

De acordo com Matias (2007), muitas organizações destroem valor no capital de giro e/ou na aplicação do capital de longo prazo, ou seja, seus ativos geram um retorno menor que o respectivo custo de capital. Isso pode ocorrer devido à má gestão da aplicação dos investimentos, aos custos financeiros excessivamente elevados, às características específicas de um setor de atividade ou do próprio ciclo econômico da organização.

Após aplicação do modelo foi possível constatar que a Anhanguera Participações S.A. e a Estácio Participações S.A. apresentaram resultados semelhantes. As duas instituições conseguem gerar valor em sua atividade e no giro, tornando positiva a geração de valor no curto prazo, apesar de destruírem valor na tesouraria. No longo prazo, ambas destroem valor, mas essa destruição é compensada pela geração superior de valor no curto prazo, resultando em geração de valor total positiva.

A Kroton Educacional S.A., em alguns períodos analisados destrói valor em sua atividade e na tesouraria, fazendo com que a geração de valor no giro não seja suficiente para tornar a geração de valor no curto prazo positiva. No longo prazo, a empresa também destrói valor, causando destruição de valor no total (curto prazo + longo prazo) na maioria dos períodos analisados.

O SEB – Sistema Educacional Brasileiro foi a única instituição que gerou valor no realizável a longo prazo, mas a destruição no ativo permanente foi maior, resultando em destruição de valor no longo prazo. No curto prazo, a empresa gera valor na atividade e no giro, mas destrói na tesouraria.

Analisando as empresas no conjunto, pode-se concluir que no geral, as instituições privadas de ensino superior de capital aberto no Brasil geram valor no curto prazo (capital de giro) e destroem valor no longo prazo.

A maior limitação encontrada na pesquisa refere-se a falta de informação sobre as empresas. As informações divulgadas pelas instituições através de seus demonstrativos e relatórios públicos não contemplam de forma satisfatória o que é requerido para aplicação do modelo de Geração Total de Valor (GTV). Na falta das informações foram estabelecidas algumas premissas, descritas na metodologia desse trabalho, para se chegar a medidas de retorno e de custo das empresas.

Por fim, é importante destacar que este estudo não tem a pretensão de esgotar o assunto no que tange ao seu problema de pesquisa. Sugere-se como pesquisa futura a aplicação do modelo de GTV em instituições privadas de ensino superior de capital fechado. Certamente, um estudo com informações internas das empresas pesquisadas constataria de forma mais satisfatória a realidade.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANHANGUERA. Anhanguera Educacional Participações S.A. **Relações com investidores**. Disponível em: < <http://www.unianhanguera.edu.br/ri/>>. Acesso em: 20 ago. 2010.

ARAUJO, A. M. P. **Ajustes da Contabilidade Tradicional para uma contabilidade Baseada em Valor**. Tese de doutoramento. FEA-USP, São Paulo, 2002.

_____; ASSAF NETO, A. Contabilidade Tradicional e a Contabilidade Baseada em Valor. **Revista Contabilidade & Finanças** – USP, nº 33, p. 16-32. São Paulo, 2003.

ARAÚJO, M. L. de. **Utilização do EVA – ECONOMIC VALUE ADDED (EVA®)**– como medida de desempenho econômico e financeiro por empresas de pequeno e médio porte – um estudo de caso. São Paulo, 2003, 157 f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

ASSAF NETO, A. **A Contabilidade e a Gestão Baseada no Valor**. Anais do VI Congresso Brasileiro de Custos. São Paulo, junho de 1999.

_____. **Finanças Corporativas e valor**. São Paulo: Atlas, 2003.

_____; ARAÚJO, A. M. P.; FREGONESI, M. S. F. A. Gestão baseada em valor aplicada ao terceiro setor. **Revista Contabilidade & Finanças**. São Paulo. Edição Comemorativa, p. 105-118, 2006.

_____; LIMA, F. G.; ARAÚJO, A. M. P. Uma proposta metodológica para o cálculo do custo de capital no Brasil. **Revista de Administração (RAUSP)**. São Paulo, v. 43, n. 1, p. 72-83, jan./fev./mar. 2008.

BACEN. Banco Central do Brasil. **Taxas de Juros de Operações Bancárias: Capital de Giro**. Disponível em <<http://www.bcb.gov.br/?TXJUROS>>. Acesso em: 20 jun. 2011.

BM&FBOVESPA. **Empresas Listadas**. Disponível em:
< <http://www.bmfbovespa.com.br/home.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em: 20 ago. 2010.

BONACIM, C. A. G.; ARAUJO, A. M. P. Valor econômico agregado por hospitais universitários públicos. **Revista de Administração de Empresas (RAE)**, v. 49, n. 4, p. 419-433. out./dez. 2009.

BRASIL. Lei nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007. Dispõe sobre elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 28 dez. 2007.

BRASIL. Lei nº 9.289, de 04 de julho de 1996. Dispõe sobre as custas devidas a União, na Justiça Federal de primeiro e segundo graus. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 04 jul. 1996.

BREALEY, R. A.; MYERS, S. C.; ALLEN, F. **Princípios de Finanças Corporativas**. 8. ed. São Paulo: McGraw - Hill, 2008.

CETIP. **Estatísticas: Séries Históricas: CDI**. Disponível em <<http://www.cetip.com.br/index.asp>>. Acesso em: 20 jun. 2011.

_____. **Estatísticas: Séries Históricas: TR**. Disponível em <<http://www.cetip.com.br/index.asp>>. Acesso em: 20 jun. 2011.

COOPER, D. R.; SCHINDLER, P. S. **Métodos de pesquisa em administração**. 7. ed. Porto Alegre: Bookman, 2003.

COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J. **Avaliação de empresas: calculando e gerenciando o valor das empresas**. 2. ed. São Paulo: Makron Books, 2000.

_____. **Avaliação de empresas: calculando e gerenciando o valor das empresas**. 3. ed. São Paulo: Pearson Makron Books, 2002.

DAMODARAN, A. **Finanças Corporativas aplicadas: manual do usuário**. Porto Alegre: Bookman, 2002a.

_____. **A face oculta da avaliação**. São Paulo: Makron Books, 2002b.

_____. **Avaliação de empresas**. 2.ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

_____. **Discount Rate Estimation**. Disponível em <<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>>. Acesso em: 20 de jun. 2011.

EHRBAR, Al. **EVA: valor econômico agregado: a verdadeira chave para a criação de riqueza**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.

ESTACIO. Estácio Participações S.A. Relações com investidores. Disponível em: <<http://www.estacio.br/estacio/?>>. Acesso em: 20 ago. 2010.

FILATELLI, A. **Investir em imóveis é uma boa oportunidade**. Disponível em: <<http://www.hconstrutora.com.br/inicial/investimento>>. Acesso em: 20 jun. 2011.

FREGONESI, M. S. F. A. **Gestão baseada em valor aplicada ao terceiro setor: um estudo prático**. São Paulo, 2005, 140 p. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

FREZATTI, F. Valor da empresa: avaliação de ativos pela abordagem do resultado econômico residual. **Caderno de Estudos FIECAAF**, São Paulo, v. 10, n. 19, p.1-16, set/dez. 1998.

_____. **Orçamento empresarial: planejamento e controle gerencial**. 2. ed. São Paulo, Atlas, 2000.

_____. **Contribuição para o estudo do Market Value Added como indicador de eficiência na gestão do valor: Uma análise das empresas brasileiras com ações negociadas em bolsa de valores no ambiente brasileiro pós-plano real**. Tese Livre Docência. 2001. 197p. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo.

GARTNER, I. R.; GARCIA, F. G. Criação de valor e estratégia de operações: um estudo do setor químico e petroquímico brasileiro. **Revista Gestão & Produção**, v. 12, n. 3, p. 459-468. 2005.

GIL, A. C. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 4.ed. São Paulo, Atlas, 1995.

GITMAN, L. J. **Princípios de Administração Financeira**. 10.ed. São Paulo, Addison Wesley, 2004.

IBGE. Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. **IPCA**. Disponível em <http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/indicadores/precos/inpc_ipca/defaultseriesHist.sht> . Acesso em: 20 jun. 2011.

INEP. Instituto Nacional de Estudos e Pesquisas Educacionais Anísio Teixeira. Brasília. Sistema de informações, pesquisas e estatísticas educacionais. Disponível em: <<http://www.inep.gov.br/>>. Acesso em: 20 ago. 2010.

KRAUTER, E.; SOUSA, A. F. Medidas de avaliação de desempenho e criação de valor para o acionista. In: SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO, 10, 2007, São Paulo. **Anais eletrônicos ...** São Paulo: SEMEAD, 2007. Disponível em: <<http://www.ead.fea.usp.br/semead/10semead/>>. Acesso em: 19 jan. 2012.

KROTON. Kroton Educacional S.A. Relações com investidores. Disponível em: <<http://www.kroton.com.br/>>. Acesso em: 20 ago. 2010.

LOPO, A.; BRITO, L.; SILVA, P. R.; MARTINS, E. (Org.). **Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica**. FIPECAFI. São Paulo: Atlas, 2001, p.186-262.

MARSHALL, A. **Marshall: princípios de economia**. 3. ed. São Paulo: Nova Cultural, 1988.

MARTELANC, R.; PASIN, R.; CAVALCANTE, F. **Avaliação de empresas: um guia para fusões & aquisições e gestão de valor**. São Paulo: Pearson Prentice-Hall, 2005.

MARTINS, G. A. **Manual para elaboração de monografias e dissertações**. 3.ed. São Paulo, Atlas, 2002.

MATIAS, A. B. (coord.). **Análise Financeira Fundamentalista**. CEPEFIN – Centro de Pesquisas em Finanças. São Paulo: Atlas, 2009.

_____. **Finanças corporativas de curto prazo**, volume 1: a gestão do valor do capital de giro. CEPEFIN – Centro de Pesquisas em Finanças. São Paulo: Atlas, 2007a.

_____. **Finanças corporativas de longo prazo**, volume 2: criação de valor com sustentabilidade financeira. CEPEFIN – Centro de Pesquisas em Finanças. São Paulo: Atlas, 2007b.

PORTAL BRASIL. **IGP-M**. Disponível em <<http://www.portalbrasil.net/igpm.htm>>. Acesso em: 20 jun. 2011.

_____. **Risco Brasil**. Disponível em <http://www.portalbrasil.net/indices_dolar.htm>. Acesso em: 20 jun. 2011.

RAPPAPORT, A. **Gerando valor para o acionista**: um guia para administradores e investidores. São Paulo: Atlas, 2001.

RECEITA FEDERAL. Receita Federal do Brasil. **Taxa de juros SELIC**. Disponível em <<http://www.receita.fazenda.gov.br/pagamentos/jrselic.htm>>. Acesso em: 20 jun. 2011.

_____. Receita Federal do Brasil. **TJLP**. Disponível em <<http://www.receita.fazenda.gov.br/pessoajuridica/refis/tjlp.htm>>. Acesso em: 20 jun. 2011.

ROSS, S., WESTERFIELD, R. W., JAFFE, J. F. **Administração financeira**. 2.ed. São Paulo: Atlas, 2002.

SANVICENTE, A. Z., MINARDI, A. M. A. F. Determinação do custo do capital do acionista no Brasil. **IBMEC Financelab Working Paper**. São Paulo, FLWP, 12. 1999.

SAURIN, V.; MUSSI, C. C.; CORDIOLI, L. A. Estudo do desempenho econômico das empresas estatais privatizadas com base no MVA e no EVA. **Caderno de Pesquisas em Administração**, v. 1, n. 11, 1º trim. São Paulo, 2000.

SEB. Sistema Educacional Brasileiro S.A. Relações com investidores. Disponível em: <<http://www.sebsa.com.br/>>. Acesso em: 20 ago. 2010.

STEWART III, G.B. **Em busca do valor**: o guia de EVA para estrategistas. Porto Alegre: Bookman, 2005.

VERGARA, S. C. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. 10.ed. São Paulo: Atlas, 2009.

YOUNG, S.D.; O'BYRNE, S.F.. **EVA e gestão baseada no valor**: guia prático para implementação. Porto Alegre Bookman, 2003

APÊNDICES

APÊNDICE A – IGPM

	<i>(Em %)</i>			
	2007	2008	2009	2010
Janeiro	0,50	1,09	-0,44	0,63
Fevereiro	0,27	0,53	0,26	1,18
Março	0,34	0,74	-0,74	0,94
Abril	0,04	0,69	-0,15	0,77
Mai	0,04	1,61	-0,07	1,19
Junho	0,26	1,98	-0,10	0,85
Julho	0,28	1,76	-0,43	0,15
Agosto	0,98	-0,32	-0,36	0,77
Setembro	1,29	0,11	0,42	1,15
Outubro	1,05	0,98	0,05	1,01
Novembro	0,69	0,38	0,10	1,45
Dezembro	1,76	-0,13	-0,26	0,69
1º sem.	1,46	6,82	-1,24	5,69
2º sem.	6,20	2,80	-0,48	5,33

Fonte: Portal Brasil (2011)

APÊNDICE B – Capital de Giro (taxa nominal e real)**Taxa Nominal**

	<i>(Em %)</i>			
	2007	2008	2009	2010
Janeiro	2,34	2,17	2,64	2,22
Fevereiro	2,27	2,14	2,59	2,15
Março	2,26	2,17	2,46	2,13
Abril	2,27	2,21	2,50	2,11
Mai	2,25	2,30	2,42	2,16
Junho	2,12	2,24	2,33	2,11
Julho	2,08	2,35	2,33	2,20
Agosto	2,11	2,40	2,28	2,22
Setembro	2,07	2,45	2,24	2,17
Outubro	2,10	2,76	2,28	2,25
Novembro	2,05	2,79	2,15	2,09
Dezembro	2,07	2,73	2,07	2,03
1º sem.	14,31	13,97	15,92	13,60
2º sem.	13,16	16,50	14,13	13,68

Fonte: Bacen (2011)

Taxa Real

	<i>(Em %)</i>			
	2007	2008	2009	2010
Janeiro	1,83	1,07	3,10	1,58
Fevereiro	2,00	1,60	2,33	0,96
Março	1,92	1,42	3,23	1,18
Abril	2,23	1,51	2,66	1,33
Mai	2,21	0,68	2,49	0,96
Junho	1,86	0,25	2,43	1,25
Julho	1,80	0,58	2,77	2,05
Agosto	1,12	2,73	2,65	1,44
Setembro	0,77	2,33	1,81	1,01
Outubro	1,04	1,76	2,23	1,23
Novembro	1,35	2,40	2,05	0,63
Dezembro	0,31	2,86	2,34	1,33
1º sem.	12,67	6,70	17,37	7,49
2º sem.	6,55	13,33	14,68	7,93

APÊNDICE C – SELIC (Taxa nominal e real)

Taxa nominal

	<i>(Em %)</i>			
	2007	2008	2009	2010
Janeiro	1,08	0,93	1,05	0,66
Fevereiro	0,87	0,80	0,86	0,59
Março	1,05	0,84	0,97	0,76
Abril	0,94	0,90	0,84	0,67
Maió	1,03	0,88	0,77	0,75
Junho	0,91	0,96	0,76	0,79
Julho	0,97	1,07	0,79	0,86
Agosto	0,99	1,02	0,69	0,89
Setembro	0,80	1,10	0,69	0,85
Outubro	0,93	1,18	0,69	0,81
Novembro	0,84	1,02	0,66	0,81
Dezembro	0,84	1,12	0,73	0,93
1º sem.	6,03	5,43	5,37	4,29
2º sem.	5,49	6,69	4,33	5,26

Fonte: Receita Federal (2011)

Taxa Real

	<i>(Em %)</i>			
	2007	2008	2009	2010
Janeiro	0,58	-0,16	1,50	0,03
Fevereiro	0,60	0,27	0,60	-0,58
Março	0,71	0,10	1,72	-0,18
Abril	0,90	0,21	0,99	-0,10
Maió	0,99	-0,72	0,84	-0,43
Junho	0,65	-1,00	0,86	-0,06
Julho	0,69	-0,68	1,23	0,71
Agosto	0,01	1,34	1,05	0,12
Setembro	-0,48	0,99	0,27	-0,30
Outubro	-0,12	0,20	0,64	-0,20
Novembro	0,15	0,64	0,56	-0,63
Dezembro	-0,90	1,25	0,99	0,24
1º sem.	4,50	-1,30	6,69	-1,32
2º sem.	-0,67	3,79	4,83	-0,06

APÊNDICE D – CDI (Taxa nominal e real)

Taxa Nominal

	<i>(Em %)</i>			
	2007	2008	2009	2010
Janeiro	1,08	0,92	1,04	0,66
Fevereiro	0,87	0,80	0,85	0,59
Março	1,05	0,84	0,97	0,76
Abril	0,94	0,90	0,84	0,66
Maiο	1,02	0,87	0,77	0,75
Junho	0,90	0,95	0,75	0,79
Julho	0,97	1,06	0,78	0,86
Agosto	0,99	1,01	0,69	0,89
Setembro	0,80	1,10	0,69	0,84
Outubro	0,92	1,17	0,69	0,81
Novembro	0,84	1,00	0,66	0,81
Dezembro	0,84	1,11	0,72	0,93
1º sem.	6,00	5,40	5,33	4,28
2º sem.	5,48	6,63	4,31	5,25

Fonte: CETIP (2011)

Taxa Real

	<i>(Em %)</i>			
	2007	2008	2009	2010
Janeiro	0,58	-0,17	1,49	0,03
Fevereiro	0,60	0,27	0,59	-0,58
Março	0,71	0,10	1,72	-0,18
Abril	0,90	0,21	0,99	-0,11
Maiο	0,98	-0,73	0,84	-0,43
Junho	0,64	-1,01	0,85	-0,06
Julho	0,69	-0,69	1,22	0,71
Agosto	0,01	1,33	1,05	0,12
Setembro	-0,48	0,99	0,27	-0,31
Outubro	-0,13	0,19	0,64	-0,20
Novembro	0,15	0,62	0,56	-0,63
Dezembro	-0,90	1,24	0,98	0,24
1º sem.	4,48	-1,33	6,65	-1,33
2º sem.	-0,68	3,72	4,81	-0,07

APÊNDICE E – TR (Taxa nominal e real)

Taxa Nominal

	<i>(Em %)</i>			
	2007	2008	2009	2010
Janeiro	1,08	0,92	1,04	0,66
Fevereiro	0,87	0,80	0,85	0,59
Março	1,05	0,84	0,97	0,76
Abril	0,94	0,90	0,84	0,66
Mai	1,02	0,87	0,77	0,75
Junho	0,90	0,95	0,75	0,79
Julho	0,97	1,06	0,78	0,86
Agosto	0,99	1,01	0,69	0,89
Setembro	0,80	1,10	0,69	0,84
Outubro	0,92	1,17	0,69	0,81
Novembro	0,84	1,00	0,66	0,81
Dezembro	0,84	1,11	0,72	0,93
1º sem.	6,00	5,40	5,33	4,28
2º sem.	5,48	6,63	4,31	5,25

Fonte: CETIP (2011)

Taxa Real

	<i>(Em %)</i>			
	2007	2008	2009	2010
Janeiro	0,58	-0,17	1,49	0,03
Fevereiro	0,60	0,27	0,59	-0,58
Março	0,71	0,10	1,72	-0,18
Abril	0,90	0,21	0,99	-0,11
Mai	0,98	-0,73	0,84	-0,43
Junho	0,64	-1,01	0,85	-0,06
Julho	0,69	-0,69	1,22	0,71
Agosto	0,01	1,33	1,05	0,12
Setembro	-0,48	0,99	0,27	-0,31
Outubro	-0,13	0,19	0,64	-0,20
Novembro	0,15	0,62	0,56	-0,63
Dezembro	-0,90	1,24	0,98	0,24
1º sem.	4,48	-1,33	6,65	-1,33
2º sem.	-0,68	3,72	4,81	-0,07

APÊNDICE F – TJLP (Taxa nominal e real)

Taxa Nominal

	<i>(Em %)</i>			
	2007	2008	2009	2010
Janeiro	0,5417	0,5208	0,5208	0,5000
Fevereiro	0,5417	0,5208	0,5208	0,5000
Março	0,5417	0,5208	0,5208	0,5000
Abril	0,5417	0,5208	0,5208	0,5000
Mai	0,5417	0,5208	0,5208	0,5000
Junho	0,5417	0,5208	0,5208	0,5000
Julho	0,5208	0,5208	0,5000	0,5000
Agosto	0,5208	0,5208	0,5000	0,5000
Setembro	0,5208	0,5208	0,5000	0,5000
Outubro	0,5208	0,5208	0,5000	0,5000
Novembro	0,5208	0,5208	0,5000	0,5000
Dezembro	0,5208	0,5208	0,5000	0,5000
1º sem.	3,2945	3,1658	3,1658	3,0378
2º sem.	3,1658	3,1658	3,0378	3,0378

Fonte: Receita Federal (2011)

Taxa Real

	<i>(Em %)</i>			
	2007	2008	2009	2010
Janeiro	0,0415	-0,5631	0,9650	-0,1292
Fevereiro	0,2710	-0,0092	0,2601	-0,6721
Março	0,2010	-0,2176	1,2702	-0,4359
Abril	0,5015	-0,1680	0,6718	-0,2679
Mai	0,5015	-1,0719	0,5912	-0,6819
Junho	0,2810	-1,4309	0,6214	-0,3471
Julho	0,2401	-1,2178	0,9340	0,3495
Agosto	-0,4547	0,8435	0,8631	-0,2679
Setembro	-0,7594	0,4103	0,0797	-0,6426
Outubro	-0,5237	-0,4547	0,4498	-0,5049
Novembro	-0,1680	0,1403	0,3996	-0,9364
Dezembro	-1,2178	0,6516	0,7620	-0,1887
1º sem.	1,8102	-3,4189	4,4574	-2,5086
2º sem.	-2,8552	0,3588	3,5365	-2,1760

APÊNDICE G – IPCA (Taxa nominal e real)

Taxa Nominal

	<i>(Em %)</i>			
	2007	2008	2009	2010
Janeiro	0,44	0,54	0,48	0,75
Fevereiro	0,44	0,49	0,55	0,78
Março	0,37	0,48	0,20	0,52
Abril	0,25	0,55	0,48	0,57
Mai	0,28	0,79	0,47	0,43
Junho	0,28	0,74	0,36	0,00
Julho	0,24	0,53	0,24	0,01
Agosto	0,47	0,28	0,15	0,04
Setembro	0,18	0,26	0,24	0,45
Outubro	0,30	0,45	0,28	0,75
Novembro	0,38	0,36	0,41	0,83
Dezembro	0,74	0,28	0,37	0,63
1º sem.	2,08	3,64	2,57	3,09
2º sem.	2,33	2,18	1,70	2,74

Fonte: IBGE (2011)

APÊNDICE H – EMBI+ (Taxa nominal)

	<i>(Em Pontos)</i>			
	2007	2008	2009	2010
Janeiro	191	242	425	206
Fevereiro	182	256	424	221
Março	186	277	431	188
Abril	154	243	384	177
Mai	148	204	318	222
Junho	147	196	280	233
Julho	168	231	270	222
Agosto	199	235	252	203
Setembro	190	280	239	209
Outubro	169	487	225	186
Novembro	210	471	221	175
Dezembro	212	478	205	174
1º sem.	168	236	377	208
2º sem.	191	364	235	195

Fonte: Portal Brasil (2011)

APÊNDICE J – Demonstrativos Financeiros da ANHANGUERA – PADRONIZADOS

• Balanço Patrimonial PADRONIZADO – Ativo – ANHANGUERA

(Reais Mil)

Código da Conta	Descrição da Conta	31/12/2007	30/6/2008	31/12/2008	30/6/2009	31/12/2009	30/6/2010	31/12/2010
1	ATIVO TOTAL	819.656	1.454.161	1.478.274	1.585.545	1.949.045	1.931.779	2.929.216
1.01	Ativo Circulante	108.652	585.963	219.178	262.530	559.485	594.838	1.282.594
1.01.01	Disponibilidades e Aplicações Financeiras	33.843	462.703	29.101	6.106	265.253	268.126	959.487
1.01.02	Recebíveis	59.033	87.477	134.311	189.561	199.502	202.876	245.241
1.01.03	Estoques	2.521	3.743	7.757	13.597	11.619	13.603	6.160
1.01.04	Outros	13.255	32.040	48.009	53.266	83.111	110.233	71.706
1.02	Ativo Não Circulante	711.004	868.198	1.259.096	1.323.015	1.389.560	1.336.941	1.646.622
1.02.01	Ativo Realizável a Longo Prazo	14.730	23.173	42.816	42.225	90.355	75.289	206.210
1.02.01.01	Créditos Diversos	136	2.250	3.664	4.492	5.539	8.966	8.027
1.02.01.02	Créditos com Pessoas Ligadas	3.049	3.218	13.057	10.533	3.566	39	0
1.02.01.03	Outros	11.545	17.705	26.095	27.200	81.250	66.284	198.183
1.02.02	Ativo Permanente	696.274	845.025	1.216.280	1.280.790	1.299.205	1.261.652	1.440.412
1.02.02.01	Investimentos	0	0	0	0	0	0	0
1.02.02.02	Imobilizado	186.006	265.553	330.953	378.601	498.220	384.250	607.591
1.02.02.03	Intangível	471.430	533.222	808.013	832.202	800.985	825.500	832.821
1.02.02.04	Diferido	38.838	46.250	77.314	69.987	0	51.902	0

• **Balço Patrimonial PADRONIZADO – Passivo – ANHANGUERA**

(Reais Mil)

Código da Conta	Descrição da Conta	31/12/2007	30/6/2008	31/12/2008	30/6/2009	31/12/2009	30/6/2010	31/12/2010
2	PASSIVO TOTAL	819.656	1.454.161	1.478.274	1.585.545	1.949.045	1.931.779	2.929.216
2.01	Passivo Circulante	167.053	327.465	243.888	242.231	329.972	330.879	228.917
2.01.01	Empréstimos e Financiamentos	20.279	169.567	86.550	87.310	95.673	65.825	27.837
2.01.02	Debêntures	0	0	0	0	68.207	92.884	37.620
2.01.03	Fornecedores	10.241	9.471	21.507	19.681	15.400	17.602	7.847
2.01.04	Impostos, Taxas e Contribuições	15.659	22.271	38.914	37.389	23.862	31.616	44.712
2.01.05	Dividendos a Pagar	0	338	0	0	6.254	131	1.249
2.01.06	Provisões	29.791	52.515	48.072	75.845	48.693	69.656	53.455
2.01.07	Dívidas com Pessoas Ligadas	0	0	0	0	0	0	0
2.01.08	Outros	91.083	73.303	48.845	22.006	71.883	53.165	56.197
2.02	Passivo Não Circulante	168.188	152.986	256.556	314.181	535.699	498.494	695.539
2.02.01	Passivo Exigível a Longo Prazo	168.188	152.986	256.556	314.181	535.699	498.494	695.539
2.02.01.01	Empréstimos e Financiamentos	52.552	35.855	25.683	14.895	6.287	4.902	123.850
2.02.01.02	Debêntures	0	0	0	40.355	231.220	209.378	198.683
2.02.01.03	Provisões	8.116	99.328	9.537	10.226	11.851	17.693	30.801
2.02.01.04	Dívidas com Pessoas Ligadas	0	0	0	0	0	0	0
2.02.01.05	Outros	107.520	17.803	221.336	248.705	286.341	266.521	342.205
2.03	Resultados de Exercícios Futuros	0	0	0	0	0	0	0
2.04	Participações Minoritárias	0	0	-72	62	472	0	0
2.05	Patrimônio Líquido	484.415	973.710	977.902	1.029.071	1.082.902	1.102.406	2.004.760
2.05.01	Capital Social Realizado	483.811	992.290	1.002.930	1.002.612	1.002.800	1.002.993	1.802.265
2.05.02	Reservas de Capital	0	0	0	0	0	0	0
2.05.03	Reservas de Reavaliação	0	0	0	0	0	0	0
2.05.04	Outras Reservas de Lucro	74	75	74	74	47.931	47.931	129.001
2.05.05	Ajustes de Avaliação Patrimonial	0	0	0	0	81.120	0	73.494
2.05.06	Lucros/Prejuízos Acumulados	530	-18.655	-25.102	26.385	-48949	51.482	0
2.05.07	Adiantamento para Futuro Aumento Capital	0	0	0	0	0	0	0

• Demonstração do Resultado do Exercício (DRE) PADRONIZADA – ANHANGUERA

(Reais Mil)

Código da Conta	Descrição da Conta	01/07/2007 a 31/12/2007	01/01/2008 a 30/06/2008	01/07/2008 a 31/12/2008	01/01/2009 a 30/06/2009	01/07/2009 a 31/12/2009	01/01/2010 a 30/06/2010	01/07/2010 a 31/12/2010
3.01	Receita Bruta	198.528	407.262	497.789	690.953	638.835	793.318	737.442
3.02	<i>Deduções da Receita Bruta</i>	-36.815	-113.999	-136.887	-216.928	-208.312	-268.251	-258.670
3.03	(=) Receita Líquida	161.713	293.263	360.902	474.025	430.523	525.067	478.772
3.04	<i>Custo de Bens e/ou Serviços Vendidos</i>	-92.589	-163.024	-247.368	-282.623	-264.299	-300.473	-291.954
3.05	(=) Resultado Bruto	69.124	130.239	113.534	191.402	166.224	224.594	186.818
3.06	<i>Despesas/Receitas da Atividade</i>	-65.361	-144.688	-115.043	-129.152	-124.250	-151.858	-143.699
3.06.01	<i>Com Vendas</i>	-16.629	-28.935	-44.817	-57.434	-59.376	-69.725	-65.182
3.06.02	<i>Gerais e Administrativas</i>	-48.732	-115.753	-70.226	-71.718	-64.874	-82.133	-78.517
3.07	(=) Resultado da Atividade	3.763	-14.449	-1.509	62.250	41.974	72.736	43.119
3.07.01	<i>Outras Receitas Operacionais</i>	29	0	3.767	10.540	49.445	17.249	28.184
3.07.02	<i>Outras Despesas Operacionais</i>	0	0	0	-2.421	-54.425	-2.964	-1.312
3.08	(=) Resultado antes de Juros e Tributos	3.792	-14.449	2.258	70.369	36.994	87.021	69.991
3.09	<i>Resultado Financeiro</i>	4.320	-3.644	-5.044	-17.045	-15.891	-24.390	-24.704
3.09.01	<i>Receitas Financeiras</i>	11.023	18.312	21.504	13.436	17.477	24.414	34.292
3.09.02	<i>Despesas Financeiras</i>	-6.703	-21.956	-26.548	-30.481	-33.368	-48.804	-58.996
3.09.03	<i>Resultado da Equivalência Patrimonial</i>	0	0	0	0	0	0	0
3.10	(=) Resultado Operacional	8.112	-18.093	-2.786	53.324	21.103	62.631	45.287
3.11	<i>Resultado Não Operacional</i>	-455	763	-763	0	0	0	0
3.11.01	<i>Receitas Não-Operacionais</i>	-793	937	-937	0	0	0	0
3.11.02	<i>Despesas Não-Operacionais</i>	338	-174	174	0	0	0	0
3.12	(=) Resultado Antes IR e Contribuições Sociais	7.657	-17.330	-3.549	53.324	21.103	62.631	45.287
3.13	<i>Provisão para IR e Contribuição Social</i>	-2.017	-1.855	-6.171	-3.240	-13.768	-9.156	-26.328
3.14	<i>Participações</i>	0	0	0	0	0	0	0
3.15	<i>Contribuições</i>	0	0	0	0	0	0	0
3.16	<i>IR Diferido</i>	0	0	3.145	1.189	8.841	-3.367	52.555
3.17	<i>Reversão dos Juros sobre Capital Próprio</i>	0	0	0	0	0	0	0
3.18	<i>Part. de Acionistas Não Controladores</i>	0	0	-944	-332	-930	1.264	0
3.19	(=) Resultado do Período	5.640	-19.185	-7.519	50.941	15.246	51.372	71.514

APÊNDICE K – Demonstrativos Financeiros da ANHANGUERA – AJUSTADOS

- Balço Patrimonial AJUSTADO – Ativo – ANHANGUERA**

		(Reais Mil)						
Código da Conta	Descrição da Conta	31/12/2007	30/6/2008	31/12/2008	30/6/2009	31/12/2009	30/6/2010	31/12/2010
1	ATIVO TOTAL	780.818	1.407.911	1.397.815	1.514.369	1.940.204	1.879.877	2.876.661
1.01	Ativo Circulante	108.652	585.963	216.033	261.341	550.644	594.838	1.282.594
1.01.01	Disponibilidades e Aplicações Financeiras	33.843	462.703	29.101	6.106	265.253	268.126	959.487
1.01.02	Recebíveis	59.033	87.477	134.311	189.561	199.502	202.876	245.241
1.01.03	Estoques	2.521	3.743	7.757	13.597	11.619	13.603	6.160
1.01.04	Outros	13.255	32.040	44.864	52.077	74.270	110.233	71.706
1.02	Ativo Não Circulante	672.166	821.948	1.181.782	1.253.028	1.389.560	1.285.039	1.594.067
1.02.01	Ativo Realizável a Longo Prazo	14.730	23.173	42.816	42.225	90.355	75.289	153.655
1.02.01.01	Créditos Diversos	136	2.250	3.664	4.492	5.539	8.966	8.027
1.02.01.02	Créditos com Pessoas Ligadas	3.049	3.218	13.057	10.533	3.566	39	0
1.02.01.03	Outros	11.545	17.705	26.095	27.200	81.250	66.284	145.628
1.02.02	Ativo Permanente	657.436	798.775	1.138.966	1.210.803	1.299.205	1.209.750	1.440.412
1.02.02.01	Investimentos	0	0	0	0	0	0	0
1.02.02.02	Imobilizado	186.006	265.553	330.953	378.601	498.220	384.250	607.591
1.02.02.03	Intangível	471.430	533.222	808.013	832.202	800.985	825.500	832.821
1.02.02.04	Diferido	0	0	0	0	0	0	0

• **Balço Patrimonial AJUSTADO – Passivo – ANHANGUERA**

		(Reais Mil)						
Código da Conta	Descrição da Conta	31/12/2007	30/6/2008	31/12/2008	30/6/2009	31/12/2009	30/6/2010	31/12/2010
2	PASSIVO TOTAL	780.818	1.407.911	1.397.815	1.514.369	1.940.204	1.879.877	2.876.661
2.01	Passivo Circulante	167.053	327.465	243.888	242.231	329.972	330.879	228.917
2.01.01	Empréstimos e Financiamentos	20.279	169.567	86.550	87.310	95.673	65.825	27.837
2.01.02	Debêntures	0	0	0	0	68.207	92.884	37.620
2.01.03	Fornecedores	10.241	9.471	21.507	19.681	15.400	17.602	7.847
2.01.04	Impostos, Taxas e Contribuições	15.659	22.271	38.914	37.389	23.862	31.616	44.712
2.01.05	Dividendos a Pagar	0	338	0	0	6.254	131	1.249
2.01.06	Provisões	29.791	52.515	48.072	75.845	48.693	69.656	53.455
2.01.07	Dívidas com Pessoas Ligadas	0	0	0	0	0	0	0
2.01.08	Outros	91.083	73.303	48.845	22.006	71.883	53.165	56.197
2.02	Passivo Não Circulante	168.188	152.986	256.556	314.181	535.699	498.494	695.539
2.02.01	Passivo Exigível a Longo Prazo	168.188	152.986	256.556	314.181	535.699	498.494	695.539
2.02.01.01	Empréstimos e Financiamentos	52.552	35.855	25.683	14.895	6.287	4.902	123.850
2.02.01.02	Debêntures	0	0	0	40.355	231.220	209.378	198.683
2.02.01.03	Provisões	8.116	10.710	9.537	10.226	11.851	17.693	30.801
2.02.01.04	Dívidas com Pessoas Ligadas	0	0	0	0	0	0	0
2.02.01.05	Outros	107.520	106.421	221.336	248.705	286.341	266.521	342.205
2.03	Resultados de Exercícios Futuros	0	0	0	0	0	0	0
2.04	Participações Minoritárias	0	0	-72	62	472	0	0
2.05	Patrimônio Líquido	445.577	927.460	897.443	957.895	1.074.061	1.050.504	1.952.205
2.05.01	Capital Social Realizado	483.811	992.290	1.002.930	1.002.612	1.002.800	1.002.993	1.802.265
2.05.02	Reservas de Capital	0	0	0	0	0	0	0
2.05.03	Reservas de Reavaliação	0	0	0	0	0	0	0
2.05.04	Outras Reservas de Lucro	74	75	74	74	47.931	47.931	129.001
2.05.05	Ajustes de Avaliação Patrimonial	0	0	0	0	81.120	0	73.494
2.05.06	Lucros/Prejuízos Acumulados	-38.308	-64.905	-105.561	-44.791	-57790	-420	-52.555
2.05.07	Adiantamento para Futuro Aumento Capital	0	0	0	0	0	0	0

• Demonstração do Resultado do Exercício (DRE) AJUSTADA – ANHANGUERA

		(Reais Mil)						
Código da Conta	Descrição da Conta	01/07/2007 a 31/12/2007	01/01/2008 a 30/06/2008	01/07/2008 a 31/12/2008	01/01/2009 a 30/06/2009	01/07/2009 a 31/12/2009	01/01/2010 a 30/06/2010	01/07/2010 a 31/12/2010
3.01	Receita Bruta	198.528	407.262	497.789	690.953	638.835	793.318	737.442
3.02	<i>Deduções da Receita Bruta</i>	-36.815	-113.999	-136.887	-216.928	-208.312	-268.251	-258.670
3.03	(=) Receita Líquida	161.713	293.263	360.902	474.025	430.523	525.067	478.772
3.04	<i>Custo de Bens e/ou Serviços Vendidos</i>	-92.589	-163.024	-247.368	-282.623	-264.299	-300.473	-291.954
3.05	(=) Resultado Bruto	69.124	130.239	113.534	191.402	166.224	224.594	186.818
3.06	<i>Despesas/Receitas da Atividade</i>	-65.361	-144.688	-115.043	-129.152	-124.250	-151.858	-143.699
3.06.01	<i>Com Vendas</i>	-16.629	-28.935	-44.817	-57.434	-59.376	-69.725	-65.182
3.06.02	<i>Gerais e Administrativas</i>	-48.732	-115.753	-70.226	-71.718	-64.874	-82.133	-78.517
3.07	(=) Resultado Operacional	3.763	-14.449	-1.509	62.250	41.974	72.736	43.119
3.07.01	<i>Outras Receitas Operacionais</i>	29	763	5.505	10.540	49.445	23.920	28.184
3.07.02	<i>Outras Despesas Operacionais</i>	-1.277	-3.597	0	-4.246	-55.896	-2.964	-4.606
3.08	(=) Resultado antes de Juros e Tributos	2.515	-17.283	3.996	68.544	35.523	93.692	66.697
3.09	<i>Resultado Financeiro</i>	4.320	-3.644	-5.044	-17.045	-15.891	-24.390	-24.704
3.09.01	<i>Receitas Financeiras</i>	11.023	18.312	21.504	13.436	17.477	24.414	34.292
3.09.02	<i>Despesas Financeiras</i>	-6.703	-21.956	-26.548	-30.481	-33.368	-48.804	-58.996
3.09.03	<i>Resultado da Equivalência Patrimonial</i>	0	0	0	0	0	0	0
3.10	(=) Resultado Operacional	6.835	-20.927	-1.048	51.499	19.632	69.302	41.993
3.11	<i>Resultado Não Operacional</i>	0	0	0	0	0	0	0
3.11.01	<i>Receitas Não-Operacionais</i>	0	0	0	0	0	0	0
3.11.02	<i>Despesas Não-Operacionais</i>	0	0	0	0	0	0	0
3.12	(=) Resultado Antes IR e Contribuições Sociais	6.835	-20.927	-1.048	51.499	19.632	69.302	41.993
3.13	<i>Provisão para IR e Contribuição Social</i>	-2.017	-1.855	-6.171	-3.240	-13.768	-9.156	-26.328
3.14	<i>Participações</i>	0	0	0	0	0	0	0
3.15	<i>Contribuições</i>	0	0	0	0	0	0	0
3.16	<i>IR Diferido</i>	0	0	0	0	0	-3.367	0
3.17	<i>Reversão dos Juros sobre Capital Próprio</i>	0	0	0	0	0	0	0
3.18	<i>Part. de Acionistas Não Controladores</i>	0	0	-944	-332	-930	1.264	0
3.19	(=) Resultado do Período	4.818	-22.782	-8.163	47.927	4.934	58.043	15.665

- Reserva para Manutenção do Capital de Giro – ANHANGUERA

(Reais Mil)

Cálculo p/ RMCG	31/12/2007	30/6/2008	31/12/2008	30/6/2009	31/12/2009	30/6/2010	31/12/2010
Variação do IGPM	6,20%	6,82%	2,80%	-1,24%	-0,48%	5,69%	5,33%
CGP	-226.589	105.512	-284.339	-295.133	-315.499	-234.535	358.138
CGP (médio)	13.259	52.756	-89.414	-147.567	-305.316	-117.268	61.802
RMCG	822	3.597	-2.501	1.825	1.471	-6.671	3.294
	<i>Despesa</i>	<i>Despesa</i>	<i>Receita</i>	<i>Despesa</i>	<i>Despesa</i>	<i>Receita</i>	<i>Despesa</i>

APÊNDICE L – Demonstrativos Financeiros da ANHANGUERA – INFLACIONADOS

- Balço Patrimonial INFLACIONADO – Ativo – ANHANGUERA**

		(Reais Mil)						
Código da Conta	Descrição da Conta	31/12/2007	30/6/2008	31/12/2008	30/6/2009	31/12/2009	30/6/2010	31/12/2010
1	ATIVO TOTAL	938.110	1.583.564	1.529.432	1.677.706	2.159.874	1.980.069	2.876.661
1.01	Ativo Circulante	130.539	659.069	236.374	289.529	612.988	626.541	1.282.594
1.01.01	Disponibilidades e Aplicações Financeiras	40.661	520.431	31.841	6.765	295.285	282.416	959.487
1.01.02	Recebíveis	70.925	98.391	146.958	210.007	222.090	213.689	245.241
1.01.03	Estoques	3.029	4.210	8.487	15.064	12.935	14.328	6.160
1.01.04	Outros	15.925	36.037	49.088	57.694	82.679	116.108	71.706
1.02	Ativo Não Circulante	807.571	924.496	1.293.057	1.388.177	1.546.886	1.353.528	1.594.067
1.02.01	Ativo Realizável a Longo Prazo	17.697	26.064	46.848	46.779	100.585	79.302	153.655
1.02.01.01	Créditos Diversos	163	2.531	4.009	4.976	6.166	9.444	8.027
1.02.01.02	Créditos com Pessoas Ligadas	3.663	3.619	14.286	11.669	3.970	41	0
1.02.01.03	Outros	13.871	19.914	28.552	30.134	90.449	69.817	145.628
1.02.02	Ativo Permanente	789.874	898.432	1.246.210	1.341.398	1.446.301	1.274.226	1.440.412
1.02.02.01	Investimentos	0	0	0	0	0	0	0
1.02.02.02	Imobilizado	223.476	298.684	362.115	419.436	554.629	404.729	607.591
1.02.02.03	Intangível	566.398	599.748	884.095	921.962	891.673	869.497	832.821
1.02.02.04	Diferido	0	0	0	0	0	0	0

• **Balço Patrimonial INFLACIONADO – Passivo – ANHANGUERA**

(Reais Mil)								
Código da Conta	Descrição da Conta	31/12/2007	30/6/2008	31/12/2008	30/6/2009	31/12/2009	30/6/2010	31/12/2010
2	PASSIVO TOTAL	938.110	1.583.564	1.529.432	1.677.706	2.159.874	1.980.069	2.876.661
2.01	Passivo Circulante	200.705	368.320	266.852	268.358	367.331	348.514	228.917
2.01.01	Empréstimos e Financiamentos	24.364	190.722	94.699	96.727	106.505	69.333	27.837
2.01.02	Debêntures	0	0	0	0	75.929	97.834	37.620
2.01.03	Fornecedores	12.304	10.653	23.532	21.804	17.144	18.540	7.847
2.01.04	Impostos, Taxas e Contribuições	18.813	25.050	42.578	41.422	26.564	33.301	44.712
2.01.05	Dividendos a Pagar	0	380	0	0	6.962	138	1.249
2.01.06	Provisões	35.792	59.067	52.598	84.025	54.206	73.368	53.455
2.01.07	Dívidas com Pessoas Ligadas	0	0	0	0	0	0	0
2.01.08	Outros	109.431	82.448	53.444	24.380	80.022	55.999	56.197
2.02	Passivo Não Circulante	202.069	172.073	280.713	348.068	596.351	525.062	695.539
2.02.01	Passivo Exigível a Longo Prazo	202.069	172.073	280.713	348.068	596.351	525.062	695.539
2.02.01.01	Empréstimos e Financiamentos	63.138	40.328	28.101	16.502	6.999	5.163	123.850
2.02.01.02	Debêntures	0	0	0	44.708	257.399	220.537	198.683
2.02.01.03	Provisões	9.751	12.046	10.435	11.329	13.193	18.636	30.801
2.02.01.04	Dívidas com Pessoas Ligadas	0	0	0	0	0	0	0
2.02.01.05	Outros	129.179	119.698	242.177	275.530	318.761	280.726	342.205
2.03	Resultados de Exercícios Futuros	0	0	0	0	0	0	0
2.04	Participações Minoritárias	0	0	-79	69	525	0	0
2.05	Patrimônio Líquido	535.337	1.043.172	981.945	1.061.212	1.195.666	1.106.493	1.952.205
2.05.01	Capital Social Realizado	581.273	1.116.090	1.097.365	1.110.752	1.116.337	1.056.450	1.802.265
2.05.02	Reservas de Capital	0	0	0	0	0	0	0
2.05.03	Reservas de Reavaliação	0	0	0	0	0	0	0
2.05.04	Outras Reservas de Lucro	89	84	81	82	53.358	50.486	129.001
2.05.05	Ajustes de Avaliação Patrimonial	0	0	0	0	90.304	0	73.494
2.05.06	Lucros/Prejuízos Acumulados	-46.025	-73.003	-115.500	-49.622	-64.333	-442	-52.555
2.05.07	Adiantamento para Futuro Aumento Capital	0	0	0	0	0	0	0

• Demonstração do Resultado do Exercício (DRE) INFLACIONADA – ANHANGUERA

		(Reais Mil)						
Código da Conta	Descrição da Conta	01/07/2007 a 31/12/2007	01/01/2008 a 30/06/2008	01/07/2008 a 31/12/2008	01/01/2009 a 30/06/2009	01/07/2009 a 31/12/2009	01/01/2010 a 30/06/2010	01/07/2010 a 31/12/2010
3.01	Receita Bruta	246.959	477.939	551.370	763.031	710.379	859.296	760.905
3.02	<i>Deduções da Receita Bruta</i>	-45.796	-133.783	-151.621	-239.557	-231.641	-290.561	-266.900
3.03	(=) Receita Líquida	201.163	344.156	399.749	523.474	478.738	568.736	494.005
3.04	<i>Custo de Bens e/ou Serviços Vendidos</i>	-115.176	-191.315	-273.994	-312.105	-293.898	-325.463	-301.243
3.05	(=) Resultado Bruto	85.987	152.841	125.755	211.368	184.840	243.273	192.762
3.06	Despesas/Receitas da Atividade	-81.306	-169.797	-127.426	-142.625	-138.165	-164.488	-148.271
3.06.01	<i>Com Vendas</i>	-20.686	-33.956	-49.641	-63.425	-66.026	-75.524	-67.256
3.06.02	<i>Gerais e Administrativas</i>	-60.620	-135.841	-77.785	-79.199	-72.139	-88.964	-81.015
3.07	(=) Resultado da Atividade	4.681	-16.956	-1.671	68.744	46.675	78.785	44.491
3.07.01	<i>Outras Receitas Operacionais</i>	36	895	6.097	11.639	54.982	25.910	29.081
3.07.02	<i>Outras Despesas Operacionais</i>	-1.588	-4.221	0	-4.689	-62.156	-3.211	-4.752
3.08	(=) Resultado antes de Juros e Tributos	3.129	-20.282	4.426	75.695	39.502	101.485	68.819
3.09	Resultado Financeiro	5.374	-4.276	-5.587	-18.823	-17.671	-26.418	-25.490
3.09.01	<i>Receitas Financeiras</i>	13.712	21.490	23.819	14.838	19.434	26.444	35.383
3.09.02	<i>Despesas Financeiras</i>	-8.338	-25.766	-29.406	-33.661	-37.105	-52.863	-60.873
3.09.03	<i>Resultado da Equivalência Patrimonial</i>	0	0	0	0	0	0	0
3.10	(=) Resultado Operacional	8.503	-24.558	-1.161	56.871	21.831	75.066	43.329
3.11	Resultado Não Operacional	0	0	0	0	0	0	0
3.11.01	<i>Receitas Não-Operacionais</i>	0	0	0	0	0	0	0
3.11.02	<i>Despesas Não-Operacionais</i>	0	0	0	0	0	0	0
3.12	(=) Resultado Antes IR e Contribuições Sociais	8.503	-24.558	-1.161	56.871	21.831	75.066	43.329
3.13	<i>Provisão para IR e Contribuição Social</i>	-2.509	-2.177	-6.835	-3.578	-15.310	-9.917	-27.166
3.14	<i>Participações</i>	0	0	0	0	0	0	0
3.15	<i>Contribuições</i>	0	0	0	0	0	0	0
3.16	<i>IR Diferido</i>	0	0	0	0	0	-3.647	0
3.17	<i>Reversão dos Juros sobre Capital Próprio</i>	0	0	0	0	0	0	0
3.18	<i>Part. de Acionistas Não Controladores</i>	0	0	-1.046	-367	-1.034	1.369	0
3.19	(=) Resultado do Período	5.994	-26.735	-9.042	52.927	5.487	62.871	16.164

APÊNDICE M – Outras informações da ANHANGUERA

• Taxas de Retorno consideradas no Ativo da ANHANGUERA

Código da Conta	Descrição da Conta	31/12/2007	30/6/2008	31/12/2008	30/6/2009	31/12/2009	30/6/2010	31/12/2010
1	ATIVO TOTAL							
1.01	Ativo Circulante							
<i>1.01.01</i>	<i>Disponibilidades e Aplicações Financeiras</i>							
1.01.01.01	Caixa e Bancos	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
1.01.01.02	Aplicações Financeiras	-1,37%	-0,63%	3,83%	6,73%	4,86%	-1,29%	-0,27%
<i>1.01.02</i>	<i>Recebíveis</i>	6,55%	6,70%	13,33%	17,37%	14,68%	7,49%	7,93%
<i>1.01.03</i>	<i>Estoques</i>	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<i>1.01.04</i>	<i>Outros (*)</i>	-2,92%	-3,05%	0,08%	0,82%	5,49%	-0,55%	-0,89%
1.01.04.01	Impostos a recuperar	-5,30%	-5,96%	-1,57%	1,79%	0,66%	-5,20%	-4,59%
1.01.04.02	Despesas antecipadas	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
1.01.04.03	Outras contas a receber	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
1.01.04.04	Partes Relacionadas	-	-	13,33%	-	14,68%	7,49%	7,93%
1.01.04.05	Bens destinados para Venda	-	-	-	-	4,77%	-1,34%	-1,01%
1.01.04.06	Impostos diferidos	-	-	-	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
1.02	Ativo Não Circulante							
1.02.01	Ativo Realizável a Longo Prazo							
<i>1.02.01.01</i>	<i>Créditos Diversos</i>	-5,30%	4,47%	9,81%	13,05%	10,71%	5,95%	5,83%
1.02.01.01.01	Depósitos judiciais	-5,30%	-5,96%	-1,57%	1,79%	0,66%	-5,20%	-4,59%
1.02.01.01.02	Mensalidades a receber	-	6,70%	13,33%	17,37%	14,68%	7,49%	7,93%
<i>1.02.01.02</i>	<i>Créditos com Pessoas Ligadas</i>	6,55%	6,70%	13,33%	17,37%	14,68%	7,49%	-
<i>1.02.01.03</i>	<i>Outros (*)</i>	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,04%	-0,25%	-0,21%
1.02.01.03.01	Despesas antecipadas	-	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
1.02.01.03.02	Outras contas a receber	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
1.02.01.03.03	Impostos Diferidos	-	-	-	-	0,00%	0,00%	0,00%
1.02.01.03.04	Impostos a Recuperar	-	-	-	-	0,66%	-5,20%	-4,59%
1.02.02	Ativo Permanente							
<i>1.02.02.01</i>	<i>Investimentos</i>	-	-	-	-	-	-	-
<i>1.02.02.02</i>	<i>Imobilizado</i>	-1,82%	-2,39%	1,43%	5,58%	4,77%	-1,34%	-1,01%
<i>1.02.02.03</i>	<i>Intangível</i>	-4,79%	-8,77%	-3,59%	6,12%	0,92%	-0,28%	-4,35%
<i>1.02.02.04</i>	<i>Diferido</i>	-	-	-	-	-	-	-

• **Taxas de Custo consideradas no Passivo da ANHANGUERA**

Código da Conta	Descrição da Conta	31/12/2007	30/6/2008	31/12/2008	30/6/2009	31/12/2009	30/6/2010	31/12/2010
2	PASSIVO TOTAL							
2.01	Passivo Circulante							
2.01.01	Empréstimos e Financiamentos	0,00%	-0,87%	3,33%	6,42%	5,35%	-0,49%	-0,02%
2.01.02	Debêntures	-	-	-	0,00%	1,38%	-0,03%	0,16%
2.01.03	Fornecedores	6,55%	6,70%	13,33%	17,37%	14,68%	7,49%	7,93%
2.01.04	Impostos, Taxas e Contribuições	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
2.01.05	Dividendos a Pagar	-	0,00%	-	-	0,00%	0,00%	0,00%
2.01.06	Provisões	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
2.01.07	Dívidas com Pessoas Ligadas	-	-	-	-	-	-	-
2.01.08	Outros (*)	1,08%	-0,57%	11,48%	11,58%	10,58%	3,46%	5,06%
2.01.08.01	Anuidades antecipadas	6,55%	6,70%	13,33%	17,37%	14,68%	7,49%	7,93%
2.01.08.02	Compromissos a pagar	-0,67%	-1,30%	3,79%	6,69%	4,83%	-1,32%	-0,06%
2.01.08.03	Outras contas a pagar	6,55%	6,70%	13,33%	17,37%	14,68%	7,49%	7,93%
2.01.08.04	Receita diferida	-	-	-	-	-	-	-
2.01.08.05	Partes Relacionadas	-	-	13,33%	17,37%	-	7,49%	-
2.02	Passivo Não Circulante							
2.02.01	Passivo Exigível a Longo Prazo							
2.02.01.01	Empréstimos e Financiamentos	0,00%	-0,18%	0,90%	0,92%	0,27%	-0,02%	-2,23%
2.02.01.02	Debêntures	-	-	-	8,40%	4,68%	-0,08%	0,83%
2.02.01.03	Provisões	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
2.02.01.04	Dívidas com Pessoas Ligadas	-	-	-	-	-	-	-
2.02.01.05	Outros (*)	-0,59%	-1,30%	3,86%	6,73%	3,81%	-1,19%	-0,02%
2.02.01.05.01	Tributos parcelados	-0,67%	-1,30%	3,79%	6,69%	4,83%	-1,32%	-0,06%
2.02.01.05.02	Outras contas a pagar	6,55%	6,70%	13,33%	17,37%	14,68%	7,49%	7,93%
2.02.01.05.03	Compromissos a pagar	-0,67%	-1,30%	3,79%	6,69%	4,83%	-1,32%	-0,06%
2.02.01.05.04	Imposto de Renda Diferido	-	-	-	-	0,00%	0,00%	0,00%
2.03	Resultados de Exercícios Futuros	-	-	-	-	-	-	-
2.04	Participações Minoritárias	-	-	6,79%	10,87%	9,91%	-	-
2.05	Patrimônio Líquido	4,38%	2,54%	6,79%	10,87%	9,91%	3,20%	3,08%

• **Retorno das Aplicações Financeiras da ANHANGUERA**

Período	Detalhamento	Taxa Anual	Taxa Semestral Nominal	Taxa Semestral Real
2º Semestre / 2007	As aplicações financeiras referem-se substancialmente a fundos de investimentos em cotas (fundos de investimentos em multimercados) e certificados de depósitos bancários, remuneradas a taxas médias de 9,70% ao ano.	9,70%	4,74%	-1,37%
1º Semestre / 2008	As aplicações financeiras referem-se substancialmente a fundos de investimentos em cotas (fundos de investimentos em multimercados) e certificados de depósitos bancários, remuneradas a taxas médias de 12,67% ao ano.	12,67%	6,15%	-0,63%
2º Semestre / 2008	Esses investimentos financeiros referem-se substancialmente a certificados de depósitos bancários e fundos de renda fixa, remunerados a taxas que variam entre 100% e 103% do Certificado de Depósito Interbancário (CDI). (*) Média (100% e 103%) = 101,50% (**) CDI (jul. a dez./2008) = 6,63%	-	6,73%	3,83%
1º Semestre / 2009	Esses investimentos financeiros referem-se substancialmente a certificados de depósitos bancários e fundos de renda fixa, remunerados a taxas que variam entre 100% e 103% do Certificado de Depósito Interbancário (CDI). (*) Média (100% e 103%) = 101,50% (**) CDI (jan. a jun./2009) = 5,33%	-	5,41%	6,73%
2º Semestre / 2009	Esses investimentos financeiros referem-se substancialmente a certificados de depósitos bancários, remunerados a taxas que variam entre 99% e 102,2% do Certificado de Depósito Interbancário (CDI). (*) Média (100% e 102,2%) = 101,10% (**) CDI (jul. a dez./2009) = 4,31%	-	4,36%	4,86%
1º Semestre / 2010	Esses investimentos financeiros referem-se substancialmente a Certificados de Depósitos Bancários (CDB) e Compromissadas, remunerados a taxas que variam entre 99% e 102,2% do Certificado de Depósito Interbancário (CDI). (*) Média (100% e 102,2%) = 101,10% (**) CDI (jan. a jun./2010) = 4,28%	-	4,33%	-1,29%
2º Semestre / 2010	CDB e FIC indexados ao CDI (94,65% das aplicações) - As aplicações financeiras de curto prazo referem-se a investimentos em Certificado de Depósito Bancário (CDB) e Fundos de Investimentos em Cotas (FIC), atualizados com base na variação do Certificado de Depósito Interbancário (CDI), remuneradas a taxas que variam entre 99% e 102% do CDI. (*) Média (100% e 102%) = 100,50% (**) CDI (jul. a dez./2010) = 5,25% Export Notes (5,35% das aplicações) – Referem-se a aplicações indexadas a moeda estrangeira (EURO) remuneradas pela variação da moeda mais juros de 4% ao ano (1,98% ao semestre). (*) Variação do EURO (jul. a dez./2010) = -0,9520%	-	5,05%	-0,27%

- **Custo dos Empréstimos e Financiamentos da ANHANGUERA**

Instituição Financeira	Encargos	Encargos Semestrais	2007/2		2008/1		2008/2		2009/1		2009/2		2010/1		2010/2	
			Taxa Semestral	%Total	Taxa Semestral	%Total	Taxa Semestral	%Total	Taxa Semestral	%Total	Taxa Semestral	%Total	Taxa Semestral	%Total	Taxa Semestral	%Total
Banco ABN Amro Real S.A.	CDI + 1,0% a.a.	CDI + 0,50% a.s.	5,98%	13,9%	5,90%	4,3%	7,13%	5,7%	5,83%	3,3%	-	-	-	-	-	-
Banco Bradesco S.A - capital de giro	1,95% a.m.	12,29% a.s.	12,29%	1,7%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Banco Bradesco S.A.	CDI + 0,7% a.a.	CDI + 0,35% a.s.	5,83%	71,6%	5,75%	24,8%	6,98%	37,7%	5,68%	31,0%	4,66%	25,8%	4,63%	15,0%	-	-
Financiamento Banco do Brasil S.A.	0,90% a.m.	5,52% a.s.	5,52%	0,7%	5,52%	0,2%	5,52%	0,3%	5,52%	0,2%	5,52%	0,1%	-	-	-	-
Banco do Brasil S.A. - Crédito rural	2,50% a.m.	15,97% a.s.	15,97%	2,0%	15,97%	0,7%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Banco ABN Amro Real S.A.	1,79% a.m.	11,23% a.s.	11,23%	0,7%	11,23%	0,2%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Banco ABN Amro Real S.A.	1,62% a.m.	10,12% a.s.	10,12%	2,4%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Banco Santander S.A. - BNDES	TJLP + 2,5% a.a.	TJLP + 1,24% a.s.	4,41%	7,0%	4,41%	2,0%	4,41%	2,8%	4,41%	2,3%	4,28%	2,0%	4,28%	1,3%	4,28%	0,1%
Banco Santander S.A. – Capital de giro	CDI + 0,45% a.a.	CDI + 0,22% a.s.	-	-	5,62%	66,1%	-	-	5,55%	1,5%	4,53%	3,1%	-	-	-	-
Banco Santander S.A. – Empréstimo	CDI + 2,18% a.a.	CDI + 1,08% a.s.	-	-	-	-	7,71%	48,7%	6,41%	57,1%	5,39%	64,6%	5,36%	78,0%	-	-
Banco Uni banco - BNDES	0,64% a.m.	3,90% a.s.	-	-	3,90%	1,8%	3,90%	2,6%	3,90%	2,1%	3,90%	1,8%	3,90%	0,9%	-	-
Banco do Brasil S.A. - FCO FAST	10,00% a.a.	4,88% a.s.	-	-	-	-	4,88%	2,3%	4,88%	2,4%	4,88%	2,7%	4,88%	2,8%	-	-
Banco Safra - BNDES PSI Fname	5,00% a.a.	2,47% a.s.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2,47%	2,1%	2,47%	1,8%
International Finance Corporation	7,80% a.a.	3,83% a.s.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3,83%	48,6%
DEG - Deutsche Investitions	4,28% a.a.	2,12% a.s.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2,12%	32,3%
Proparco	4,28% a.a.	2,12% a.s.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2,12%	17,2%
Parcela a amortizar a curto prazo					27,8%		82,5%		78,8%		87,5%		95,1%		96,2%	
Exigível a longo prazo					72,2%		17,5%		21,2%		12,5%		4,9%		3,8%	
CUSTO DOS EMPRÉSTIMOS E FINANCIAMENTOS (Taxa Nominal)			6,20%		5,69%		7,14%		6,01%		5,11%		5,15%		2,96%	
CUSTO DOS EMPRÉSTIMOS E FINANCIAMENTOS (Taxa Real)			0,00%		-1,06%		4,22%		7,34%		5,62%		-0,51%		-2,25%	

• **Custo das Debêntures da ANHANGUERA**

Classificação	Remuneração anual	Remuneração semestral	2009/1		2009/2		2010/1		2010/2	
			Taxa Semestral	% Total	Taxa Semestral	% Total	Taxa Semestral	% Total	Taxa Semestral	% Total
2° emissão Nota Promissória	CDI + 4,0% a.a.	CDI + 1,98% a.s.	-	-	6,29%	3,5%	6,26%	3,7%	-	-
1° emissão Debentures	CDI + 3,5% a.a.	CDI + 1,73% a.s.	7,06%	100,0%	6,04%	13,4%	6,01%	13,3%	-	-
2° emissão Debentures	CDI + 2,5% a.a.	CDI + 1,24% a.s.	-	-	5,55%	16,6%	5,52%	16,5%	6,49%	14,6%
3° emissão Debentures serie 1	DI + 2,15% a.a.	DI + 1,07% a.s.	-	-	5,38%	63,2%	5,35%	62,9%	6,32%	80,9%
3° emissão Debentures serie 2	IPCA + 8,7% a.a.	IPCA + 4,26% a.s.	-	-	5,96%	3,3%	7,35%	3,6%	7,00%	4,5%
TOTAL				100,0%		100,0%		100,0%		100,0%
Parcela a amortizar no curto prazo				0,0%		22,8%		30,7%		15,9%
Exigível a longo prazo				100,0%		77,2%		69,3%		84,1%
CUSTO DAS DEBÊNTURES (Taxa Nominal)			7,06%		5,55%		5,57%		6,38%	
CUSTO DAS DEBÊNTURES (Taxa Real)			8,40%		6,06%		-0,11%		0,99%	

- **Retorno dos Intangíveis da ANHANGUERA**

Intangível (composição)	2007/2		2008/1		2008/2		2009/1		2009/2		2010/1		2010/2	
	Taxa Semestral	% Total	Taxa Semestral	% Total	Taxa Semestral	% Total	Taxa Semestral	% Total	Taxa Semestral	% Total	Taxa Semestral	% Total	Taxa Semestral	% Total
Ágios nas aquisições de participações	1,12%	99,1%	-2,56%	99,3%	-0,92%	95,9%	4,99%	95,5%	0,46%	94,2%	5,68%	94,2%	0,83%	89,0%
Direito de uso de software	0,00%	0,9%	0,00%	0,7%	0,00%	1,2%	0,00%	1,5%	0,00%	1,7%	0,00%	1,8%	0,00%	2,6%
Marcas e Patentes	-	-	-	-	-0,92%	0,9%	4,99%	0,8%	0,46%	0,9%	5,68%	0,8%	0,83%	1,4%
Intangível em andamento	-	-	-	-	0,00%	2,0%	0,00%	0,0%	0,00%	0,9%	0,00%	1,9%	0,00%	2,2%
Acordo para não concorrência	-	-	-	-	-	-	0,00%	2,1%	0,00%	2,3%	0,00%	1,3%	0,00%	0,5%
Desenvolvimento de conteúdo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,6%
Carteira de clientes	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3,0%
Outros ativos intangíveis	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,7%
Total		100,0%		100,0%		100,0%		100,0%		100,0%		100,0%		100,0%
ROE	1,12%		-2,56%		-0,92%		4,99%		0,46%		5,68%		0,83%	
RETORNO INTANGÍVEL (nominal)	1,11%		-2,55%		-0,89%		4,80%		0,44%		5,39%		0,75%	
RETORNO INTANGÍVEL (real)	-4,79%		-8,77%		-3,59%		6,12%		0,92%		-0,28%		-4,35%	

- **CAPM ou CMPPL da ANHANGUERA**

	01/07/2007 a 31/12/2007	01/01/2008 a 30/06/2008	01/07/2008 a 31/12/2008	01/01/2009 a 30/06/2009	01/07/2009 a 31/12/2009	01/01/2010 a 30/06/2010	01/07/2010 a 31/12/2010
Beta Setorial Desalavancado	1,26	0,82	0,82	0,71	0,71	0,75	0,75
t	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%
D (passivo oneroso)	87.502	231.431	122.801	157.936	453.794	393.006	389.239
E (patrimonio líquido)	535.337	1.043.172	981.945	1.061.212	1.195.666	1.106.493	1.952.205
Beta Setorial Alavancado (*)	1,40	0,94	0,89	0,78	0,89	0,93	0,85
Ativo livre de Risco (T-Bond 30 anos)	4,78%	4,49%	4,07%	3,82%	4,33%	4,49%	4,01%
Beta Setorial Alavancado	1,40	0,94	0,89	0,78	0,89	0,93	0,85
Prêmio pelo Risco de Mercado	6,03%	6,03%	6,03%	6,03%	6,03%	6,03%	6,03%
Risco Brasil	1,91%	2,36%	3,64%	3,77%	2,35%	2,08%	1,95%
CAPM ou CMPPL (**) (taxa nominal em dólares)	15,11%	12,52%	13,06%	12,29%	12,03%	12,15%	11,08%
Projeção Diferença de Inflação (1+IGP-M)/(1+CPI)	7,77%	7,45%	7,45%	7,61%	7,61%	6,81%	6,81%
CAPM ou CMPPL (**) (taxa nominal em R\$)	22,88%	19,97%	20,51%	19,90%	19,64%	18,97%	17,89%
CAPM ou CMPPL(Taxa nominal semestral em R\$)	10,85%	9,53%	9,78%	9,50%	9,38%	9,07%	8,58%
CAPM ou CMPPL (Taxa real semestral em R\$)	4,38%	2,54%	6,79%	10,87%	9,91%	3,20%	3,08%
(*) Beta Alavancado = Beta Desalavancado*[1+(1-t)*(D/E)]							
(**) CAPM = Rf + β x PRM + Rp							

APÊNDICE N – Demonstrativos Financeiros da ESTÁCIO – PADRONIZADOS

• Balanço Patrimonial PADRONIZADO – Ativo – ESTÁCIO

		(Reais Mil)						
Código da Conta	Descrição da Conta	31/12/2007	30/6/2008	31/12/2008	30/6/2009	31/12/2009	30/6/2010	31/12/2010
1	ATIVO TOTAL	573.070	654.939	634.485	677.628	688.328	709.687	804.536
1.01	Ativo Circulante	349.142	399.558	332.920	373.697	350.483	363.503	390.428
1.01.01	Disponibilidades e Aplicações Financeiras	229.218	256.229	202.207	223.777	201.033	172.328	165.414
1.01.01.01	Disponibilidades e Valores Equivalentes	22.853	51.739	38.130	47.588	51.303	30.717	44.727
1.01.01.02	Investimentos de Curto Prazo	206.365	204.490	164.077	176.189	149.730	141.611	120.687
1.01.02	Recebíveis	119.924	143.329	130.713	149.920	149.450	191.175	225.014
1.01.03	Estoques	0	0	0	0	0	0	0
1.02	Ativo Não Circulante	223.928	255.381	301.565	303.931	337.845	346.184	414.108
1.02.01	Ativo Realizável a Longo Prazo	1.229	3.649	3.731	6.476	27.942	38.091	58.737
1.02.01.01	Créditos Diversos	0	0	0	0	0	0	0
1.02.01.02	Créditos com Pessoas Ligadas	0	0	0	2.472	2.676	2.885	3.153
1.02.01.03	Outros	1.229	3.649	3.731	4.004	25.266	35.206	55.584
1.02.02	Ativo Permanente	222.699	251.732	297.834	297.455	309.903	308.093	355.371
1.02.02.01	Investimentos	233	233	233	228	228	228	7.728
1.02.02.02	Imobilizado	160.393	165.361	190.738	185.385	192.020	187.389	210.958
1.02.02.03	Intangível	62.073	86.138	106.863	111.842	117.655	120.476	136.685
1.02.02.04	Diferido	0	0	0	0	0	0	0

• **Balço Patrimonial PADRONIZADO – Passivo – ESTÁCIO**

(Reais Mil)								
Código da Conta	Descrição da Conta	31/12/2007	30/6/2008	31/12/2008	30/6/2009	31/12/2009	30/6/2010	31/12/2010
2	PASSIVO TOTAL	573.070	654.939	634.485	677.628	688.328	709.687	804.536
2.01	Passivo Circulante	142.371	164.880	157.921	167.889	163.142	148.371	139.498
2.01.01	Empréstimos e Financiamentos	175	280	6.735	5.377	4.721	3.305	1.760
2.01.02	Debêntures	0	0	0	0	0	0	0
2.01.03	Fornecedores	17.212	21.662	24.396	21.710	17.624	15.928	17.846
2.01.04	Impostos, Taxas e Contribuições	13.312	14.412	18.290	9.904	15.994	12.243	19.157
2.01.05	Dividendos a Pagar	13.658	0	17.866	0	30.533	0	19.157
2.01.06	Provisões	28.663	59.368	32.360	56.585	17.897	52.020	15.434
2.01.07	Dívidas com Pessoas Ligadas	5.702	0	0	0	0	0	0
2.01.08	Outros	63.649	69.158	58.274	74.313	76.373	64.875	66.144
2.02	Passivo Não Circulante	25.323	48.281	55.489	49.113	71.742	71.462	79.140
2.02.01	Passivo Exigível a Longo Prazo	25.323	48.281	55.489	49.113	71.742	71.462	79.140
2.02.01.01	Empréstimos e Financiamentos	2	0	4.838	2.770	849	183	7.762
2.02.01.02	Debêntures	0	0	0	0	0	0	0
2.02.01.03	Provisões	13.703	17.316	20.166	19.446	45.539	47.478	49.178
2.02.01.03.01	Provisões para Contingências	13.703	17.316	20.166	19.446	33.274	34.883	36.444
2.02.01.03.02	Outras Provisões	0	0	0	0	12.265	12.595	12.734
2.02.01.04	Dívidas com Pessoas Ligadas	0	0	0	0	0	0	0
2.02.01.05	Outros	11.618	30.965	30.485	26.897	25.354	23.801	22.200
2.03	Resultados de Exercícios Futuros	0	0	0	0	0	0	0
2.04	Participações Minoritárias	0	0	0	0	0	0	0
2.05	Patrimônio Líquido	405.376	441.778	421.075	460.626	453.444	489.854	585.898
2.05.01	Capital Social Realizado	295.237	295.237	295.237	295.237	295.237	297.806	360.137
2.05.02	Reservas de Capital	96.482	96.482	96.482	98.569	100.398	103.017	106.851
2.05.03	Reservas de Reavaliação	0	0	0	0	0	0	0
2.05.04	Outras Reservas de Lucro	13.657	13.657	28.959	28.959	58.109	56.098	119.315
2.05.05	Ajustes de Avaliação Patrimonial	0	0	397	(188)	(300)	(267)	(405)
2.05.06	Lucros/Prejuízos Acumulados	0	36.402	0	38.049	0	33.200	0
2.05.07	Adiantamento para Futuro Aumento Capital	0	0	0	0	0	0	0

• Demonstração do Resultado do Exercício (DRE) PADRONIZADA – ESTACIO

		(Reais Mil)						
Código da Conta	Descrição da Conta	01/07/2007 a 31/12/2007	01/01/2008 a 30/06/2008	01/07/2008 a 31/12/2008	01/01/2009 a 30/06/2009	01/07/2009 a 31/12/2009	01/01/2010 a 30/06/2010	01/07/2010 a 31/12/2010
3.01	Receita Bruta	633.339	699.235	733.031	741.187	718.520	734.625	719.709
3.01.01	Receitas de Mensalidades	624.748	688.715	720.736	731.646	711.842	726.782	708.967
3.01.02	Outras	8.591	10.520	12.295	9.541	6.678	7.843	10.742
3.02	Deduções da Receita Bruta	(208.755)	(223.649)	(228.651)	(228.139)	(222.758)	(220.429)	(217.749)
3.02.01	Gratuidades - Bolsas de Estudos	(167.076)	(177.804)	(183.263)	(192.442)	(189.479)	(190.729)	(190.535)
3.02.02	Devoluções de Mensalidades e Taxas	(1.486)	(1.970)	(1.270)	(1.658)	(1.147)	(1.396)	(3.721)
3.02.03	Descontos Concedidos	(21.497)	(22.752)	(22.707)	(12.310)	(10.749)	(6.679)	(3.379)
3.02.04	Impostos	(18.696)	(21.123)	(21.411)	(21.729)	(21.383)	(21.625)	(20.114)
3.03	(=) Receita Líquida	424.584	475.586	504.380	513.048	495.762	514.196	501.960
3.04	Custo de Produtos e/ou Serviços	(268.016)	(301.444)	(329.347)	(334.161)	(362.241)	(354.497)	(342.460)
3.05	(=) Resultado Bruto	156.568	174.142	175.033	178.887	133.521	159.699	159.500
3.06	Despesas/Receitas da Atividade	(133.045)	(147.514)	(177.754)	(152.316)	(114.352)	(136.413)	(133.664)
3.06.01	Com Vendas	(40.786)	(15.786)	(68.016)	(35.316)	(38.537)	(44.306)	(38.795)
3.06.02	Gerais e Administrativas	(92.259)	(131.728)	(109.738)	(117.000)	(75.815)	(92.107)	(94.869)
3.07	(=) Resultado Operacional	23.523	26.628	(2.721)	26.571	19.169	23.286	25.836
3.07.01	Outras Receitas Operacionais	5.739	3.794	4.602	4.433	3.531	5.049	6.360
3.07.02	Outras Despesas Operacionais	(14.420)	(5.243)	(7.075)	(100)	(326)	(1.067)	40
3.07.02.01	Amortização de Ágio	(2.321)	(4.158)	(6.247)	0	0	0	0
3.07.02.02	Result. das Atividades não Continuas	(12.099)	(1.085)	(828)	(100)	(326)	(1.067)	40
3.08	(=) Resultado antes de Juros e Tributos	14.842	25.179	(5.194)	30.904	22.374	27.268	32.236
3.09	Resultado Financeiro	11.672	14.345	11.997	8.270	6.756	6.901	7.421
3.09.01	Receitas Financeiras	18.337	18.348	21.093	16.346	13.641	14.955	15.580
3.09.02	Despesas Financeiras	(6.665)	(4.003)	(9.096)	(8.076)	(6.885)	(8.054)	(8.159)
3.09.03	Resultado da Equivalência Patrimonial	0	0	0	0	0	0	0
3.10	(=) Resultado Operacional	26.514	39.524	6.803	39.174	29.130	34.169	39.657
3.11	Resultado Não Operacional	0	0	0	0	0	0	0
3.11.01	Receitas Não-Operacionais	0	0	0	0	0	0	0
3.11.02	Despesas Não-Operacionais	0	0	0	0	0	0	0
3.12	(=) Resultado Antes IR e Contribuições Sociais	26.514	39.524	6.803	39.174	29.130	34.169	39.657
3.13	Provisão para IR e Contribuição Social	(596)	(3.122)	(5.570)	(1.125)	(4.283)	(969)	(5.165)
3.14	Participações	0	0	0	0	0	0	0
3.15	Contribuições	0	0	0	0	0	0	0
3.16	IR Diferido	0	0	0	0	470	0	12.968
3.17	Reversão dos Juros sobre Capital Próprio	0	0	0	0	0	0	0
3.18	(=) Resultado do Período	25.918	36.402	1.233	38.049	25.317	33.200	47.460

APÊNDICE O – Demonstrativos Financeiros da ESTÁCIO – AJUSTADOS

• Balanço Patrimonial AJUSTADO – Ativo – ESTÁCIO

(Reais Mil)									
Código da Conta	Descrição da Conta	30/6/2007	31/12/2007	30/6/2008	31/12/2008	30/6/2009	31/12/2009	30/6/2010	31/12/2010
1	ATIVO TOTAL	310.321	573.070	654.939	634.485	677.628	687.858	709.687	791.568
1.01	Ativo Circulante	153.420	349.142	399.558	332.920	373.697	350.483	363.503	390.428
1.01.01	Disponibilidades e Aplicações Financeiras	43.183	229.218	256.229	202.207	223.777	201.033	172.328	165.414
1.01.01.01	Disponibilidades e Valores Equivalentes	43.183	22.853	51.739	38.130	47.588	51.303	30.717	44.727
1.01.01.02	Investimentos de Curto Prazo	0	206.365	204.490	164.077	176.189	149.730	141.611	120.687
1.01.02	Recebíveis	110.237	119.924	143.329	130.713	149.920	149.450	191.175	225.014
1.01.03	Estoques	0	0	0	0	0	0	0	0
1.02	Ativo Não Circulante	156.901	223.928	255.381	301.565	303.931	337.375	346.184	401.140
1.02.01	Ativo Realizável a Longo Prazo	271	1.229	3.649	3.731	6.476	27.472	38.091	45.769
1.02.01.01	Créditos Diversos	0	0	0	0	0	0	0	0
1.02.01.02	Créditos com Pessoas Ligadas	0	0	0	0	2.472	2.676	2.885	3.153
1.02.01.03	Outros	271	1.229	3.649	3.731	4.004	24.796	35.206	42.616
1.02.02	Ativo Permanente	156.630	222.699	251.732	297.834	297.455	309.903	308.093	355.371
1.02.02.01	Investimentos	227	233	233	233	228	228	228	7.728
1.02.02.02	Imobilizado	152.011	160.393	165.361	190.738	185.385	192.020	187.389	210.958
1.02.02.03	Intangível	4.392	62.073	86.138	106.863	111.842	117.655	120.476	136.685
1.02.02.04	Diferido	0	0	0	0	0	0	0	0

• **Balanco Patrimonial AJUSTADO – Passivo – ESTÁCIO**

(Reais Mil)								
Código da Conta	Descrição da Conta	31/12/2007	30/6/2008	31/12/2008	30/6/2009	31/12/2009	30/6/2010	31/12/2010
2	PASSIVO TOTAL	573.070	654.939	634.485	677.628	687.858	709.687	791.568
2.01	Passivo Circulante	142.371	164.880	157.921	167.889	163.142	148.371	139.498
2.01.01	Empréstimos e Financiamentos	175	280	6.735	5.377	4.721	3.305	1.760
2.01.02	Debêntures	0	0	0	0	0	0	0
2.01.03	Fornecedores	17.212	21.662	24.396	21.710	17.624	15.928	17.846
2.01.04	Impostos, Taxas e Contribuições	13.312	14.412	18.290	9.904	15.994	12.243	19.157
2.01.05	Dividendos a Pagar	13.658	0	17.866	0	30.533	0	19.157
2.01.06	Provisões	28.663	59.368	32.360	56.585	17.897	52.020	15.434
2.01.07	Dívidas com Pessoas Ligadas	5.702	0	0	0	0	0	0
2.01.08	Outros	63.649	69.158	58.274	74.313	76.373	64.875	66.144
2.02	Passivo Não Circulante	25.323	48.281	55.489	49.113	71.742	71.462	79.140
2.02.01	Passivo Exigível a Longo Prazo	25.323	48.281	55.489	49.113	71.742	71.462	79.140
2.02.01.01	Empréstimos e Financiamentos	2	0	4.838	2.770	849	183	7.762
2.02.01.02	Debêntures	0	0	0	0	0	0	0
2.02.01.03	Provisões	13.703	17.316	20.166	19.446	45.539	47.478	49.178
2.02.01.03.01	Provisões para Contingências	13.703	17.316	20.166	19.446	33.274	34.883	36.444
2.02.01.03.02	Outras Provisões	0	0	0	0	12.265	12.595	12.734
2.02.01.04	Dívidas com Pessoas Ligadas	0	0	0	0	0	0	0
2.02.01.05	Outros	11.618	30.965	30.485	26.897	25.354	23.801	22.200
2.03	Resultados de Exercícios Futuros	0	0	0	0	0	0	0
2.04	Participações Minoritárias	0	0	0	0	0	0	0
2.05	Patrimônio Líquido	405.376	441.778	421.075	460.626	452.974	489.854	572.930
2.05.01	Capital Social Realizado	295.237	295.237	295.237	295.237	295.237	297.806	360.137
2.05.02	Reservas de Capital	96.482	96.482	96.482	98.569	100.398	103.017	106.851
2.05.03	Reservas de Reavaliação	0	0	0	0	0	0	0
2.05.04	Outras Reservas de Lucro	13.657	13.657	28.959	28.959	58.109	56.098	119.315
2.05.05	Ajustes de Avaliação Patrimonial	0	0	397	(188)	(300)	(267)	(405)
2.05.06	Lucros/Prejuízos Acumulados	0	36.402	0	38.049	(470)	33.200	(12.968)
2.05.07	Adiantamento para Futuro Aumento Capital	0	0	0	0	0	0	0

• Demonstração do Resultado do Exercício (DRE) AJUSTADA – ESTACIO

		(Reais Mil)						
Código da Conta	Descrição da Conta	01/07/2007 a 31/12/2007	01/01/2008 a 30/06/2008	01/07/2008 a 31/12/2008	01/01/2009 a 30/06/2009	01/07/2009 a 31/12/2009	01/01/2010 a 30/06/2010	01/07/2010 a 31/12/2010
3.01	Receita Bruta	633.339	699.235	733.031	741.187	718.520	734.625	719.709
3.02	<i>Deduções da Receita Bruta</i>	(208.755)	(223.649)	(228.651)	(228.139)	(222.758)	(220.429)	(217.749)
3.03	(=) Receita Líquida	424.584	475.586	504.380	513.048	495.762	514.196	501.960
3.04	<i>Custo de Produtos e/ou Serviços</i>	(268.016)	(301.444)	(329.347)	(334.161)	(362.241)	(354.497)	(342.460)
3.05	(=) Resultado Bruto	156.568	174.142	175.033	178.887	133.521	159.699	159.500
3.06	<i>Despesas/Receitas da Atividade</i>	(133.045)	(147.514)	(177.754)	(152.316)	(114.352)	(136.413)	(133.664)
3.06.01	<i>Com Vendas</i>	(40.786)	(15.786)	(68.016)	(35.316)	(38.537)	(44.306)	(38.795)
3.06.02	<i>Gerais e Administrativas</i>	(92.259)	(131.728)	(109.738)	(117.000)	(75.815)	(92.107)	(94.869)
3.07	(=) Resultado Operacional	23.523	26.628	(2.721)	26.571	19.169	23.286	25.836
3.07.01	<i>Outras Receitas Operacionais</i>	5.739	3.794	4.602	5.402	4.187	5.049	6.400
3.07.02	<i>Outras Despesas Operacionais</i>	(19.094)	(11.597)	(11.353)	(100)	(326)	(5.154)	(8.407)
3.08	(=) Resultado antes de Juros e Tributos	10.168	18.825	(9.472)	31.873	23.030	23.181	23.829
3.09	<i>Resultado Financeiro</i>	11.672	14.345	11.997	8.270	6.756	6.901	7.421
3.09.01	<i>Receitas Financeiras</i>	18.337	18.348	21.093	16.346	13.641	14.955	15.580
3.09.02	<i>Despesas Financeiras</i>	(6.665)	(4.003)	(9.096)	(8.076)	(6.885)	(8.054)	(8.159)
3.09.03	<i>Resultado da Equivalência Patrimonial</i>	0	0	0	0	0	0	0
3.10	(=) Resultado Operacional	21.840	33.170	2.525	40.143	29.786	30.082	31.250
3.11	<i>Resultado Não Operacional</i>	0	0	0	0	0	0	0
3.11.01	<i>Receitas Não-Operacionais</i>	0	0	0	0	0	0	0
3.11.02	<i>Despesas Não-Operacionais</i>	0	0	0	0	0	0	0
3.12	(=) Resultado Antes IR e Contribuições Sociais	21.840	33.170	2.525	40.143	29.786	30.082	31.250
3.13	<i>Provisão para IR e Contribuição Social</i>	(596)	(3.122)	(5.570)	(1.125)	(4.283)	(969)	(5.165)
3.14	<i>Participações</i>	0	0	0	0	0	0	0
3.15	<i>Contribuições</i>	0	0	0	0	0	0	0
3.16	<i>IR Diferido</i>	0	0	0	0	0	0	0
3.17	<i>Reversão dos Juros sobre Capital Próprio</i>	0	0	0	0	0	0	0
3.18	(=) Resultado do Período	21.244	30.048	(3.045)	39.018	25.503	29.113	26.085

- **Reserva para Manutenção do Capital de Giro – ESTÁCIO**

<i>Cálculo p/ RMCG</i>	31/12/2007	30/6/2008	31/12/2008	30/6/2009	31/12/2009	30/6/2010	31/12/2010
Variação do IGP-M	6,20%	6,82%	2,80%	-1,24%	-0,48%	5,69%	5,33%
CGP	181.448	186.397	119.510	156.695	115.599	143.670	171.790
CGP (médio)	75.412	93.199	152.954	78.348	136.147	71.835	157.730
RMCG	4.674	6.354	4.278	-969	-656	4.087	8.407
	<i>Despesa</i>	<i>Despesa</i>	<i>Despesa</i>	<i>Receita</i>	<i>Receita</i>	<i>Despesa</i>	<i>Despesa</i>

APÊNDICE P – Demonstrativos Financeiros da ESTÁCIO – INFLACIONADOS

• Balanço Patrimonial INFLACIONADO – Ativo – ESTÁCIO

Código da Conta	Descrição da Conta	31/12/2007	30/6/2008	31/12/2008	30/6/2009	31/12/2009	30/6/2010	31/12/2010
1	ATIVO TOTAL	688.513	736.650	694.227	750.716	765.737	747.511	791.568
1.01	Ativo Circulante	419.475	449.408	364.267	414.003	390.165	382.877	390.428
1.01.01	Disponibilidades e Aplicações Financeiras	275.393	288.197	221.247	247.913	223.794	181.513	165.414
1.01.01.01	Disponibilidades e Valores Equivalentes	27.457	58.194	41.720	52.721	57.112	32.354	44.727
1.01.01.02	Investimentos de Curto Prazo	247.936	230.003	179.526	195.192	166.682	149.158	120.687
1.01.02	Recebíveis	144.082	161.211	143.021	166.090	166.371	201.364	225.014
1.01.03	Estoques	0	0	0	0	0	0	0
1.02	Ativo Não Circulante	269.037	287.243	329.960	336.712	375.573	364.635	401.140
1.02.01	Ativo Realizável a Longo Prazo	1.477	4.104	4.082	7.174	30.582	40.121	45.769
1.02.01.01	Créditos Diversos	0	0	0	0	0	0	0
1.02.01.02	Créditos com Pessoas Ligadas	0	0	0	2.739	2.979	3.039	3.153
1.02.01.03	Outros	1.477	4.104	4.082	4.436	27.603	37.082	42.616
1.02.02	Ativo Permanente	267.561	283.139	325.878	329.538	344.990	324.513	355.371
1.02.02.01	Investimentos	280	262	255	253	254	240	7.728
1.02.02.02	Imobilizado	192.703	185.992	208.698	205.380	213.761	197.376	210.958
1.02.02.03	Intangível	74.577	96.885	116.925	123.905	130.976	126.897	136.685
1.02.02.04	Diferido	0	0	0	0	0	0	0

• **Balço Patrimonial INFLACIONADO – Passivo – ESTÁCIO**

Código da Conta	Descrição da Conta	31/12/2007	30/6/2008	31/12/2008	30/6/2009	31/12/2009	30/6/2010	31/12/2010
2	PASSIVO TOTAL	688.513	736.650	694.227	750.716	765.737	747.511	791.568
2.01	Passivo Circulante	171.051	185.451	172.791	185.997	181.613	156.279	139.498
2.01.01	Empréstimos e Financiamentos	210	315	7.369	5.957	5.256	3.481	1.760
2.01.02	Debêntures	0	0	0	0	0	0	0
2.01.03	Fornecedores	20.679	24.365	26.693	24.052	19.619	16.777	17.846
2.01.04	Impostos, Taxas e Contribuições	15.994	16.210	20.012	10.972	17.805	12.896	19.157
2.01.05	Dividendos a Pagar	16.409	0	19.548	0	33.990	0	19.157
2.01.06	Provisões	34.437	66.775	35.407	62.688	19.923	54.793	15.434
2.01.07	Dívidas com Pessoas Ligadas	6.851	0	0	0	0	0	0
2.01.08	Outros	76.471	77.786	63.761	82.328	85.020	68.333	66.144
2.02	Passivo Não Circulante	30.424	54.305	60.714	54.410	79.865	75.271	79.140
2.02.01	Passivo Exigível a Longo Prazo	30.424	54.305	60.714	54.410	79.865	75.271	79.140
2.02.01.01	Empréstimos e Financiamentos	2	0	5.294	3.069	945	193	7.762
2.02.01.02	Debêntures	0	0	0	0	0	0	0
2.02.01.03	Provisões	16.463	19.476	22.065	21.543	50.695	50.008	49.178
2.02.01.03.01	Provisões para Contingências	16.463	19.476	22.065	21.543	37.041	36.742	36.444
2.02.01.03.02	Outras Provisões	0	0	0	0	13.654	13.266	12.734
2.02.01.04	Dívidas com Pessoas Ligadas	0	0	0	0	0	0	0
2.02.01.05	Outros	13.958	34.828	33.355	29.798	28.225	25.070	22.200
2.03	Resultados de Exercícios Futuros	0	0	0	0	0	0	0
2.04	Participações Minoritárias	0	0	0	0	0	0	0
2.05	Patrimônio Líquido	487.037	496.895	460.723	510.308	504.260	515.962	572.930
2.05.01	Capital Social Realizado	354.711	332.071	323.036	327.081	328.664	313.678	360.137
2.05.02	Reservas de Capital	115.918	108.519	105.567	109.200	111.765	108.508	106.851
2.05.03	Reservas de Reavaliação	0	0	0	0	0	0	0
2.05.04	Outras Reservas de Lucro	16.408	15.361	31.686	32.082	64.688	59.088	119.315
2.05.05	Ajustes de Avaliação Patrimonial	0	0	434	(208)	(334)	(281)	(405)
2.05.06	Lucros/Prejuízos Acumulados	0	40.944	0	42.153	(523)	34.969	(12.968)
2.05.07	Adiantamento para Futuro Aumento Capital	0	0	0	0	0	0	0

• Demonstração do Resultado do Exercício (DRE) INFLACIONADA – ESTACIO

Código da Conta	Descrição da Conta	01/07/2007 a 31/12/2007	01/01/2008 a 30/06/2008	01/07/2008 a 31/12/2008	01/01/2009 a 30/06/2009	01/07/2009 a 31/12/2009	01/01/2010 a 30/06/2010	01/07/2010 a 31/12/2010
3.01	Receita Bruta	787.844	820.581	811.933	818.505	798.988	795.722	742.608
3.02	<i>Deduções da Receita Bruta</i>	(259.681)	(262.461)	(253.263)	(251.938)	(247.705)	(238.762)	(224.677)
3.03	(=) Receita Líquida	528.162	558.120	558.671	566.567	551.283	556.960	517.931
3.04	<i>Custo de Produtos e/ou Serviços</i>	(333.399)	(353.757)	(364.797)	(369.019)	(402.809)	(383.980)	(353.356)
3.05	(=) Resultado Bruto	194.763	204.363	193.873	197.548	148.474	172.981	164.575
3.06	Despesas/Receitas da Atividade	(165.502)	(173.114)	(196.887)	(168.205)	(127.158)	(147.758)	(137.917)
3.06.01	<i>Com Vendas</i>	(50.736)	(18.526)	(75.337)	(39.000)	(42.853)	(47.991)	(40.029)
3.06.02	<i>Gerais e Administrativas</i>	(114.766)	(154.588)	(121.550)	(129.205)	(84.306)	(99.767)	(97.887)
3.07	(=) Resultado Operacional	29.262	31.249	(3.014)	29.343	21.316	25.223	26.658
3.07.01	<i>Outras Receitas Operacionais</i>	7.139	4.452	5.097	5.966	4.656	5.469	6.604
3.07.02	<i>Outras Despesas Operacionais</i>	(23.752)	(13.610)	(12.575)	(110)	(363)	(5.583)	(8.674)
3.08	(=) Resultado antes de Juros e Tributos	12.649	22.092	(10.492)	35.198	25.609	25.109	24.587
3.09	Resultado Financeiro	14.519	16.834	13.288	9.133	7.513	7.475	7.657
3.09.01	<i>Receitas Financeiras</i>	22.810	21.532	23.363	18.051	15.169	16.199	16.076
3.09.02	<i>Despesas Financeiras</i>	(8.291)	(4.698)	(10.075)	(8.918)	(7.656)	(8.724)	(8.419)
3.09.03	<i>Resultado da Equivalência Patrimonial</i>	0	0	0	0	0	0	0
3.10	(=) Resultado Operacional	27.168	38.926	2.797	44.331	33.122	32.584	32.244
3.11	Resultado Não Operacional	0	0	0	0	0	0	0
3.11.01	<i>Receitas Não-Operacionais</i>	0	0	0	0	0	0	0
3.11.02	<i>Despesas Não-Operacionais</i>	0	0	0	0	0	0	0
3.12	(=) Resultado Antes IR e Contribuições Sociais	27.168	38.926	2.797	44.331	33.122	32.584	32.244
3.13	<i>Provisão para IR e Contribuição Social</i>	(741)	(3.664)	(6.170)	(1.242)	(4.763)	(1.050)	(5.329)
3.14	<i>Participações</i>	0	0	0	0	0	0	0
3.15	<i>Contribuições</i>	0	0	0	0	0	0	0
3.16	<i>IR Diferido</i>	0	0	0	0	0	0	0
3.17	<i>Reversão dos Juros sobre Capital Próprio</i>	0	0	0	0	0	0	0
3.18	(=) Resultado do Período	26.427	35.263	(3.373)	43.088	28.359	31.534	26.915

APÊNDICE Q – Outras Informações da ESTÁCIO

- **Taxas de Retorno consideradas no Ativo da ESTÁCIO**

Código da Conta	Descrição da Conta	31/12/2007	30/6/2008	31/12/2008	30/6/2009	31/12/2009	30/6/2010	31/12/2010
1	ATIVO TOTAL							
1.01	Ativo Circulante							
1.01.01	Disponibilidades e Aplicações Financeiras							
1.01.01.01	Disponibilidades e Valores Equivalentes	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
1.01.01.02	Investimentos de Curto Prazo	-0,62%	-0,92%	3,80%	7,08%	5,12%	-1,05%	0,09%
1.01.02	Recebíveis	6,55%	6,70%	13,33%	17,37%	14,68%	7,49%	7,93%
1.01.03	Estoques	-	-	-	-	-	-	-
1.02	Ativo Não Circulante							
1.02.01	Ativo Realizável a Longo Prazo							
1.02.01.01	Créditos Diversos	-	-	-	-	-	-	-
1.02.01.02	Créditos com Pessoas Ligadas	-	-	-	17,37%	14,68%	7,49%	7,93%
1.02.01.03	Outros	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
1.02.01.03.01	Outros	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
1.02.01.03.02	Tributos Diferidos	-	-	-	-	0,00%	-	0,00%
1.02.01.03.03	Despesas Antecipadas	-	-	-	-	0,00%	-	0,00%
1.02.02	Ativo Permanente							
1.02.02.01	Investimentos	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
1.02.02.02	Imobilizado	-1,82%	-2,39%	1,43%	5,58%	4,77%	-1,34%	-1,01%
1.02.02.03	Intangível	-1,17%	-0,29%	-3,33%	8,61%	4,84%	-0,99%	-2,19%
1.02.02.04	Diferido	-	-	-	-	-	-	-

- **Taxas de Custo consideradas no Passivo da ESTÁCIO**

Código da Conta	Descrição da Conta	31/12/2007	30/6/2008	31/12/2008	30/6/2009	31/12/2009	30/6/2010	31/12/2010
2	PASSIVO TOTAL							
2.01	Passivo Circulante							
2.01.01	Empréstimos e Financiamentos	-0,07%	3,26%	3,34%	4,41%	5,50%	4,77%	0,10%
2.01.02	Debêntures	-	-	-	-	-	-	-
2.01.03	Fornecedores	6,55%	6,70%	13,33%	17,37%	14,68%	7,49%	7,93%
2.01.04	Impostos, Taxas e Contribuições	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
2.01.05	Dividendos a Pagar	0,00%	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%
2.01.06	Provisões	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
2.01.07	Dívidas com Pessoas Ligadas	6,55%	-	-	-	-	-	-
2.01.08	Outros	3,19%	3,07%	6,67%	7,57%	5,82%	2,67%	2,26%
2.01.08.01	Salários e Encargos Sociais	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
2.01.08.02	Mensalidades Recebidas Antecipadamente	6,55%	6,70%	13,33%	17,37%	14,68%	7,49%	7,93%
2.01.08.03	Outras Obrigações	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
2.02	Passivo Não Circulante							
2.02.01	Passivo Exigível a Longo Prazo							
2.02.01.01	Empréstimos e Financiamentos	0,00%	-	2,40%	2,27%	0,99%	0,26%	0,46%
2.02.01.02	Debêntures	-	-	-	-	-	-	-
2.02.01.03	Provisões	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
2.02.01.04	Dívidas com Pessoas Ligadas	-	-	-	-	-	-	-
2.02.01.05	Outros	-0,01%	-0,13%	0,50%	0,46%	0,34%	-0,09%	0,00%
2.02.01.05.01	Parcelamento de Tributos	-0,67%	-1,30%	3,79%	6,69%	4,83%	-1,32%	-0,06%
2.02.01.05.02	Adiantamento de Convênio	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
2.02.01.05.03	Outras Obrigações	-	-	-	-	0,00%	0,00%	-
2.03	Resultados de Exercícios Futuros	-	-	-	-	-	-	-
2.04	Participações Minoritárias	-	-	-	-	-	-	-
2.05	Patrimônio Líquido	4,11%	2,23%	6,71%	10,70%	9,52%	2,75%	2,89%

Retorno das Aplicações Financeiras da ESTÁCIO

Período	Detalhamento	Taxa Semestral Nominal	Taxa Semestral Real
2º Semestre / 2007	Os investimentos de curto prazo são realizadas no Fundo de Investimento de Renda Fixa de Crédito Privado (Fundo Exclusivo) denominado ESTARPART, administrado pelo UBS Pactual Serviços Financeiros S.A., remunerados a taxas que variam entre 100,70% e 101,40% do Certificado de Depósito Interbancário (CDI). (*) Média (100,7% e 101,40%) = 101,05% (**) CDI (jul. a dez/2007) = 5,48%	5,54%	-0,62%
1º Semestre / 2008	Os fundos de investimentos exclusivos oferecem liquidez diária e são compostos principalmente de títulos do governo brasileiro e certificados de depósitos bancários, remunerados a taxas que variam entre 102,00% e 114,00% do Certificado de Depósito Interbancário (CDI). (*) Média (102% e 114%) = 108,00% (**) CDI (jan. a jun./2008) = 5,40%	5,83%	-0,92%
2º Semestre / 2008	Os fundos de investimentos exclusivos oferecem liquidez diária e são compostos principalmente de títulos do governo brasileiro e certificados de depósitos bancários, remunerados a taxas que variam entre 100,70% e 101,40% do Certificado de Depósito Interbancário (CDI). (*) Média (100,7% e 101,4%) = 101,05% (**) CDI (jul. a dez/2008) = 6,63%	6,70%	3,80%
1º Semestre / 2009	Os fundos de investimentos exclusivos oferecem liquidez diária e são compostos principalmente de títulos do governo brasileiro e certificados de depósitos bancários, remunerados a taxas que variam entre 102,00% e 114,00% do Certificado de Depósito Interbancário (CDI). (*) Média (102% e 114%) = 108,00% (**) CDI (jan. a jun./2009) = 5,33%	5,76%	7,08%
2º Semestre / 2009	O fundo de investimento exclusivo e outras aplicações financeiras oferecem liquidez diária e são compostos de certificados de depósitos bancários (22%), debêntures de instituições financeiras (55%) e depósitos a prazo com garantia especial (23%). As taxas de remuneração variam entre 100% e 114% do Certificado de Depósito Interbancário (CDI). (*) Média (100% e 114%) = 107,00% (**) CDI (jul. a dez./2009) = 4,31%	4,61%	5,12%
1º Semestre / 2010	O fundo de investimento exclusivo e outras aplicações financeiras oferecem liquidez diária e são compostos de certificados de depósitos bancários (22%), debêntures de instituições financeiras (65%) e depósitos a prazo com garantia especial (13%). As taxas de remuneração variam entre 100% e 114% do Certificado de Depósito Interbancário (CDI). (*) Média (100% e 114%) = 107,00% (**) CDI (jan. a jun./2010) = 4,28%	4,58%	-1,05%
2º Semestre / 2010	Os fundos de investimentos exclusivos oferecem liquidez diária e são compostos principalmente de títulos do governo brasileiro e certificados de depósitos bancários, remunerados a taxas que variam entre 101,00% e 105,50% do Certificado de Depósito Interbancário (CDI). (*) Média (101% e 105,5%) = 103,25% (**) CDI (jul. a dez./2010) = 5,25%	5,42%	0,09%

• **Custo dos Empréstimos e Financiamentos da ESTÁCIO**

Modalidade	Encargos	Encargos Semestrais	2007/2		2008/1		2008/2		2009/1		2009/2		2010/1		2010/2	
			Taxa Semestral	% Total	Taxa Semestral	% Total	Taxa Semestral	% Total	Taxa Semestral	% Total	Taxa Semestral	% Total	Taxa Semestral	% Total	Taxa Semestral	% Total
FINAME	TJLP + 6,00% a.a.	TJLP + 2,96% a.a.	6,13%	100,0%	5,90%	10,9%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Capital de Giro	1,70% a.m.	10,84% a.s.	-	-	10,84%	89,1%	10,84%	2,48%	10,84%	2,76%	10,84%	3,73%	10,84%	4,42%	10,84%	1,13%
Contratos de Arrendamento Mercantil	IGPM + 12,3% a.a.	IGPM + 5,97% a.s.	-	-	-	-	8,77%	76,58%	4,73%	83,67%	5,49%	85,67%	11,66%	78,18%	11,30%	7,16%
Contratos de Arrendamento Mercantil	11,8% a 22,1% a.a.	8,14% a.s.	-	-	-	-	8,14%	20,94%	8,14%	13,56%	8,14%	10,59%	8,14%	17,40%	8,14%	1,30%
FINAME	5,40% a.a.	2,66% a.s.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	5,40%	90,40%
Parcela a amortizar a curto prazo			98,9%		100,0%		58,2%		66,0%		84,8%		94,8%		18,5%	
Exigível a longo prazo			1,1%		0,0%		41,8%		34,0%		15,2%		5,2%		81,5%	
CUSTO DOS EMPRÉSTIMOS E FINANCIAMENTOS (Taxa Nominal)			6,13%		10,30%		8,69%		5,36%		5,97%		11,01%		5,92%	
CUSTO DOS EMPRÉSTIMOS E FINANCIAMENTOS (Taxa Real)			-0,07%		3,26%		5,73%		6,68%		6,48%		5,04%		0,56%	

• **Retorno dos Intangíveis da ESTÁCIO**

Intangível (composição)	2007/2		2008/1		2008/2		2009/1		2009/2		2010/1		2010/2	
	Taxa Semestral	% Total	Taxa Semestral	% Total	Taxa Semestral	% Total	Taxa Semestral	% Total	Taxa Semestral	% Total	Taxa Semestral	% Total	Taxa Semestral	% Total
Ágios nas aquisições de participações	5,43%	91,3%	7,10%	91,7%	-0,73%	85,3%	8,44%	86,0%	5,62%	77,1%	6,11%	75,9%	4,70%	64,3%
Direito de uso de software	0,00%	8,7%	0,00%	8,3%	0,00%	6,2%	0,00%	5,7%	0,00%	5,1%	0,00%	5,0%	0,00%	9,2%
EAD e Integração	-	-	-	-	0,00%	8,5%	0,00%	8,3%	0,00%	8,2%	0,00%	7,2%	0,00%	7,2%
CSC	-	-	-	-	-	-	-	-	0,00%	7,9%	0,00%	1,3%	0,00%	0,9%
Central de Ensino	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,00%	9,1%	0,00%	11,8%
Central de Relacionamento	-	-	-	-	-	-	-	-	0,00%	1,6%	0,00%	1,6%	0,00%	1,7%
Outros ativos intangíveis	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,00%	4,8%
Total		100,0%		100,0%		100,0%		100,0%		100,0%		100,0%		100,0%
ROE	5,43%		7,10%		-0,73%		8,44%		5,62%		6,11%		4,70%	
RETORNO INTANGÍVEL (nominal)	4,95%		6,50%		-0,62%		7,26%		4,34%		4,64%		3,02%	
RETORNO INTANGÍVEL (real)	-1,17%		-0,29%		-3,33%		8,61%		4,84%		-0,99%		-2,19%	

- **CAPM ou CMPPL da ESTÁCIO**

	01/07/2007 a 31/12/2007	01/01/2008 a 30/06/2008	01/07/2008 a 31/12/2008	01/01/2009 a 30/06/2009	01/07/2009 a 31/12/2009	01/01/2010 a 30/06/2010	01/07/2010 a 31/12/2010
Beta Setorial Desalavancado	1,26	0,82	0,82	0,71	0,71	0,75	0,75
t	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%
D (passivo oneroso)	16.622	315	32.211	9.026	40.191	3.674	28.679
E (patrimônio líquido)	487.037	496.895	460.723	510.308	504.260	515.962	572.930
Beta Setorial Alavancado (*)	1,29	0,82	0,86	0,72	0,75	0,75	0,77
Ativo livre de Risco (T-Bond 30 anos)	4,78%	4,49%	4,07%	3,82%	4,33%	4,49%	4,01%
Beta Setorial Alavancado	1,29	0,82	0,86	0,72	0,75	0,75	0,77
Prêmio pelo Risco de Mercado	6,03%	6,03%	6,03%	6,03%	6,03%	6,03%	6,03%
Risco Brasil	1,91%	2,36%	3,64%	3,77%	2,35%	2,08%	1,95%
CAPM ou CMPPL (**) (taxa nominal em dólares)	14,46%	11,80%	12,88%	11,92%	11,19%	11,11%	10,63%
Projeção Diferença de Inflação (1+IGP-M)/(1+CPI)	7,77%	7,45%	7,45%	7,61%	7,61%	6,81%	6,81%
CAPM ou CMPPL (taxa nominal em R\$)	22,23%	19,24%	20,33%	19,53%	18,80%	17,93%	17,45%
CAPM ou CMPPL (Taxa nominal semestral em R\$)	10,56%	9,20%	9,70%	9,33%	8,99%	8,59%	8,37%
CAPM ou CMPPL (Taxa real semestral em R\$)	4,11%	2,23%	6,71%	10,70%	9,52%	2,75%	2,89%

(*) Beta Alavancado = Beta Desalavancado*[1+(1-t)*(D/E)]

(**) CAPM = $R_f + \beta \times PRM + R_p$

APÊNDICE R – Demonstrativos Financeiros da KROTON – PADRONIZADOS

• Balanço Patrimonial PADRONIZADO – Ativo – KROTON

		<i>(Reais Mil)</i>						
Código da Conta	Descrição da Conta	31/12/2007	30/6/2008	31/12/2008	30/6/2009	31/12/2009	30/6/2010	31/12/2010
1	ATIVO TOTAL	503.402	559.280	535.720	549.554	869.005	1.052.346	1.094.786
1.01	Ativo Circulante	380.816	318.882	215.608	215.766	504.235	219.231	200.922
1.01.01	<i>Disponibilidades e Aplicações Financeiras</i>	325.282	233.882	124.218	77.917	410.384	56.000	26.168
1.01.01.01	Caixa e Equivalentes a Caixa	2.455	8.441	9.114	6.401	17.264	27.387	26.168
1.01.01.02	Títulos e Valores Mobiliários	322.827	225.441	115.104	71.516	393.120	28.613	0
1.01.02	<i>Recebíveis</i>	30.427	54.235	61.689	97.405	63.795	121.130	124.451
1.01.03	<i>Estoques</i>	8.742	7.096	10.720	9.935	12.350	10.478	18.922
1.01.04	<i>Outros</i>	16.365	23.669	18.981	30.509	17.706	31.623	31.381
1.02	Ativo Não Circulante	122.586	240.398	320.112	333.788	364.770	833.115	893.864
1.02.01	Ativo Realizável a Longo Prazo	14.348	10.817	18.477	8.281	23.541	61.666	71.744
1.02.01.01	<i>Créditos Diversos</i>	0	0	0	0	0	20.929	22.844
1.02.01.02	<i>Créditos com Pessoas Ligadas</i>	206	5	5	5	252	115	0
1.02.01.03	<i>Outros</i>	14.142	10.812	18.472	8.276	23.289	40.622	48.900
1.02.02	Ativo Permanente	108.238	229.581	301.635	325.507	341.229	771.449	822.120
1.02.02.01	<i>Investimentos</i>	0	0	0	0	0	1.600	1.600
1.02.02.02	<i>Imobilizado</i>	37.952	95.321	133.736	148.621	167.653	217.769	223.366
1.02.02.03	<i>Intangível</i>	70.126	132.984	165.315	174.302	173.576	552.080	597.154
1.02.02.04	<i>Diferido</i>	160	1.276	2.584	2.584	0	0	0

• **Balço Patrimonial PADRONIZADO – Passivo – KROTON**

		(Reais Mil)						
Código da Conta	Descrição da Conta	31/12/2007	30/6/2008	31/12/2008	30/6/2009	31/12/2009	30/6/2010	31/12/2010
2	PASSIVO TOTAL	503.402	559.280	535.720	549.554	869.005	1.052.346	1.094.786
2.01	Passivo Circulante	41.666	76.250	73.147	70.945	49.368	156.693	133.768
2.01.01	Empréstimos e Financiamentos	1.429	3.187	5.453	5.212	5.165	8.118	34.046
2.01.02	Debêntures	0	0	0	0	0	0	0
2.01.03	Fornecedores	7.721	24.730	15.930	19.298	9.896	18.093	24.653
2.01.04	Impostos, Taxas e Contribuições	5.775	9.442	1.891	8.619	1.779	17.681	11.097
2.01.05	Dividendos a Pagar	0	0	12.949	12.051	0	0	0
2.01.06	Provisões	0	0	0	0	0	0	0
2.01.07	Dívidas com Pessoas Ligadas	0	0	0	0	0	0	0
2.01.08	Outros	26.741	38.891	36.924	25.765	32.528	112.801	63.972
2.02	Passivo Não Circulante	24.263	24.578	28.603	26.008	26.219	112.028	144.842
2.02.01	Passivo Exigível a Longo Prazo	24.263	24.578	28.603	26.008	26.219	112.028	144.842
2.02.01.01	Empréstimos e Financiamentos	15.628	13.780	12.000	10.618	9.704	13.271	57.225
2.02.01.02	Debêntures	0	0	0	0	0	0	0
2.02.01.03	Provisões	20	20	990	755	5.270	30.929	30.441
2.02.01.04	Dívidas com Pessoas Ligadas	0	0	160	160	0	0	0
2.02.01.05	Outros	8.615	10.778	15.453	14.475	11.245	67.828	57.176
2.03	Resultados de Exercícios Futuros	0	0	0	0	0	0	0
2.04	Participações Minoritárias	6	9	-40	-116	23	17	0
2.05	Patrimônio Líquido	437.467	458.443	434.010	452.717	793.395	783.608	816.176
2.05.01	Capital Social Realizado	454.397	450.803	433.329	432.961	799.584	795.421	849.091
2.05.02	Reservas de Capital	0	0	0	0	14.962	16.569	17.859
2.05.03	Reservas de Reavaliação	0	0	0	0	0	0	0
2.05.04	Outras Reservas de Lucro	0	0	681	681	0	0	0
2.05.05	Ajustes de Avaliação Patrimonial	0	0	0	0	0	0	0
2.05.06	Lucros/Prejuízos Acumulados	-16.930	7.640	0	19.075	-21.151	-28.382	-50.774
2.05.07	Adiantamento para Futuro Aumento Capital	0	0	0	0	0	0	0

• Demonstração do Resultado do Exercício (DRE) PADRONIZADA – KROTON

(Reais Mil)

Código da Conta	Descrição da Conta	01/07/2007 a 31/12/2007	01/01/2007 a 31/12/2007	01/01/2008 a 30/06/2008	01/07/2008 a 31/12/2008	01/01/2009 a 30/06/2009	01/07/2009 a 31/12/2009	01/01/2010 a 30/06/2010	01/07/2010 a 31/12/2010
3.01	Receita Bruta	73.368	91.524	153.574	153.330	218.369	176.664	349.227	361.914
3.02	Deduções da Receita Bruta	-3.411	-3.983	-12.372	-14.974	-20.339	-33.515	-52.193	-59.267
3.03	(=) Receita Líquida	69.957	87.541	141.202	138.356	198.030	143.149	297.034	302.647
3.04	Custo de Produtos e/ou Serviços	-47.426	-54.398	-79.488	-100.436	-113.277	-117.573	-200.360	-234.044
3.05	(=) Resultado Bruto	22.531	33.143	61.714	37.920	84.753	25.576	96.674	68.603
3.06	Despesas/Receitas Operacionais	-53.495	-59.306	-37.367	-35.610	-45.191	-84.930	-102.052	-93.307
3.06.01	Com Vendas	-8.993	-11.684	-14.473	-12.582	-21.941	-55.701	-39.190	-32.557
3.06.02	Gerais e Administrativas	-44.502	-47.622	-22.894	-23.028	-23.250	-29.229	-62.862	-60.750
3.07	(=) Resultado Operacional	-30.964	-26.163	24.347	2.310	39.562	-59.354	-5.378	-24.704
3.07.01	Outras Receitas Operacionais	-264	0	1.067	-1.067	1.439	-1.439	3.489	-3.489
3.07.02	Outras Despesas Operacionais	2.298	0	0	0	0	-839	-5.556	4.282
3.08	(=) Resultado antes de Juros e Tributos	-28.930	-26.163	25.414	1.243	41.001	-61.632	-7.445	-23.911
3.09	Resultado Financeiro	10.417	10.136	9.152	4.773	-2.197	21.476	5.040	-870
3.09.01	Receitas Financeiras	17.429	17.813	15.430	12.060	6.429	19.800	14.056	7.121
3.09.02	Despesas Financeiras	-7.012	-7.677	-6.278	-7.287	-8.626	1.676	-9.016	-7.991
3.09.03	Resultado da Equivalência Patrimonial	0	0	0	0	0	0	0	0
3.10	(=) Resultado Operacional	-18.513	-16.027	34.566	6.016	38.804	-40.156	-2.405	-24.781
3.11	Resultado Não Operacional	-7	0	393	-393	0	0	0	0
3.11.01	Receitas Não-Operacionais	-7	0	393	-393	0	0	0	0
3.11.02	Despesas Não-Operacionais	0	0	0	0	0	0	0	0
3.12	(=) Resultado Antes IR e Contribuições Sociais	-18.520	-16.027	34.959	5.623	38.804	-40.156	-2.405	-24.781
3.13	Provisão para IR e Contribuição Social	138	329	-7.859	1.021	-6.319	2.493	-3.733	2.176
3.14	Participações	0	0	0	0	0	0	0	0
3.15	Contribuições	0	0	0	0	0	0	0	0
3.16	IR Diferido	-887	-887	-2.535	-703	-1.435	-1.400	-1.087	207
3.17	Reversão dos Juros sobre Capital Próprio	0	0	0	0	0	0	0	0
3.18	Part. de Acionistas Não Controladores	2	2	4	50	76	-139	-6	6
3.19	(=) Resultado do Período	-19.267	-16.583	24.569	5.991	31.126	-39.202	-7.231	-22.392

APÊNDICE S – Demonstrativos Financeiros da KROTON – AJUSTADOS

• Balanço Patrimonial AJUSTADO – Ativo – KROTON

		(Reais Mil)							
Código da Conta	Descrição da Conta	30/6/2007	31/12/2007	30/6/2008	31/12/2008	30/6/2009	31/12/2009	30/6/2010	31/12/2010
1	ATIVO TOTAL	119.193	503.242	558.004	533.136	546.970	869.005	1.052.346	1.094.579
1.01	Ativo Circulante	51.418	380.816	318.882	215.608	215.766	504.235	219.231	200.922
1.01.01	Disponibilidades e Aplicações Financeiras	8.167	325.282	233.882	124.218	77.917	410.384	56.000	26.168
1.01.01.01	Caixa e Equivalentes a Caixa	3.001	2.455	8.441	9.114	6.401	17.264	27.387	26.168
1.01.01.02	Títulos e Valores Mobiliários	5.166	322.827	225.441	115.104	71.516	393.120	28.613	0
1.01.02	Recebíveis	30.566	30.427	54.235	61.689	97.405	63.795	121.130	124.451
1.01.03	Estoques	7.163	8.742	7.096	10.720	9.935	12.350	10.478	18.922
1.01.04	Outros	5.522	16.365	23.669	18.981	30.509	17.706	31.623	31.381
1.02	Ativo Não Circulante	67.775	122.426	239.122	317.528	331.204	364.770	833.115	893.657
1.02.01	Ativo Realizável a Longo Prazo	14.641	14.348	10.817	18.477	8.281	23.541	61.666	71.537
1.02.01.01	Créditos Diversos	0	0	0	0	0	0	20.929	22.844
1.02.01.02	Créditos com Pessoas Ligadas	0	206	5	5	5	252	115	0
1.02.01.03	Outros	14.641	14.142	10.812	18.472	8.276	23.289	40.622	48.693
1.02.02	Ativo Permanente	53.134	108.078	228.305	299.051	322.923	341.229	771.449	822.120
1.02.02.01	Investimentos	0	0	0	0	0	0	1.600	1.600
1.02.02.02	Imobilizado	22.389	37.952	95.321	133.736	148.621	167.653	217.769	223.366
1.02.02.03	Intangível	30.745	70.126	132.984	165.315	174.302	173.576	552.080	597.154
1.02.02.04	Diferido	0	0	0	0	0	0	0	0

• **Balço Patrimonial AJUSTADO – Passivo – KROTON**

(Reais Mil)

Código da Conta	Descrição da Conta	30/6/2007	31/12/2007	30/6/2008	31/12/2008	30/6/2009	31/12/2009	30/6/2010	31/12/2010
2	PASSIVO TOTAL	119.193	503.242	558.004	533.136	546.970	869.005	1.052.346	1.094.579
2.01	Passivo Circulante	29.638	41.666	76.250	73.147	70.945	49.368	156.693	133.768
2.01.01	Empréstimos e Financiamentos	5.699	1.429	3.187	5.453	5.212	5.165	8.118	34.046
2.01.02	Debêntures	0	0	0	0	0	0	0	0
2.01.03	Fornecedores	6.205	7.721	24.730	15.930	19.298	9.896	18.093	24.653
2.01.04	Impostos, Taxas e Contribuições	3.836	5.775	9.442	1.891	8.619	1.779	17.681	11.097
2.01.05	Dividendos a Pagar	0	0	0	12.949	12.051	0	0	0
2.01.06	Provisões	0	0	0	0	0	0	0	0
2.01.07	Dívidas com Pessoas Ligadas	0	0	0	0	0	0	0	0
2.01.08	Outros	13.898	26.741	38.891	36.924	25.765	32.528	112.801	63.972
2.02	Passivo Não Circulante	28.240	24.263	24.578	28.603	26.008	26.219	112.028	144.842
2.02.01	Passivo Exigível a Longo Prazo	28.240	24.263	24.578	28.603	26.008	26.219	112.028	144.842
2.02.01.01	Empréstimos e Financiamentos	27.925	15.628	13.780	12.000	10.618	9.704	13.271	57.225
2.02.01.02	Debêntures	0	0	0	0	0	0	0	0
2.02.01.03	Provisões	0	20	20	990	755	5.270	30.929	30.441
2.02.01.04	Dívidas com Pessoas Ligadas	103	0	0	160	160	0	0	0
2.02.01.05	Outros	212	8.615	10.778	15.453	14.475	11.245	67.828	57.176
2.03	Resultados de Exercícios Futuros	0	0	0	0	0	0	0	0
2.04	Participações Minoritárias	4	6	9	-40	-116	23	17	0
2.05	Patrimônio Líquido	61.311	437.307	457.167	431.426	450.133	793.395	783.608	815.969
2.05.01	Capital Social Realizado	58.702	454.397	450.803	433.329	432.961	799.584	795.421	849.091
2.05.02	Reservas de Capital	0	0	0	0	0	14.962	16.569	17.859
2.05.03	Reservas de Reavaliação	0	0	0	0	0	0	0	0
2.05.04	Outras Reservas de Lucro	0	0	0	681	681	0	0	0
2.05.05	Ajustes de Avaliação Patrimonial	0	0	0	0	0	0	0	0
2.05.06	Lucros/Prejuízos Acumulados	2.609	-17.090	6.364	-2584	16.491	-21.151	-28.382	-50.981
2.05.07	Adiantamento para Futuro Aumento Capital	0	0	0	0	0	0	0	0

• Demonstração do Resultado do Exercício (DRE) AJUSTADA – KROTON

(Reais Mil)

Código da Conta	Descrição da Conta	01/01/2007 a 30/06/2007	01/07/2007 a 31/12/2007	01/01/2008 a 30/06/2008	01/07/2008 a 31/12/2008	01/01/2009 a 30/06/2009	01/07/2009 a 31/12/2009	01/01/2010 a 30/06/2010	01/07/2010 a 31/12/2010
3.01	Receita Bruta	18.156	73.368	153.574	153.330	218.369	176.664	349.227	361.914
3.02	Deduções da Receita Bruta	-572	-3.411	-12.372	-14.974	-20.339	-33.515	-52.193	-59.267
3.03	(=) Receita Líquida	17.584	69.957	141.202	138.356	198.030	143.149	297.034	302.647
3.04	Custo de Produtos e/ou Serviços	-6.972	-47.426	-79.488	-100.436	-113.277	-117.573	-200.360	-234.044
3.05	(=) Resultado Bruto	10.612	22.531	61.714	37.920	84.753	25.576	96.674	68.603
3.06	Despesas/Receitas Operacionais	-5.811	-53.495	-37.367	-35.610	-45.191	-84.930	-102.052	-93.307
3.06.01	Com Vendas	-2.691	-8.993	-14.473	-12.582	-21.941	-55.701	-39.190	-32.557
3.06.02	Gerais e Administrativas	-3.120	-44.502	-22.894	-23.028	-23.250	-29.229	-62.862	-60.750
3.07	(=) Resultado Operacional	4.801	-30.964	24.347	2.310	39.562	-59.354	-5.378	-24.704
3.07.01	Outras Receitas Operacionais	271	0	1.067	0	2.174	0	4.897	4.183
3.07.02	Outras Despesas Operacionais	-2.298	-7.517	-7.433	-5.316	0	-959	-5.556	0
3.08	(=) Resultado antes de Juros e Tributos	2.774	-38.481	17.981	-3.006	41.736	-60.313	-6.037	-20.521
3.09	Resultado Financeiro	-281	10.417	9.545	4.773	-2.197	21.476	5.040	-870
3.09.01	Receitas Financeiras	384	17.429	15.823	12.060	6.429	19.800	14.056	7.121
3.09.02	Despesas Financeiras	-665	-7.012	-6.278	-7.287	-8.626	1.676	-9.016	-7.991
3.09.03	Resultado da Equivalência Patrimonial	0	0	0	0	0	0	0	0
3.10	(=) Resultado Operacional	2.493	-28.064	27.526	1.767	39.539	-38.837	-997	-21.391
3.11	Resultado Não Operacional	0	0	0	0	0	0	0	0
3.11.01	Receitas Não-Operacionais	0	0	0	0	0	0	0	0
3.11.02	Despesas Não-Operacionais	0	0	0	0	0	0	0	0
3.12	(=) Resultado Antes IR e Contribuições Sociais	2.493	-28.064	27.526	1.767	39.539	-38.837	-997	-21.391
3.13	Provisão para IR e Contribuição Social	191	138	-7.859	1.021	-6.319	2.493	-3.733	2.176
3.14	Participações	0	0	0	0	0	0	0	0
3.15	Contribuições	0	0	0	0	0	0	0	0
3.16	IR Diferido	0	-887	-2535	-703	-1435	-1.400	-1.087	0
3.17	Reversão dos Juros sobre Capital Próprio	0	0	0	0	0	0	0	0
3.18	Part. de Acionistas Não Controladores	0	2	4	50	76	-139	-6	6
3.19	(=) Resultado do Período	2.684	-28.811	17.136	2.135	31.861	-37.883	-5.823	-19.209

• Reserva para Manutenção do Capital de Giro – KROTON

Cálculo p/ RMCG	30/6/2007	31/12/2007	31/6/2008	31/12/2008	30/6/2009	31/12/2009	30/6/2010	31/12/2010
Variação do IGP-M	-	6,20%	6,82%	2,80%	-1,24%	-0,48%	5,69%	5,33%
CGP	-6.464	314.881	218.045	113.898	118.929	428.625	-49.507	-77.688
CGP (médio)	-	154.209	109.023	165.972	59.465	273.777	-24.754	-63.598
RMCG	-	9.558	7.433	4.642	-735	-1.319	-1.408	-3.390
		Despesa	Despesa	Despesa	Receita	Receita	Receita	Receita

APÊNDICE T – Demonstrativos Financeiros da KROTON – INFLACIONADOS

• Balanço Patrimonial INFLACIONADO – Ativo – KROTON

		<i>(Reais Mil)</i>						
Código da Conta	Descrição da Conta	31/12/2007	39.629	31/12/2008	30/6/2009	31/12/2009	30/6/2010	31/12/2010
1	ATIVO TOTAL	604.618	627.622	583.335	605.965	967.394	1.108.433	1.094.579
1.01	Ativo Circulante	457.530	358.666	235.909	239.038	561.325	230.915	200.922
1.01.01	<i>Disponibilidades e Aplicações Financeiras</i>	390.809	263.062	135.914	86.321	456.848	58.985	26.168
1.01.01.01	Caixa e Equivalentes a Caixa	2.950	9.494	9.972	7.091	19.219	28.847	26.168
1.01.01.02	Títulos e Valores Mobiliários	387.859	253.567	125.942	79.230	437.629	30.138	0
1.01.02	<i>Recebíveis</i>	36.556	61.001	67.498	107.911	71.018	127.586	124.451
1.01.03	<i>Estoques</i>	10.503	7.981	11.729	11.007	13.748	11.036	18.922
1.01.04	<i>Outros</i>	19.662	26.622	20.768	33.800	19.711	33.308	31.381
1.02	Ativo Não Circulante	147.088	268.955	347.426	366.927	406.069	877.518	893.657
1.02.01	Ativo Realizável a Longo Prazo	17.238	12.167	20.217	9.174	26.206	64.953	71.537
1.02.01.01	<i>Créditos Diversos</i>	0	0	0	0	0	22.044	22.844
1.02.01.02	<i>Créditos com Pessoas Ligadas</i>	247	6	5	6	281	121	0
1.02.01.03	<i>Outros</i>	16.991	12.161	20.211	9.169	25.926	42.787	48.693
1.02.02	Ativo Permanente	129.850	256.789	327.209	357.753	379.863	812.565	822.120
1.02.02.01	<i>Investimentos</i>	0	0	0	0	0	1.685	1.600
1.02.02.02	<i>Imobilizado</i>	45.597	107.213	146.328	164.651	186.635	229.375	223.366
1.02.02.03	<i>Intangível</i>	84.253	149.575	180.881	193.102	193.228	581.504	597.154
1.02.02.04	<i>Diferido</i>	0	0	0	0	0	0	0

• **Balço Patrimonial INFLACIONADO – Passivo – KROTON**

		(Reais Mil)						
Código da Conta	Descrição da Conta	31/12/2007	30/6/2008	31/12/2008	30/6/2009	31/12/2009	30/6/2010	31/12/2010
2	PASSIVO TOTAL	604.618	627.622	583.335	605.965	967.394	1.108.433	1.094.579
2.01	Passivo Circulante	50.059	85.763	80.034	78.597	54.957	165.044	133.768
2.01.01	Empréstimos e Financiamentos	1.717	3.585	5.966	5.774	5.750	8.551	34.046
2.01.02	Debêntures	0	0	0	0	0	0	0
2.01.03	Fornecedores	9.276	27.815	17.430	21.379	11.016	19.057	24.653
2.01.04	Impostos, Taxas e Contribuições	6.938	10.620	2.069	9.549	1.980	18.623	11.097
2.01.05	Dividendos a Pagar	0	0	14.168	13.351	0	0	0
2.01.06	Provisões	0	0	0	0	0	0	0
2.01.07	Dívidas com Pessoas Ligadas	0	0	0	0	0	0	0
2.01.08	Outros	32.128	43.743	40.401	28.544	36.211	118.813	63.972
2.02	Passivo Não Circulante	29.151	27.644	31.296	28.813	29.188	117.999	144.842
2.02.01	Passivo Exigível a Longo Prazo	29.151	27.644	31.296	28.813	29.188	117.999	144.842
2.02.01.01	Empréstimos e Financiamentos	18.776	15.499	13.130	11.763	10.803	13.978	57.225
2.02.01.02	Debêntures	0	0	0	0	0	0	0
2.02.01.03	Provisões	24	22	1.083	836	5.867	32.577	30.441
2.02.01.04	Dívidas com Pessoas Ligadas	0	0	175	177	0	0	0
2.02.01.05	Outros	10.350	12.123	16.908	16.036	12.518	71.443	57.176
2.03	Resultados de Exercícios Futuros	0	0	0	0	0	0	0
2.04	Participações Minoritárias	7	10	-44	-129	26	18	0
2.05	Patrimônio Líquido	525.401	514.204	472.049	498.683	883.223	825.372	815.969
2.05.01	Capital Social Realizado	545.933	507.046	474.131	479.659	890.113	837.815	849.091
2.05.02	Reservas de Capital	0	0	0	0	16.656	17.452	17.859
2.05.03	Reservas de Reavaliação	0	0	0	0	0	0	0
2.05.04	Outras Reservas de Lucro	0	0	745	754	0	0	0
2.05.05	Ajustes de Avaliação Patrimonial	0	0	0	0	0	0	0
2.05.06	Lucros/Prejuízos Acumulados	-20.533	7.158	-2.827	18.270	-23.546	-29.895	-50.981
2.05.07	Adiantamento para Futuro Aumento Capital	0	0	0	0	0	0	0

• Demonstração do Resultado do Exercício (DRE) INFLACIONADA – KROTON

(Reais Mil)

Código da Conta	Descrição da Conta	01/07/2007 a 31/12/2007	01/01/2008 a 30/06/2008	01/07/2008 a 31/12/2008	01/01/2009 a 30/06/2009	01/07/2009 a 31/12/2009	01/01/2010 a 30/06/2010	01/07/2010 a 31/12/2010
3.01	Receita Bruta	91.266	180.225	169.834	241.148	196.449	378.271	373.429
3.02	Deduções da Receita Bruta	-4.243	-14.519	-16.586	-22.461	-37.268	-56.534	-61.153
3.03	(=) Receita Líquida	87.023	165.706	153.248	218.688	159.181	321.738	312.276
3.04	Custo de Produtos e/ou Serviços	-58.996	-93.282	-111.247	-125.094	-130.740	-217.023	-241.491
3.05	(=) Resultado Bruto	28.028	72.424	42.002	93.594	28.440	104.714	70.786
3.06	Despesas/Receitas Operacionais	-66.545	-43.852	-39.443	-49.905	-94.441	-110.539	-96.276
3.06.01	Com Vendas	-11.187	-16.985	-13.936	-24.230	-61.939	-42.449	-33.593
3.06.02	Gerais e Administrativas	-55.358	-26.867	-25.507	-25.675	-32.502	-68.090	-62.683
3.07	(=) Resultado Operacional	-38.518	28.572	2.559	43.689	-66.001	-5.825	-25.490
3.07.01	Outras Receitas Operacionais	0	1.252	0	2.401	0	5.304	4.316
3.07.02	Outras Despesas Operacionais	-9.351	-8.723	-5.888	0	-1.066	-6.018	0
3.08	(=) Resultado antes de Juros e Tributos	-47.869	21.101	-3.330	46.090	-67.068	-6.539	-21.174
3.09	Resultado Financeiro	12.958	11.201	5.287	-2.426	23.881	5.459	-898
3.09.01	Receitas Financeiras	21.681	18.569	13.358	7.100	22.017	15.225	7.348
3.09.02	Despesas Financeiras	-8.723	-7.367	-8.071	-9.526	1.864	-9.766	-8.245
3.09.03	Resultado da Equivalência Patrimonial	0	0	0	0	0	0	0
3.10	(=) Resultado Operacional	-34.910	32.303	1.957	43.664	-43.186	-1.080	-22.072
3.11	Resultado Não Operacional	0	0	0	0	0	0	0
3.11.01	Receitas Não-Operacionais	0	0	0	0	0	0	0
3.11.02	Despesas Não-Operacionais	0	0	0	0	0	0	0
3.12	(=) Resultado Antes IR e Contribuições Sociais	-34.910	32.303	1.957	43.664	-43.186	-1.080	-22.072
3.13	Provisão para IR e Contribuição Social	172	-9.223	1.131	-6.978	2.772	-4.043	2.245
3.14	Participações	0	0	0	0	0	0	0
3.15	Contribuições	0	0	0	0	0	0	0
3.16	IR Diferido	-1.103	-2.975	-779	-1.585	-1.557	-1.177	0
3.17	Reversão dos Juros sobre Capital Próprio	0	0	0	0	0	0	0
3.18	Part. de Acionistas Não Controladores	2	5	55	84	-155	-6	6
3.19	(=) Resultado do Período	-35.840	20.110	2.365	35.185	-42.126	-6.307	-19.820

APÊNDICE U – Outras Informações da KROTON

- Taxas de Retorno consideradas no Ativo da KROTON**

Código da Conta	Descrição da Conta	31/12/2007	39.629	31/12/2008	30/6/2009	31/12/2009	30/6/2010	31/12/2010
1	ATIVO TOTAL							
1.01	Ativo Circulante							
1.01.01	<i>Disponibilidades e Aplicações Financeiras</i>							
1.01.01.01	Caixa e Equivalentes a Caixa	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
1.01.01.02	Títulos e Valores Mobiliários	-0,60%	-1,25%	3,83%	6,73%	4,90%	-1,24%	0,05%
1.01.02	<i>Recebíveis</i>	6,55%	6,70%	13,33%	17,37%	14,68%	7,49%	7,93%
1.01.03	<i>Estoques</i>	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
1.01.04	<i>Outros</i>	-0,13%	-0,42%	1,01%	1,76%	1,45%	-0,47%	-0,03%
1.01.04.01	Tributos a recuperar	-0,67%	-1,30%	3,79%	6,69%	4,83%	-1,32%	-0,06%
1.01.04.02	Despesas antecipadas	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
1.01.04.03	Tributos diferidos	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
1.01.04.04	Adiantamento a fornecedores	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
1.01.04.05	Demais contas a receber	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
1.02	Ativo Não Circulante							
1.02.01	Ativo Realizável a Longo Prazo							
1.02.01.01	<i>Créditos Diversos</i>	-	-	-	-	-	7,49%	7,93%
1.02.01.02	<i>Créditos com Pessoas Ligadas</i>	6,55%	6,70%	13,33%	17,37%	14,68%	7,49%	7,93%
1.02.01.03	<i>Outros</i>	-0,40%	-0,21%	-0,03%	0,00%	0,01%	-1,02%	-0,84%
1.02.01.03.01	Tributos diferidos	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
1.02.01.03.02	Depósitos judiciais	-5,30%	-5,96%	-1,57%	1,79%	0,66%	-5,20%	-4,59%
1.02.01.03.03	Adiantamento a Fornecedores	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
1.02.01.03.04	Tributos a recuperar	-	-	-	-	-	-1,32%	-0,06%
1.02.01.03.05	Aplicações Financeiras	-	-	-	-	-	-	0,05%
1.02.01.03.06	Outros	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
1.02.02	Ativo Permanente							
1.02.02.01	<i>Investimentos</i>	-	-	-	-	-	0,00%	0,00%
1.02.02.02	<i>Imobilizado</i>	-1,82%	-2,39%	1,43%	5,58%	4,77%	-1,34%	-1,01%
1.02.02.03	<i>Intangível</i>	-10,10%	-3,89%	-2,45%	5,32%	-1,67%	-5,96%	-6,95%
1.02.02.04	<i>Diferido</i>	-	-	-	-	-	-	-

• **Taxas de Custo consideradas no Passivo da KROTON**

		(Reais Mil)						
Código da Conta	Descrição da Conta	31/12/2007	30/6/2008	31/12/2008	30/6/2009	31/12/2009	30/6/2010	31/12/2010
2	PASSIVO TOTAL							
2.01	Passivo Circulante							
2.01.01	Empréstimos e Financiamentos	-0,09%	-0,07%	0,68%	2,22%	1,74%	-0,08%	1,82%
2.01.02	Debêntures	-	-	-	-	-	-	-
2.01.03	Fornecedores	6,55%	6,70%	13,33%	17,37%	14,68%	7,49%	7,93%
2.01.04	Impostos, Taxas e Contribuições	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
2.01.05	Dividendos a Pagar	-	-	0,00%	0,00%	-	-	-
2.01.06	Provisões	-	-	-	-	-	-	-
2.01.07	Dívidas com Pessoas Ligadas	-	-	-	-	-	-	-
2.01.08	Outros	4,13%	3,75%	7,10%	4,79%	7,17%	3,46%	1,26%
2.01.08.01	Salários e encargos sociais	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
2.01.08.02	Adiantamento a clientes	6,55%	6,70%	13,33%	17,37%	14,68%	7,49%	7,93%
2.01.08.03	Contas a pagar	6,55%	6,70%	13,33%	17,37%	14,68%	7,49%	7,93%
2.01.08.04	Programa de Recuperação Fiscal	-	-	3,79%	6,69%	4,83%	-1,32%	-0,06%
2.01.08.05	Demais contas a pagar	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
2.02	Passivo Não Circulante							
2.02.01	Passivo Exigível a Longo Prazo							
2.02.01.01	Empréstimos e Financiamentos	-0,95%	-0,32%	1,49%	4,53%	3,27%	-0,12%	3,06%
2.02.01.02	Debêntures	-	-	-	-	-	-	-
2.02.01.03	Provisões	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
2.02.01.04	Dívidas com Pessoas Ligadas	-	-	13,33%	17,37%	-	-	-
2.02.01.05	Outros	4,78%	2,77%	8,19%	5,89%	9,17%	0,27%	0,85%
2.02.01.05.01	Contas a pagar	6,55%	6,70%	13,33%	17,37%	14,68%	7,49%	7,93%
2.02.01.05.02	Programa de Recuperação Fiscal	-0,67%	-	3,79%	6,69%	-	-1,32%	-0,06%
2.02.01.05.03	Tributos diferidos	-	-	-	-	0,00%	0,00%	0,00%
2.02.01.05.04	Demais contas a pagar	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
2.03	Resultados de Exercícios Futuros	-	-	-	-	-	-	-
2.04	Participações Minoritárias	4,12%	2,28%	6,71%	10,76%	9,44%	2,78%	2,97%
2.05	Patrimônio Líquido	4,12%	2,28%	6,71%	10,76%	9,44%	2,78%	2,97%

- Retorno das Aplicações Financeiras da KROTON**

Período	Detalhamento	Taxa Semestral Nominal	Taxa Semestral Real
2º Semestre / 2007	Refere-se a aplicações financeiras em Certificado de Depósito Bancário - CDB, com rendimentos atrelados à variação do Certificado de Depósito Interbancário - CDI (2007 - entre 101% a 102 %). (*) Média (101% e 102%) = 101,50% (**) CDI (jul. a dez/2007) = 5,48%	5,56%	-0,60%
1º Semestre / 2008	Refere-se a aplicações financeiras em Certificados de Depósito Bancário - CDB, com rendimentos atrelados à variação de 101% a 102% do Certificado de Depósito Interbancário - CDI. (*) Média (101% e 102%) = 101,50% (**) CDI (jan. a jun./2008) = 5,40%	5,48%	-1,25%
2º Semestre / 2008	Refere-se a aplicações financeiras em Certificados de Depósito Bancário - CDB, com rendimentos atrelados à variação de 101% a 102% do Certificado de Depósito Interbancário - CDI. (*) Média (101% e 102%) = 101,50% (**) CDI (jul. a dez/2008) = 6,63%	6,73%	3,83%
1º Semestre / 2009	Refere-se a aplicações financeiras em Certificados de Depósito Bancário - CDB, com rendimentos atrelados à variação de 101% a 102% do Certificado de Depósito Interbancário - CDI. (*) Média (101% e 102%) = 101,50% (**) CDI (jan. a jun./2009) = 5,33%	5,41%	6,73%
2º Semestre / 2009	Refere-se a aplicações financeiras em Certificados de Depósito Bancário - CDB, com rendimentos atrelados à variação de 100% a 104% do Certificado de Depósito Interbancário - CDI. (*) Média (100% e 104%) = 102,00% (**) CDI (jul. a dez./2009) = 4,31%	4,40%	4,90%
1º Semestre / 2010	Refere-se a aplicações financeiras em Certificados de Depósito Bancário - CDB, com rendimentos atrelados à variação de 100% a 104,5% do Certificado de Depósito Interbancário - CDI. (*) Média (100% e 104,5%) = 102,25% (**) CDI (jan. a jun./2010) = 4,28%	4,38%	-1,24%
2º Semestre / 2010	Refere-se a aplicações financeiras em Certificados de Depósito Bancário - CDB, com rendimentos atrelados à variação de 99% a 106% do Certificado de Depósito Interbancário - CDI. (*) Média (99% e 106%) = 102,50% (**) CDI (jul. a dez./2010) = 5,25%	5,38%	0,05%

- Custo dos Empréstimos e Financiamentos da KROTON**

Modalidade	Encargos	Encargos Semestrais	2007/2		2008/1		2008/2		2009/1		2009/2		2010/1		2010/2	
			Taxa Semestral	% Total	Taxa Semestral	% Total	Taxa Semestral	% Total	Taxa Semestral	% Total	Taxa Semestral	% Total	Taxa Semestral	% Total	Taxa Semestral	% Total
BDMG	IPCA + 6% a.a	IPCA + 2,96% a.s	5,29%	92,5%	6,60%	94,9%	5,14%	95,15%	5,53%	96,63%	4,66%	93,09%	6,05%	58,54%	5,70%	11,96%
BNDES Automático	5,50% a.a.	2,71% a.s.	2,71%	7,5%	2,71%	5,1%	2,71%	4,85%	2,71%	2,22%	-	-	-	-	-	-
Arrendamento Mercantil	3,87% a 5,83% a.a.	2,40% a.s.	-	-	-	-	-	-	2,40%	1,15%	2,40%	6,91%	2,40%	30,28%	2,40%	6,29%
Capital de Giro	CDI + 1,06% a.m.	CDI + 6,53% a.s.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	10,81%	11,18%	11,78%	81,75%
Parcela a amortizar a curto prazo				8,4%		18,8%		31,2%		32,9%		34,7%		38,0%		37,3%
Exigível a longo prazo				91,6%		81,2%		68,8%		67,1%		65,3%		62,0%		62,7%
CUSTO DOS EMPRÉSTIMOS E FINANCIAMENTOS (Taxa Nominal)			5,10%		6,40%		5,02%		5,43%		4,50%		5,48%		10,46%	
CUSTO DOS EMPRÉSTIMOS E FINANCIAMENTOS (Taxa Real)			-1,04%		-0,39%		2,16%		6,75%		5,01%		-0,20%		4,87%	

- Retorno dos Intangíveis da KROTON**

Intangível (composição)	2007/2		2008/1		2008/2		2009/1		2009/2		2010/1		2010/2	
	Taxa Semestral	% Total	Taxa Semestral	% Total	Taxa Semestral	% Total	Taxa Semestral	% Total	Taxa Semestral	% Total	Taxa Semestral	% Total	Taxa Semestral	% Total
Ágios nas aquisições de participações	-6,82%	66,4%	3,91%	68,0%	0,50%	55,1%	7,06%	56,9%	-4,77%	45,0%	-0,76%	79,6%	-2,43%	81,9%
Softwares	0,00%	1,7%	0,00%	5,5%	0,00%	3,3%	0,00%	4,4%	0,00%	6,1%	0,00%	2,7%	0,00%	2,8%
Desenvolvimento de Projetos Internos	0,00%	31,9%	0,00%	26,6%	0,00%	41,6%	0,00%	38,7%	0,00%	48,9%	0,00%	13,1%	0,00%	11,6%
Carteira de Clientes	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,00%	4,7%	0,00%	3,8%
Total		100,0%		100,0%		100,0%		100,0%		100,0%		100,0%		100,0%
ROE	-6,82%		3,91%		0,50%		7,06%		-4,77%		-0,76%		-2,43%	
RETORNO INTANGÍVEL (nominal)	-4,53%		2,66%		0,28%		4,02%		-2,15%		-0,61%		-1,99%	
RETORNO INTANGÍVEL (real)	-10,10%		-3,89%		-2,45%		5,32%		-1,67%		-5,96%		-6,95%	

- CAPM ou CMPPL da KROTON

	01/07/2007 a 31/12/2007	01/01/2008 a 30/06/2008	01/07/2008 a 31/12/2008	01/01/2009 a 30/06/2009	01/07/2009 a 31/12/2009	01/01/2010 a 30/06/2010	01/07/2010 a 31/12/2010
Beta Setorial Desalavancado	1,26	0,82	0,82	0,71	0,71	0,75	0,75
t	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%
D (passivo oneroso)	20.493	19.084	33.265	30.888	16.552	22.529	91.271
E (patrimônio líquido)	525.401	514.204	472.049	498.683	883.223	825.372	815.969
Beta Setorial Alavancado (*)	1,29	0,84	0,86	0,74	0,72	0,76	0,81
Ativo livre de Risco (T-Bond 30 anos)	4,78%	4,49%	4,07%	3,82%	4,33%	4,49%	4,01%
Beta Setorial Alavancado	1,29	0,84	0,86	0,74	0,72	0,76	0,81
Prêmio pelo Risco de Mercado	6,03%	6,03%	6,03%	6,03%	6,03%	6,03%	6,03%
Risco Brasil	1,91%	2,36%	3,64%	3,77%	2,35%	2,08%	1,95%
CAPM ou CMPPL (**) (taxa nominal em dólares)	14,48%	11,92%	12,88%	12,05%	11,01%	11,17%	10,82%
Projeção Diferença de Inflação (1+IGP-M)/(1+CPI)	7,77%	7,45%	7,45%	7,61%	7,61%	6,81%	6,81%
CAPM ou CMPPL (taxa nominal em R\$)	22,26%	19,36%	20,33%	19,66%	18,62%	17,99%	17,63%
CAPM ou CMPPL (Taxa nominal semestral em R\$)	10,57%	9,25%	9,70%	9,39%	8,91%	8,62%	8,46%
CAPM ou CMPPL (Taxa real semestral em R\$)	4,12%	2,28%	6,71%	10,76%	9,44%	2,78%	2,97%

(*) Beta Alavancado = Beta Desalavancado*[1+(1-t)*(D/E)]

(**) CAPM = $R_f + \beta \times PRM + R_p$

APÊNDICE V – Demonstrativos Financeiros do SEB – PADRONIZADOS

• Balanço Patrimonial PADRONIZADO – Ativo – SEB

		<i>(Reais Mil)</i>						
Código da Conta	Descrição da Conta	31/12/2007	30/6/2008	31/12/2008	30/6/2009	31/12/2009	30/6/2010	31/12/2010
1	ATIVO TOTAL	335.455	373.495	353.338	397.187	427.093	442.285	265.888
1.01	Ativo Circulante	270.085	215.694	193.041	208.039	172.715	159.304	96.267
1.01.01	Disponibilidades e Aplicações Financeiras	251.129	168.303	138.773	141.421	83.583	72.214	61.049
1.01.02	Recebíveis	8.168	25.146	30.009	38.175	50.366	50.097	24.547
1.01.03	Estoques	6.500	11.716	16.272	15.199	19.995	23.950	0
1.01.04	Outros	4.288	10.529	7.987	13.244	18.771	13.043	10.671
1.02	Ativo Não Circulante	65.370	157.801	160.297	189.148	254.378	282.981	169.621
1.02.01	Ativo Realizável a Longo Prazo	35.934	14.928	18.600	15.333	16.707	19.828	10.826
1.02.01.01	Créditos Diversos	0	0	0	0	0	0	0
1.02.01.02	Créditos com Pessoas Ligadas	25.066	6.071	3.547	4.187	3.703	2.887	2.080
1.02.01.03	Outros	10.868	8.857	15.053	11.146	13.004	16.941	8.746
1.02.02	Ativo Permanente	29.436	142.873	141.697	173.815	237.671	263.153	158.795
1.02.02.01	Investimentos	0	0	0	0	0	0	0
1.02.02.02	Imobilizado	28.765	45.185	45.567	55.575	64.713	79.452	63.170
1.02.02.03	Intangível	0	97.688	96.130	118.240	172.958	183.701	95.625
1.02.02.04	Diferido	671	0	0	0	0	0	0

• **Balço Patrimonial PADRONIZADO – Passivo – SEB**

		(Reais Mil)						
Código da Conta	Descrição da Conta	31/12/2007	30/6/2008	31/12/2008	30/6/2009	31/12/2009	30/6/2010	31/12/2010
2	PASSIVO TOTAL	335.455	373.495	353.338	397.187	427.093	442.285	265.888
2.01	Passivo Circulante	33.356	59.571	49.327	70.087	95.438	86.707	71.485
2.01.01	Empréstimos e Financiamentos	4.749	3.257	2.410	2.034	6.179	6.813	7.891
2.01.02	Debêntures	0	0	0	0	0	0	0
2.01.03	Fornecedores	5.781	5.682	4.473	6.454	10.355	7.409	6.553
2.01.04	Impostos, Taxas e Contribuições	6.386	15.446	8.456	15.061	17.134	15.902	7.033
2.01.05	Dividendos a Pagar	0	0	0	0	13.353	0	2.179
2.01.06	Provisões	0	0	0	0	0	0	0
2.01.07	Dívidas com Pessoas Ligadas	0	0	359	246	228	385	190
2.01.08	Outros	16.440	35.186	33.629	46.292	48.189	56.198	47.639
2.02	Passivo Não Circulante	17.458	17.779	15.853	12.450	14.319	19.767	18.134
2.02.01	Passivo Exigível a Longo Prazo	17.458	17.779	15.853	12.450	14.319	19.767	18.134
2.02.01.01	Empréstimos e Financiamentos	3.384	1.375	962	951	475	763	2832
2.02.01.02	Debêntures	0	0	0	0	0	0	0
2.02.01.03	Provisões	4.018	6.737	5.737	6.032	7.009	7.449	6.387
2.02.01.04	Dívidas com Pessoas Ligadas	2.580	1.612	171	82	110	3	0
2.02.01.05	Outros	7.476	8.055	8.983	5.385	6.725	11.552	8.915
2.03	Resultados de Exercícios Futuros	0	0	0	0	0	0	0
2.04	Participações Minoritárias	0	0	0	603	113	0	-2.285
2.05	Patrimônio Líquido	284.641	296.145	288.158	314.047	317.223	335.811	178.554
2.05.01	Capital Social Realizado	81.720	81.720	81.720	81.720	81.720	81.720	113.060
2.05.02	Reservas de Capital	227.500	227.500	202.921	202.921	202.921	202.921	0
2.05.03	Reservas de Reavaliação	0	0	0	0	0	0	0
2.05.04	Outras Reservas de Lucro	0	0	3.517	3.517	32.582	32.582	63.199
2.05.05	Ajustes de Avaliação Patrimonial	0	0	0	0	0	0	0
2.05.06	Lucros/Prejuízos Acumulados	-24.579	-13.075	0	25.889	0	18.588	2.295
2.05.07	Adiantamento para Futuro Aumento Capital	0	0	0	0	0	0	0

• Demonstração do Resultado do Exercício (DRE) – PADRONIZADA – SEB

(Reais Mil)

Código da Conta	Descrição da Conta	01/07/2007 a 31/12/2007	01/01/2008 a 30/06/2008	01/07/2008 a 31/12/2008	01/01/2009 a 30/06/2009	01/07/2009 a 31/12/2009	01/01/2010 a 30/06/2010	01/01/2010 a 31/12/2010
3.01	Receita Bruta	77.792	126.172	158.391	190.922	225.688	257.674	346.418
3.02	Deduções da Receita Bruta	-4.952	-10.516	-10.742	-16.440	-16.694	-23.686	-28.120
3.03	(=) Receita Líquida	72.840	115.656	147.649	174.482	208.994	233.988	318.298
3.04	Custo de Bens e/ou Serviços Vendidos	-42.743	-64.736	-87.218	-105.330	-134.126	-142.556	-254.785
3.05	(=) Resultado Bruto	30.097	50.920	60.431	69.152	74.868	91.432	63.513
3.06	Despesas/Receitas da Atividade	-37.316	-41.560	-44.971	-48.024	-50.286	-73.535	-71.920
3.06.01	Com Vendas	-11.175	-13.155	-17.487	-19.818	-24.837	-41.615	-25.403
3.06.02	Gerais e Administrativas	-26.141	-28.405	-27.484	-28.206	-25.449	-31.920	-46.517
3.07	(=) Resultado Operacional	-7.219	9.360	15.460	21.128	24.582	17.897	-8.407
3.07.01	Outras Receitas Operacionais	2.203	0	1.770	777	7.938	0	546
3.07.02	Outras Despesas Operacionais	0	-2.924	-9.670	0	0	-1.171	0
3.08	(=) Resultado antes de Juros e Tributos	-5.016	6.436	7.560	21.905	32.520	16.726	-7.861
3.09	Resultado Financeiro	3.851	12.407	9.671	9.883	4.101	4.559	9.806
3.09.01	Receitas Financeiras	8.057	12.407	14.826	13.543	9.346	10.326	14.924
3.09.02	Despesas Financeiras	-4.206	0	-5.155	-3.660	-5.245	-5.767	-5.118
3.09.03	Resultado da Equivalência Patrimonial	0	0	0	0	0	0	0
3.10	(=) Resultado Operacional	-1.165	18.843	17.231	31.788	36.621	21.285	1.945
3.11	Resultado Não Operacional	0	104	-104	0	0	0	30.455
3.11.01	Receitas Não-Operacionais	0	104	-104	0	0	0	0
3.11.02	Despesas Não-Operacionais	0	0	0	0	0	0	0
3.12	(=) Resultado Antes IR e Contribuições Sociais	-1.165	18.947	17.127	31.788	36.621	21.285	32.400
3.13	Provisão para IR e Contribuição Social	-1.107	-7.762	-5.606	-6.590	-10.515	-5.572	-1.501
3.14	Participações	0	-543	543	0	0	0	0
3.15	Contribuições	0	0	0	0	0	0	0
3.16	IR Diferido	0	0	2.361	606	2.696	1.612	1.603
3.17	Reversão dos Juros sobre Capital Próprio	0	0	0	0	0	0	0
3.18	Part. de Acionistas Não Controladores	666	861	-201	85	671	1.263	546
3.19	(=) Resultado do Período	-1.606	11.503	14.224	25.889	29.473	18.588	33.048

APÊNDICE W – Demonstrativos Financeiros do SEB – AJUSTADOS

• Balanço Patrimonial AJUSTADO – Ativo – SEB

		(Reais Mil)						
Código da Conta	Descrição da Conta	31/12/2007	30/6/2008	31/12/2008	30/6/2009	31/12/2009	30/6/2010	31/12/2010
1	ATIVO TOTAL	334.784	373.495	350.977	396.581	424.397	440.673	265.888
1.01	Ativo Circulante	270.085	215.694	193.041	207.826	172.715	159.304	96.267
1.01.01	Disponibilidades e Aplicações Financeiras	251.129	168.303	138.773	141.421	83.583	72.214	61.049
1.01.02	Recebíveis	8.168	25.146	30.009	38.175	50.366	50.097	24.547
1.01.03	Estoques	6.500	11.716	16.272	15.199	19.995	23.950	0
1.01.04	Outros	4.288	10.529	7.987	13.031	18.771	13.043	10.671
1.02	Ativo Não Circulante	64.699	157.801	157.936	188.755	251.682	281.369	169.621
1.02.01	Ativo Realizável a Longo Prazo	35.934	14.928	16.239	14.940	14.011	18.216	10.826
1.02.01.01	Créditos Diversos	0	0	0	0	0	0	0
1.02.01.02	Créditos com Pessoas Ligadas	25.066	6.071	3.547	4.187	3.703	2.887	2.080
1.02.01.03	Outros	10.868	8.857	12.692	10.753	10.308	15.329	8.746
1.02.02	Ativo Permanente	28.765	142.873	141.697	173.815	237.671	263.153	158.795
1.02.02.01	Investimentos	0	0	0	0	0	0	0
1.02.02.02	Imobilizado	28.765	45.185	45.567	55.575	64.713	79.452	63.170
1.02.02.03	Intangível	0	97.688	96.130	118.240	172.958	183.701	95.625
1.02.02.04	Diferido	0	0	0	0	0	0	0

• **Balanco Patrimonial AJUSTADO – Passivo – SEB**

		(Reais Mil)						
Código da Conta	Descrição da Conta	31/12/2007	30/6/2008	31/12/2008	30/6/2009	31/12/2009	30/6/2010	31/12/2010
2	PASSIVO TOTAL	334.784	373.495	350.977	396.581	424.397	440.673	265.888
2.01	Passivo Circulante	33.356	59.571	49.327	70.087	95.438	86.707	71.485
2.01.01	Empréstimos e Financiamentos	4.749	3.257	2.410	2.034	6.179	6.813	7.891
2.01.02	Debêntures	0	0	0	0	0	0	0
2.01.03	Fornecedores	5.781	5.682	4.473	6.454	10.355	7.409	6.553
2.01.04	Impostos, Taxas e Contribuições	6.386	15.446	8.456	15.061	17.134	15.902	7.033
2.01.05	Dividendos a Pagar	0	0	0	0	13.353	0	2.179
2.01.06	Provisões	0	0	0	0	0	0	0
2.01.07	Dívidas com Pessoas Ligadas	0	0	359	246	228	385	190
2.01.08	Outros	16.440	35.186	33.629	46.292	48.189	56.198	47.639
2.02	Passivo Não Circulante	17.458	17.779	15.853	12.450	14.319	19.767	18.134
2.02.01	Passivo Exigível a Longo Prazo	17.458	17.779	15.853	12.450	14.319	19.767	18.134
2.02.01.01	Empréstimos e Financiamentos	3.384	1.375	962	951	475	763	2832
2.02.01.02	Debêntures	0	0	0	0	0	0	0
2.02.01.03	Provisões	4.018	6.737	5.737	6.032	7.009	7.449	6.387
2.02.01.04	Dívidas com Pessoas Ligadas	2.580	1.612	171	82	110	3	0
2.02.01.05	Outros	7.476	8.055	8.983	5.385	6.725	11.552	8.915
2.03	Resultados de Exercícios Futuros	0	0	0	0	0	0	0
2.04	Participações Minoritárias	0	0	0	603	113	0	-2.285
2.05	Patrimônio Líquido	283.970	296.145	285.797	313.441	314.527	334.199	178.554
2.05.01	Capital Social Realizado	81.720	81.720	81.720	81.720	81.720	81.720	113.060
2.05.02	Reservas de Capital	227.500	227.500	202.921	202.921	202.921	202.921	0
2.05.03	Reservas de Reavaliação	0	0	0	0	0	0	0
2.05.04	Outras Reservas de Lucro	0	0	3.517	3.517	32.582	32.582	63.199
2.05.05	Ajustes de Avaliação Patrimonial	0	0	0	0	0	0	0
2.05.06	Lucros/Prejuízos Acumulados	-25.250	-13.075	-2.361	25.283	-2696	16.976	2.295
2.05.07	Adiantamento para Futuro Aumento Capital	0	0	0	0	0	0	0

• **Demonstração do Resultado do Exercício (DRE) – AJUSTADA – SEB**

(Reais Mil)

Código da Conta	Descrição da Conta	01/07/2007 a 31/12/2007	01/01/2008 a 30/06/2008	01/07/2008 a 31/12/2008	01/01/2009 a 30/06/2009	01/07/2009 a 31/12/2009	01/01/2010 a 30/06/2010	01/07/2010 a 31/12/2010
3.01	Receita Bruta	77.792	126.172	158.391	190.922	225.688	257.674	88.744
3.02	Deduções da Receita Bruta	-4.952	-10.516	-10.742	-16.440	-16.694	-23.686	-4.434
3.03	(=) Receita Líquida	72.840	115.656	147.649	174.482	208.994	233.988	84.310
3.04	Custo de Bens e/ou Serviços Vendidos	-42.743	-64.736	-87.218	-105.330	-134.126	-142.556	-112.229
3.05	(=) Resultado Bruto	30.097	50.920	60.431	69.152	74.868	91.432	-27.919
3.06	Despesas/Receitas da Atividade	-37.316	-41.560	-44.971	-48.024	-50.286	-73.535	1.615
3.06.01	Com Vendas	-11.175	-13.155	-17.487	-19.818	-24.837	-41.615	16.212
3.06.02	Gerais e Administrativas	-26.141	-28.405	-27.484	-28.206	-25.449	-31.920	-14.597
3.07	(=) Resultado Operacional	-7.219	9.360	15.460	21.128	24.582	17.897	-26.304
3.07.01	Outras Receitas Operacionais	6.446	104	1.770	1548	8.390	0	30.526
3.07.02	Outras Despesas Operacionais	0	-7.640	-13.497	0	0	-2.674	0
3.08	(=) Resultado antes de Juros e Tributos	-773	1.824	3.733	22.676	32.972	15.223	4.222
3.09	Resultado Financeiro	3.851	12.407	9.671	9.883	4.101	4.559	5.247
3.09.01	Receitas Financeiras	8.057	12.407	14.826	13.543	9.346	10.326	5.247
3.09.02	Despesas Financeiras	-4.206	0	-5.155	-3.660	-5.245	-5.767	0
3.09.03	Resultado da Equivalência Patrimonial	0	0	0	0	0	0	0
3.10	(=) Resultado Operacional	3.078	14.231	13.404	32.559	37.073	19.782	9.469
3.11	Resultado Não Operacional	0	0	0	0	0	0	0
3.11.01	Receitas Não-Operacionais	0	0	0	0	0	0	0
3.11.02	Despesas Não-Operacionais	0	0	0	0	0	0	0
3.12	(=) Resultado Antes IR e Contribuições Sociais	3.078	14.231	13.404	32.559	37.073	19.782	9.469
3.13	Provisão para IR e Contribuição Social	-1.107	-7.762	-5.606	-6.590	-10.515	-5.572	4.071
3.14	Participações	0	-543	543	0	0	0	0
3.15	Contribuições	0	0	0	0	0	0	0
3.16	IR Diferido	0	0	0	0	0	0	-9
3.17	Reversão dos Juros sobre Capital Próprio	0	0	0	0	0	0	0
3.18	Part. de Acionistas Não Controladores	666	861	-201	85	671	1.263	-717
3.19	(=) Resultado do Período	2.637	6.787	8.140	26.054	27.229	15.473	12.814

• **Reserva para Manutenção do Capital de Giro – SEB**

Cálculo p/ RMCG	31/12/2007	30/6/2008	31/12/2008	30/6/2009	31/12/2009	30/6/2010	31/12/2010
Variação do IGP-M	6,20%	6,82%	2,80%	-1,24%	-0,48%	5,69%	5,33%
CGP	219.271	138.344	127.861	124.686	62.845	52.830	8.933
CGP (médio)	-68.454	69.172	133.103	62.343	93.766	26.415	30.882
RMCG	-4.243	4.716	3.723	-771	-452	1.503	1.646
	Receita	Despesa	Despesa	Receita	Receita	Despesa	Despesa

APÊNDICE X – Demonstrativos Financeiros do SEB – INFLACIONADOS

• Balanço Patrimonial INFLACIONADO – Ativo – SEB

		(Reais Mil)						
Código da Conta	Descrição da Conta	31/12/2007	30/6/2008	31/12/2008	30/6/2009	31/12/2009	30/6/2010	31/12/2010
1	ATIVO TOTAL	402.225	420.093	384.025	439.355	472.447	464.160	265.888
1.01	Ativo Circulante	324.492	242.604	211.218	230.242	192.270	167.794	96.267
1.01.01	Disponibilidades e Aplicações Financeiras	301.718	189.301	151.840	156.674	93.046	76.063	61.049
1.01.02	Recebíveis	9.813	28.283	32.835	42.292	56.068	52.767	24.547
1.01.03	Estoques	7.809	13.178	17.804	16.838	22.259	25.226	0
1.01.04	Outros	5.152	11.843	8.739	14.436	20.896	13.738	10.671
1.02	Ativo Não Circulante	77.732	177.489	172.807	209.114	280.177	296.365	169.621
1.02.01	Ativo Realizável a Longo Prazo	43.173	16.790	17.768	16.551	15.597	19.187	10.826
1.02.01.01	Créditos Diversos	0	0	0	0	0	0	0
1.02.01.02	Créditos com Pessoas Ligadas	30.115	6.828	3.881	4.639	4.122	3.041	2.080
1.02.01.03	Outros	13.057	9.962	13.887	11.913	11.475	16.146	8.746
1.02.02	Ativo Permanente	34.560	160.698	155.039	192.562	264.580	277.178	158.795
1.02.02.01	Investimentos	0	0	0	0	0	0	0
1.02.02.02	Imobilizado	34.560	50.822	49.858	61.569	72.040	83.687	63.170
1.02.02.03	Intangível	0	109.876	105.181	130.993	192.540	193.492	95.625
1.02.02.04	Diferido	0	0	0	0	0	0	0

• **Balanco Patrimonial INFLACIONADO – Passivo – SEB**

(Reais Mil)

Código da Conta	Descrição da Conta	31/12/2007	30/6/2008	31/12/2008	30/6/2009	31/12/2009	30/6/2010	31/12/2010
2	PASSIVO TOTAL	402.225	420.093	384.025	439.355	472.447	464.160	265.888
2.01	Passivo Circulante	40.075	67.003	53.972	77.646	106.244	91.328	71.485
2.01.01	Empréstimos e Financiamentos	5.706	3.663	2.637	2.253	6.879	7.176	7.891
2.01.02	Debêntures	0	0	0	0	0	0	0
2.01.03	Fornecedores	6.946	6.391	4.894	7.150	11.527	7.804	6.553
2.01.04	Impostos, Taxas e Contribuições	7.672	17.373	9.252	16.685	19.074	16.750	7.033
2.01.05	Dividendos a Pagar	0	0	0	0	14.865	0	2.179
2.01.06	Provisões	0	0	0	0	0	0	0
2.01.07	Dívidas com Pessoas Ligadas	0	0	393	273	254	406	190
2.01.08	Outros	19.752	39.576	36.795	51.285	53.645	59.193	47.639
2.02	Passivo Não Circulante	20.975	19.997	17.346	13.793	15.940	20.821	18.134
2.02.01	Passivo Exigível a Longo Prazo	20.975	19.997	17.346	13.793	15.940	20.821	18.134
2.02.01.01	Empréstimos e Financiamentos	4.066	1.547	1.053	1.054	529	804	2.832
2.02.01.02	Debêntures	0	0	0	0	0	0	0
2.02.01.03	Provisões	4.827	7.578	6.277	6.683	7.803	7.846	6.387
2.02.01.04	Dívidas com Pessoas Ligadas	3.100	1.813	187	91	122	3	0
2.02.01.05	Outros	8.982	9.060	9.829	5.966	7.486	12.168	8.915
2.03	Resultados de Exercícios Futuros	0	0	0	0	0	0	0
2.04	Participações Minoritárias	0	0	0	668	126	0	-2.285
2.05	Patrimônio Líquido	341.175	333.093	312.707	347.248	350.138	352.011	178.554
2.05.01	Capital Social Realizado	98.182	91.916	89.415	90.534	90.972	86.075	113.060
2.05.02	Reservas de Capital	273.329	255.883	222.028	224.808	225.896	213.736	0
2.05.03	Reservas de Reavaliação	0	0	0	0	0	0	0
2.05.04	Outras Reservas de Lucro	0	0	3.848	3.896	36.271	34.319	63.199
2.05.05	Ajustes de Avaliação Patrimonial	0	0	0	0	0	0	0
2.05.06	Lucros/Prejuízos Acumulados	-30.337	-14.706	-2.583	28.010	-3.001	17.881	2.295
2.05.07	Adiantamento para Futuro Aumento Capital	0	0	0	0	0	0	0

• Demonstração do Resultado do Exercício (DRE) – INFLACIONADA – SEB

(Reais Mil)

Código da Conta	Descrição da Conta	01/07/2007 a 31/12/2007	01/01/2008 a 30/06/2008	01/07/2008 a 31/12/2008	01/01/2009 a 30/06/2009	01/07/2009 a 31/12/2009	01/01/2010 a 30/06/2010	01/07/2010 a 31/12/2010
3.01	Receita Bruta	96.770	148.068	175.440	210.838	250.963	279.104	91.568
3.02	Deduções da Receita Bruta	-6.160	-12.341	-11.898	-18.155	-18.564	-25.656	-4.575
3.03	(=) Receita Líquida	90.610	135.727	163.542	192.683	232.400	253.448	86.993
3.04	Custo de Bens e/ou Serviços Vendidos	-53.170	-75.970	-96.606	-116.318	-149.147	-154.412	-115.800
3.05	(=) Resultado Bruto	37.439	59.757	66.936	76.366	83.253	99.036	-28.807
3.06	Despesas/Receitas da Atividade	-46.419	-48.772	-49.812	-53.034	-55.918	-79.651	1.666
3.06.01	Com Vendas	-13.901	-15.438	-19.369	-21.885	-27.619	-45.076	16.728
3.06.02	Gerais e Administrativas	-32.518	-33.334	-30.442	-31.148	-28.299	-34.575	-15.061
3.07	(=) Resultado Operacional	-8.980	10.984	17.124	23.332	27.335	19.385	-27.141
3.07.01	Outras Receitas Operacionais	8.019	122	1.961	1.709	9.330	0	31.497
3.07.02	Outras Despesas Operacionais	0	-8.966	-14.950	0	0	-2.896	0
3.08	(=) Resultado antes de Juros e Tributos	-962	2.141	4.135	25.041	36.665	16.489	4.356
3.09	Resultado Financeiro	4.790	14.560	10.712	10.914	4.560	4.938	5.414
3.09.01	Receitas Financeiras	10.023	14.560	16.422	14.956	10.393	11.185	5.414
3.09.02	Despesas Financeiras	-5.232	0	-5.710	-4.042	-5.832	-6.247	0
3.09.03	Resultado da Equivalência Patrimonial	0	0	0	0	0	0	0
3.10	(=) Resultado Operacional	3.829	16.701	14.847	35.955	41.225	21.427	9.770
3.11	Resultado Não Operacional	0	0	0	0	0	0	0
3.11.01	Receitas Não-Operacionais	0	0	0	0	0	0	0
3.11.02	Despesas Não-Operacionais	0	0	0	0	0	0	0
3.12	(=) Resultado Antes IR e Contribuições Sociais	3.829	16.701	14.847	35.955	41.225	21.427	9.770
3.13	Provisão para IR e Contribuição Social	-1.377	-9.109	-6.209	-7.277	-11.693	-6.035	4.201
3.14	Participações	0	-637	601	0	0	0	0
3.15	Contribuições	0	0	0	0	0	0	0
3.16	IR Diferido	0	0	0	0	0	0	-9
3.17	Reversão dos Juros sobre Capital Próprio	0	0	0	0	0	0	0
3.18	Part. de Acionistas Não Controladores	828	1.010	-223	94	746	1.368	-740
3.19	(=) Resultado do Período	3.280	7.965	9.016	28.772	30.278	16.760	13.222

APÊNDICE Y – Outras Informações do SEB

• Taxas de Retorno consideradas no Ativo do SEB

Código da Conta	Descrição da Conta	31/12/2007	30/6/2008	31/12/2008	30/6/2009	31/12/2009	30/6/2010	31/12/2010
1	ATIVO TOTAL							
1.01	Ativo Circulante							
1.01.01	Disponibilidades e Aplicações Financeiras							
1.01.01.01	Caixa e Bancos	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
1.01.01.02	Aplicações Financeiras	-0,75%	-1,33%	3,73%	6,76%	4,90%	-1,37%	-0,13%
1.01.02	Recebíveis	6,55%	6,70%	13,33%	17,37%	14,68%	7,49%	7,93%
1.01.03	Estoques	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
1.01.04	Outros	1,25%	-3,15%	4,55%	6,07%	8,95%	-1,29%	1,39%
1.01.04.01	Outras contas a receber	6,55%	6,70%	13,33%	17,37%	14,68%	7,49%	7,93%
1.01.04.02	Impostos a recuperar	-5,30%	-5,96%	-1,57%	1,79%	0,66%	-5,20%	-4,59%
1.01.04.03	Despesas antecipadas	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
1.01.04.04	Partes relacionadas	-	-	13,33%	-	-	7,49%	-
1.02	Ativo Não Circulante							
1.02.01	Ativo Realizável a Longo Prazo							
1.02.01.01	Créditos Diversos	-	-	-	-	-	-	-
1.02.01.02	Créditos com Pessoas Ligadas	6,55%	6,70%	13,33%	17,37%	14,68%	7,49%	7,93%
1.02.01.03	Outros	6,55%	6,70%	12,72%	12,48%	12,35%	5,31%	3,00%
1.02.01.03.01	Contas a receber clientes e alunos	6,55%	6,70%	13,33%	17,37%	14,68%	7,49%	7,93%
1.02.01.03.02	Outras contas a receber	6,55%	6,70%	13,33%	17,37%	14,68%	7,49%	7,93%
1.02.01.03.03	Contas a receber minoritários	6,55%	6,70%	13,33%	17,37%	14,68%	7,49%	-
1.02.01.03.04	Impost de renda e contrb.social diferido	-	-	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
1.02.02	Ativo Permanente							
1.02.02.01	Investimentos	-	-	-	-	-	-	-
1.02.02.02	Imobilizado	-1,82%	-2,39%	1,43%	5,58%	4,77%	-1,34%	-1,01%
1.02.02.03	Intangível	-	-4,34%	-0,21%	8,69%	8,19%	-1,83%	1,25%
1.02.02.04	Diferido	-	-	-	-	-	-	-

• **Taxas de Custo consideradas no Passivo do SEB**

Código da Conta	Descrição da Conta	31/12/2007	30/6/2008	31/12/2008	30/6/2009	31/12/2009	30/6/2010	31/12/2010
2	PASSIVO TOTAL							
2.01	Passivo Circulante							
2.01.01	Empréstimos e Financiamentos	4,25%	4,63%	7,96%	10,05%	11,80%	4,34%	4,29%
2.01.02	Debêntures	-	-	-	-	-	-	-
2.01.03	Fornecedores	6,55%	6,70%	13,33%	17,37%	14,68%	7,49%	7,93%
2.01.04	Impostos, Taxas e Contribuições	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
2.01.05	Dividendos a Pagar	-	-	-	-	0,00%	-	0,00%
2.01.06	Provisões	-	-	-	-	-	-	-
2.01.07	Dívidas com Pessoas Ligadas	-	-	13,33%	17,37%	14,68%	7,49%	7,93%
2.01.08	Outros	2,26%	1,18%	4,37%	3,40%	5,05%	1,76%	3,24%
2.01.08.01	Salários, férias e contribuições sociais	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
2.01.08.02	Mensalidades recebidas antecipadamente	6,55%	6,70%	13,33%	17,37%	14,68%	7,49%	7,93%
2.01.08.03	Outras contas a pagar	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
2.02	Passivo Não Circulante							
2.02.01	Passivo Exigível a Longo Prazo							
2.02.01.01	Empréstimos e Financiamentos	3,03%	9,74%	3,18%	4,70%	0,91%	0,49%	1,54%
2.02.01.02	Debêntures	-	-	-	-	-	-	-
2.02.01.03	Provisões	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
2.02.01.04	Dívidas com Pessoas Ligadas	6,55%	6,70%	13,33%	17,37%	14,68%	7,49%	7,93%
2.02.01.05	Outros	-0,67%	-1,25%	3,79%	6,69%	3,12%	-0,35%	-0,04%
2.02.01.05.01	Impostos parcelados	-0,67%	-1,30%	3,79%	6,69%	4,83%	-1,32%	-0,06%
2.02.01.05.02	Impostos diferidos	-	-	-	-	-	0,00%	0,00%
2.02.01.05.04	Adiantamento para futuro aumento capital	-	-	-	-	0,00%	-	-
2.02.01.05.05	Outras contas a pagar	-	0,00%	-	-	0,00%	0,00%	0,00%
2.03	Resultados de Exercícios Futuros	-	-	-	-	-	-	-
2.04	Participações Minoritárias	-	-	-	10,69%	9,50%	-	0
2.05	Patrimônio Líquido	4,10%	2,25%	6,63%	10,69%	9,50%	2,77%	2,92%

- **Retorno das Aplicações Financeiras do SEB**

Período	Detalhamento	Taxa Semestral Nominal	Taxa Semestral Real
2º Semestre / 2007	As aplicações financeiras referem-se substancialmente a certificados de depósitos bancários e fundos de renda fixa, remuneradas a taxas que variam entre 96% e 101% do Certificado de Depósito Interbancário (CDI). (*) Média (96% e 101%) = 98,50% (**) CDI (jul. a dez/2007) = 5,48%	5,40%	-0,75%
1º Semestre / 2008	As aplicações financeiras referem-se substancialmente a certificados de depósitos bancários e fundos de renda fixa, remuneradas a taxas que variam entre 96% e 104% do Certificado de Depósito Interbancário (CDI). (*) Média (101% e 102%) = 100,00% (**) CDI (jan. a jun./2008) = 5,40%	5,40%	-1,33%
2º Semestre / 2008	As aplicações financeiras referem-se substancialmente a certificados de depósitos bancários e fundos de renda fixa, remuneradas a taxas que variam entre 92% e 108% do Certificado de Depósito Interbancário (CDI). (*) Média (92% e 108%) = 100,00% (**) CDI (jul. a dez/2008) = 6,63%	6,63%	3,73%
1º Semestre / 2009	As aplicações financeiras referem-se substancialmente a certificados de depósitos bancários e fundos de renda fixa, remuneradas a taxas que variam entre 96% e 108% do Certificado de Depósito Interbancário (CDI). (*) Média (96% e 108%) = 102,00% (**) CDI (jan. a jun./2009) = 5,33%	5,44%	6,76%
2º Semestre / 2009	As aplicações financeiras referem-se substancialmente a certificados de depósitos bancários e fundos de renda fixa, remuneradas a taxas que variam entre 100% e 104% do Certificado de Depósito Interbancário (CDI). (*) Média (100% e 104%) = 102,00% (**) CDI (jul. a dez./2009) = 4,31%	4,40%	4,90%
1º Semestre / 2010	As aplicações financeiras referem-se substancialmente a certificados de depósitos bancários e fundos de renda fixa, remuneradas a taxas que variam entre 96% e 102% do Certificado de Depósito Interbancário (CDI). (*) Média (96% e 102%) = 99,00% (**) CDI (jan. a jun./2010) = 4,28%	4,24%	-1,37%
2º Semestre / 2010	As aplicações financeiras referem-se substancialmente a certificados de depósitos bancários e fundos de renda fixa, remuneradas a taxas que variam entre 96% e 102% do Certificado de Depósito Interbancário (CDI). (*) Média (96% e 102%) = 99,00% (**) CDI (jul. a dez./2010) = 5,25%	5,20%	-0,13%

- Custo dos Empréstimos e Financiamentos do SEB**

Modalidade	Encargos	Encargos Semestrais	2007/2		2008/1		2008/2		2009/1		2009/2		2010/1		2010/2	
			Taxa Semestral	% Total	Taxa Semestral	% Total	Taxa Semestral	% Total	Taxa Semestral	% Total	Taxa Semestral	% Total	Taxa Semestral	% Total	Taxa Semestral	% Total
Leasing	17,4% a 24,46% a.a.	9,97% a.s.	9,97%	20,7%	9,97%	24,7%	9,97%	22,3%	9,97%	28,7%	9,97%	10,8%	9,97%	16,6%	9,97%	10,3%
Conta Garantida	CDI + 1,03% a.m.	CDI + 6,34% a.s.	11,82%	5,8%	-	-	12,97%	20,5%	11,67%	7,8%	10,65%	42,3%	10,62%	75,4%	11,59%	88,6%
Capital de Giro	CDI + 16,08% a 24,74% a.a	CDI + 9,73% a.s.	15,21%	73,4%	15,13%	75,3%	16,36%	57,2%	15,06%	63,4%	14,04%	46,8%	14,01%	8,0%	14,98%	1,2%
Parcela a amortizar a curto prazo				58,4%		70,3%		71,5%		68,1%		92,9%		89,9%		73,6%
Exigível a longo prazo				41,6%		29,7%		28,5%		31,9%		7,1%		10,1%		26,4%
CUSTO DOS EMPRÉSTIMOS E FINANCIAMENTOS (Taxa Nominal)			13,93%		13,85%		14,24%		13,33%		12,16%		10,78%		11,46%	
CUSTO DOS EMPRÉSTIMOS E FINANCIAMENTOS (Taxa Real)			7,28%		6,59%		11,13%		14,75%		12,71%		4,82%		5,82%	

- Retorno dos Intangíveis do SEB**

Intangível (composição)	2007/2		2008/1		2008/2		2009/1		2009/2		2010/1		2010/2	
	Taxa Semestral	% Total	Taxa Semestral	% Total	Taxa Semestral	% Total	Taxa Semestral	% Total	Taxa Semestral	% Total	Taxa Semestral	% Total	Taxa Semestral	% Total
Ágios nas aquisições de participações	-	-	2,39%	91,2%	2,88%	89,4%	8,29%	88,7%	8,65%	88,7%	4,76%	78,9%	7,40%	89,8%
Softwares	-	-	0,00%	1,6%	0,00%	2,4%	0,00%	1,3%	0,00%	1,2%	0,00%	1,6%	0,00%	0,9%
Gastos com desenvolvimento de produtos	-	-	0,00%	3,4%	0,00%	4,6%	0,00%	7,2%	0,00%	7,1%	0,00%	8,7%	0,00%	1,3%
Gastos com implantação de sistemas			0,00%	1,5%	0,00%	1,5%	0,00%	1,9%	0,00%	2,6%	0,00%	4,5%	0,00%	7,1%
Aquisição de carteira de ensino			0,00%	2,3%	0,00%	2,1%	0,00%	0,9%	0,00%	0,4%	0,00%	6,4%	0,00%	0,9%
Total			100,0%		100,0%		100,0%		100,0%		100,0%		100,0%	
ROE			2,39%		2,88%		8,29%		8,65%		4,76%		7,40%	
RETORNO INTANGÍVEL (nominal)	-		2,18%		2,58%		7,35%		7,67%		3,76%		6,65%	
RETORNO INTANGÍVEL (real)	-		-4,34%		-0,21%		8,69%		8,19%		-1,83%		1,25%	

- CAPM ou CMPPL do SEB

	01/07/2007 a 31/12/2007	01/01/2008 a 30/06/2008	01/07/2008 a 31/12/2008	01/01/2009 a 30/06/2009	01/07/2009 a 31/12/2009	01/01/2010 a 30/06/2010	01/07/2010 a 31/12/2010
Beta Setorial Desalavancado	1,26	0,82	0,82	0,71	0,71	0,75	0,75
t	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%
D (passivo oneroso)	9.771	5.210	3.690	3.307	22.272	7.980	12.902
E (patrimônio líquido)	341.175	333.093	312.707	347.248	350.138	352.011	178.554
Beta Setorial Alavancado (*)	1,28	0,83	0,83	0,71	0,74	0,76	0,79
Ativo livre de Risco (T-Bond 30 anos)	4,78%	4,49%	4,07%	3,82%	4,33%	4,49%	4,01%
Beta Setorial Alavancado	1,28	0,83	0,83	0,71	0,74	0,76	0,79
Prêmio pelo Risco de Mercado	6,03%	6,03%	6,03%	6,03%	6,03%	6,03%	6,03%
Risco Brasil	1,91%	2,36%	3,64%	3,77%	2,35%	2,08%	1,95%
CAPM ou CMPPL (**) (taxa nominal em dólares)	14,43%	11,85%	12,69%	11,90%	11,14%	11,16%	10,70%
Projeção Diferença de Inflação (1+IGP-M)/(1+CPI)	7,77%	7,45%	7,45%	7,61%	7,61%	6,81%	6,81%
CAPM ou CMPPL (taxa nominal em R\$)	22,21%	19,29%	20,14%	19,51%	18,75%	17,97%	17,51%
CAPM ou CMPPL(Taxa nominal semestral em R\$)	10,55%	9,22%	9,61%	9,32%	8,97%	8,62%	8,40%
CAPM ou CMPPL (Taxa real semestral em R\$)	4,10%	2,25%	6,63%	10,69%	9,50%	2,77%	2,92%

(*) Beta Alavancado = Beta Desalavancado*[1+(1-t)*(D/E)]

(**) CAPM = $R_f + \beta \times PRM + R_p$